ANFÖRANDE

DATUM: 2014-06-02
TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson
PLATS: SEB, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

Riksbankens penningpolitiska strategi – i takt eller otakt med omvärlden?

Var den strategi för penningpolitiken som utformades decennierna före den globala finansiella krisen – och som länge verkade så framgångsrik – i själva verket alltför snäv? Skulle penningpolitiken behöva lägga ned större möda på att förhindra att finansiella obalanser uppstår? Krisen har ställt mycket på ända och tvingat både centralbanker och forskare runt om i världen att ompröva sina resonemang och teorier.[1]

Jag vill idag redogöra för den ganska livliga diskussion som förs bland centralbanker och i den akademiska världen i den här frågan. Det är en diskussion som är både intressant och angelägen, men som jag upplever har satt förvånansvärt litet avtryck i den svenska debatten. Medan diskussionen här hemma från många håll förs med utgångspunkten att svaret redan är givet är inställningen i den internationella diskussionen betydligt mer öppen och sökande.

De flesta är överens om att makrotillsynen ska vara den första försvarslinjen mot finansiella obalanser. Men allt fler har också närmat sig synsättet att penningpolitiken kan behöva ge makrotillsynen understöd genom att, som det ofta kallas, "luta sig mot vinden". Det är en tanke som jag på ett principiellt plan har stor sympati för och jag ska i det här talet försöka förklara varför jag tycker så.

Lärdom av krisen: prisstabilitet inte tillräckligt för att förhindra finansiella obalanser

Grunden för den penningpolitiska strategi som används idag är omläggningen av penningpolitiken i början av 1990-talet då ett antal centralbanker började övergå till explicita mål för inflationen. Det visade sig vara ett effektivt sätt att förankra inflationsförväntningarna och på så vis uppnå prisstabilitet. Inflationsmålspolitik blev standarden för centralbankerna. Sättet som politiken implementerades på kunde skilja sig lite åt, men i stort var man överens om de

[1] Det har publicerats många uppsatser på detta tema på senare tid. Se till exempel Bayoumi med flera (2014) och de olika bidragen i samlingsvolymen av Reichlin och Baldwin (2013).

grundläggande principerna. Med ett trovärdigt inflationsmål på plats fanns det också ett visst utrymme för penningpolitiken att stabilisera realekonomin. Penningpolitiken kunde därför vara flexibel och fokusera på att åstadkomma en bra avvägning mellan å ena sidan prisstabilitet och å andra sidan realekonomisk stabilitet, på ett par års sikt. Det fanns också en samsyn – ibland kallad "Jackson Hole-konsensus" – om att penningpolitiken inte skulle försöka motverka snabba ökningar av tillgångspriser och kredittillväxt.[2] Jag ska strax återkomma till den frågan.

Den långa period med förhållandevis stabil inflation och god tillväxt – "the Great Moderation" – som föregick den finansiella krisen ansågs vara ett bevis för att den valda penningpolitiska strategin fungerade väl. Erfarenheterna av de kriser som ändå inträffade, till exempel år 2000 då IT-bubblan sprack, var att man även kunde hantera mer besvärliga situationer. Finanskrisen 2007-2008 och den djupa och utdragna lågkonjunkturen som följde har däremot inneburit att centralbankerna varit tvungna att på allvar skärskåda saker som tidigare togs för självklara. På det sättet påminner situationen faktiskt lite om läget i början på 1990-talet då inflationsmålspolitiken föddes. Även då var det kriser som gjorde det nödvändigt att ifrågasätta den rådande penningpolitiska doktrinen. Och även då var det centralbankerna som – av nödvändighet – gick före och anpassade tankeramar och praktisk politik innan det fanns någon riktig konsensus från den akademiska forskningen att luta sig mot.

En av de fundamentala ekonomisk-politiska insikterna från perioden av "the Great Moderation" och krisåren därefter är att låg och stabil inflation i kombination med god tillväxt, utan några direkta tecken på överhettning, inte är någon garanti för att den finansiella sidan av ekonomin ska vara problemfri. För att uttrycka det kortfattat: prisstabilitet är inte tillräckligt för att förhindra finansiella obalanser.[3] En lärdom som dragits av detta är att den ekonomisk-politiska verktygslådan behöver utökas. Förutom de verktyg som redan är tillgängliga för finanspolitiken, penningpolitiken och tillsynen av enskilda finansiella institut behövs nya verktyg och dessutom kan gamla verktyg behöva modifieras för att på ett mer direkt sätt vara användbara i syfte att motverka den typ av finansiella obalanser som bidrog till krisen. Om detta råder det stor enighet. Och under de senaste åren har det pågått ett intensivt arbete runt om i världen med att definiera och implementera den här så kallade makrotillsynen.

Behöver penningpolitiken också ta större hänsyn till finansiella obalanser?

Men insikten att prisstabilitet inte hindrar att det kan uppstå finansiella obalanser har också rest en principiell fråga hos centralbankerna. Är det fokus på prisstabilitet som varit utgångspunkten för penningpolitiken alltför snävt? Finansiella obalanser kan förvärra konjunkturnedgångar med stora negativa

[2] Se till exempel Issing (2009) för en beskrivning av Jackson Hole-konsensus. Uttrycket kommer av att staden Jackson Hole i USA är värd för en årlig konferens som samlar centralbankschefer och andra ekonomisk-politiska beslutsfattare.

[3] Ett kanske mer använt begrepp i det här sammanhanget är finansiell *stabilitet*. Jag tycker dock att det är mer meningsfullt att tala om finansiella *obalanser*. Problem med den finansiella stabiliteten anses ofta hänga samman med störningar till utbudet av krediter och banker som går omkull. Finansiella obalanser kan i värsta fall leda till en sådan situation, men de kan även kan ställa till stora problem för ekonomin utan att orsaka finansiell instabilitet. Ett exempel är att hushållen finner att de lånat för mycket och därför drar ned på sin konsumtion under lång tid för att anpassa sina balansräkningar. Detta kan leda till omfattande problem med makrostabiliteten i form av en mycket djup och långvarig recession.

effekter på arbetslöshet och ekonomisk tillväxt. Om det vill sig riktigt illa kan obalanserna till och med resultera i en regelrätt finansiell kris. Ska penningpolitiken därför lägga ned större möda än tidigare på att förhindra att finansiella obalanser byggs upp?

Redan före krisen fanns givetvis insikten att finansiella obalanser medför risker för den makroekonomiska utvecklingen och för den finansiella stabiliteten. Att upprätthålla den finansiella stabiliteten har ju av tradition varit den andra av centralbankernas huvuduppgifter, förutom att upprätthålla prisstabilitet. Och att analysera finansiella risker har varit en viktig del i det arbetet. Men i den standardmässiga tankeramen låg att finansiella risker och andra stabilitets-aspekter på det stora hela kunde, och även borde, hållas borta från de penningpolitiska övervägandena – i alla fall utöver den inverkan som dessa faktorer har på inflations- och konjunkturprognoserna för de närmaste åren.[4]

Det fanns visserligen argument för att penningpolitiken explicit borde ta hänsyn till finansiella risker.[5] Oftast fördes diskussionen i termer av "bubblor" på tillgångsmarknaderna och huruvida penningpolitiken borde försöka motverka att sådana blåses upp – att "luta penningpolitiken mot vinden" som det kom att kallas. Men konsensus hos både praktiker inom centralbankerna och bland akademiker var att detta är svårt och att det i praktiken kan göra mer skada än nytta. Då var det bättre att avvakta och använda penningpolitiken för att stimulera ekonomin när bubblorna väl sprack – att hellre "städa upp efteråt". Men finanskrisen visade att effekterna av finansiella obalanser och, på vissa håll, finansiell instabilitet kan bli enorma och att "städandet" kan kräva massiva och utdragna insatser från den ekonomiska politiken. Den tidigare konsensussynen har därför ifrågasatts allt mer.

En utmärkt lägesrapport om den här debatten finns att läsa i ett jubileumsnummer av Riksbankens tidskrift Penning- och valutapolitik från november förra året. Det är en uppsats av Frank Smets, rådgivare till chefen för den Europeiska centralbanken, en uppsats som han också presenterade på en konferens som Riksbanken arrangerade förra sommaren.[6] Smets menar att man efter krisen kan utkristallisera tre olika synsätt när det gäller frågan om i vilken mån finansiella obalanser bör hanteras av penningpolitiken.

"Modifierad Jackson Hole-konsensus"

Det första synsättet utgår i princip från samma penningpolitiska strategi som jag tidigare beskrivit och kallat den standardmässiga före krisen, men med några mindre kompletteringar. Smets betecknar detta synsätt som en "modifierad Jackson-Hole-konsensus". Enligt det här synsättet finns det visserligen ett behov av att förebygga finansiella obalanser, det vill säga det räcker inte att som tidigare i efterskott försöka ta hand om de problem obalanserna orsakat. Men detta förebyggande arbete ska helt och hållet skötas av makrotillsynen, medan penningpolitiken ska ha samma roll som tidigare.[7] Det penningpolitiska ramverket som sådant behöver alltså inte förändras särskilt mycket.

Det vanligaste argumentet för det här synsättet är, enligt Smets, att penningpolitiken är ett trubbigt instrument och har begränsade effekter på de finansiella risker man vill motverka. Makrotillsynsverktygen ses däremot som

[4] Se exempelvis Bernanke och Gertler (1999, 2001) och Greenspan (2002).
[5] Se exempelvis Blanchard (2000) och Borio och White (2003).
[6] Smets (2013).
[7] Ett exempel på detta synsätt är Svensson (2012).

betydligt mer effektiva för ändamålet. Interaktionen mellan makrotillsyn och penningpolitik kan därför hållas minimal och det går utmärkt att hålla målen och instrumenten för de två politikområdena separerade från varandra.

"Luta mot vinden rättfärdigat"

Kännetecknande för det andra synsättet är att man är mer tveksam till att makrotillsynen alltid klarar av att förebygga finansiella obalanser på egen hand. Det kan till exempel bero på att makrotillsynsverktygen i praktiken inte är så effektiva som många tror och hoppas. Om så skulle vara fallet behöver makrotillsynen få understöd. Och trots att centralbankens styrränta inte är ett idealiskt verktyg i sammanhanget kan den tillsammans med makrotillsynen i så fall ändå spela en meningsfull roll när det gäller att förebygga obalanserna. Det är därför rättfärdigat att luta penningpolitiken mot vinden – ett uttryck Smets använder som sammanfattande beteckning på det här synsättet. Att förebygga finansiella obalanser bör därmed ingå i penningpolitikens uppgifter, vid sidan av prisstabiliteten. Det innebär att centralbankerna får fler överväganden att göra och att penningpolitiken blir mer komplicerad än den var före krisen. Men det handlar ändå inte om ett helt annorlunda upplägg.[8]

"Finansiell stabilitet är prisstabilitet"

Det tredje synsättet går ännu längre. Enligt detta synsätt är målen om finansiell stabilitet och prisstabilitet så nära sammanlänkade att de egentligen inte kan skiljas åt – finansiell stabilitet *är* prisstabilitet för att använda Smets uttryck.[9] Därför är det heller inte meningsfullt att skilja penningpolitik och makrotillsyn åt. Även den traditionella penningpolitiken kan betraktas som stabilisering av det finansiella systemet i den meningen att den smörjer den monetära transmissionsmekanismen och motverkar illa fungerande finansiella marknader. Taget till sin spets innebär det här synsättet sannolikt att den standardmässiga penningpolitiska strategin skulle behöva förändras på ett mer grundläggande plan.

Jag tycker att indelningen i dessa tre "huvudfåror" speglar den debatt som förs på ett bra sätt. Men det är naturligtvis inga vattentäta skott mellan de olika synsätten, snarare är gränserna mellan dem flytande. Och var man hamnar på skalan beror ytterst på vilket eller vilka argument man lägger störst vikt vid. Det kommer säkert inte som någon överraskning för er som följer den penningpolitiska debatten i Sverige att jag själv på ett principiellt plan har stor sympati för åsikten att penningpolitiken behöver stödja makrotillsynen. Själv skulle jag alltså placera mig rätt nära det andra synsättet i Smets beskrivning. Så vad får mig att komma fram till den ståndpunkten? Låt mig till att börja med ge min tolkning av vad en penningpolitik som lutar sig mot vinden innebär.

Vad innebär det att penningpolitiken lutar sig mot vinden?

Det finns olika sätt att illustrera hur och varför finansiella obalanser och risker bör inkluderas i de penningpolitiska avvägningarna. I botten handlar det om att undvika scenarier där obalanserna leder till stora negativa effekter på BNP, arbetslösheten och inflationen. Så i princip handlar det, precis som vanligt för penningpolitiken, om stabilisering av inflationen och realekonomin.

[8] Se Woodford (2012) för ett exempel på detta synsätt.
[9] Smets tar den så kallade I-teorin för pengar som ett exempel på detta synsätt. Se exempelvis Brunnermeier och Sannikov (2013).

En principskiss: avvägning mellan måluppfyllelse på kort och lång sikt

Förra året publicerade Riksbanken en fördjupning med en principskiss för hur finansiella obalanser kan inkluderas i de penningpolitiska avvägningarna.[10] Utgångspunkten där var att en centralbank behöver ha ett mer långsiktigt fokus än vad den traditionellt har haft. Resonemanget mynnar ut i att penningpolitiken bör betraktas som en avvägning mellan måluppfyllelsen de närmaste åren, det vill säga den period centralbanker normalt gör prognoser för, och måluppfyllelsen på längre sikt, bortom prognosperioden.[11] Tanken är att en penningpolitik som bara fokuserar på måluppfyllelsen ett par år framåt kan missa att finansiella obalanser byggs upp, obalanser som riskerar att leda till mycket dåliga makroekonomiska utfall på längre sikt. Så enligt den här principskissen behöver alltså centralbanker väga måluppfyllelsen mer kortsiktigt mot måluppfyllelsen mer långsiktigt.[12]

Inflationsmålet fortfarande grundläggande, men kan ta längre tid att uppnå

En första sak som är viktig att notera är att denna avvägning inte innebär att man kastar ut inflationsmålet. Att uppfylla inflationsmålet fortsätter alltså att vara grundläggande för penningpolitiken.[13] Men en konsekvens av att föra en politik som försöker motverka finansiella obalanser – som lutar sig mot vinden – kan bli att det tar *längre tid* för inflationen att nå målet än vad det skulle ha gjort om centralbanken inte inkluderat finansiella obalanser i sina överväganden. Även om denna politik kan vara motiverad för att säkerställa en god utveckling i ett längre perspektiv, finns det dock givetvis i praktiken gränser för hur mycket och hur länge inflationen kan tillåtas avvika från målet. Det här har varit en väldigt viktig poäng i mina egna penningpolitiska överväganden och jag kommer att återkomma till detta i slutet av mitt anförande.

Skiljelinjen i debatten: hur effektivt är respektive politikområde?

En andra viktig sak att notera är att en penningpolitik som lutar sig mot vinden inte är tänkt att *ersätta* åtgärder inom makrotillsynen. Det kan förvisso med nödvändighet bli så om det inte finns någon makrotillsyn, eller under en period då makrotillsynen är under uppbyggnad. Men när den väl finns på plats ska makrotillsynen vara den första försvarslinjen mot finansiella obalanser. Det är definitivt min åsikt och vad jag kan se delas den av de allra flesta i debatten, alltså även av dem som menar att penningpolitiken ska kunna luta sig mot vinden.

---

[10] Sveriges riksbank (2013).

[11] Mervyn King, den förre chefen för Bank of England, har använt ett närbesläktat sätt att illustrera varför penningpolitiken bör ta hänsyn till finansiella obalanser där han i stället utgår från den så kallade Taylor-kurvan – en kurva som illustrerar en centralbanks avvägning mellan att stabilisera inflationen kring ett inflationsmål och stabilisera realekonomin (BNP, arbetslösheten, sysselsättningen och så vidare) kring en långsiktigt hållbar nivå. Se vidare King (2012).

[12] Det här resonemanget utgår alltså från att riskerna kopplade till finansiella obalanser kan inkluderas i penningpolitiken genom att man införlivar effekterna av dem i de mer långsiktiga prognoserna för inflationen och realekonomin (exempelvis mätt med BNP). Det finns också argument för att centralbanken snarare bör ha stabilisering av finansiella obalanser som en explicit målsättning för penningpolitiken. De finansiella friktioner som ger upphov till obalanserna kan exempelvis medföra välfärdskostnader för samhället, utöver effekterna på inflationen och BNP, som centralbanken kan ha anledning att motverka direkt, se exempelvis Cúrdia och Woodford (2009). Penningpolitiken skulle då ha tre faktorer att väga mot varandra: stabilisering av inflationen runt inflationsmålet, stabilisering av BNP runt en hållbar nivå och stabilisering av något relevant mått på finansiella obalanser. Oavsett det teoretiska argumentet kan detta sätt att inkludera finansiella obalanser i avvägningarna ha praktiska förtjänster, exempelvis minskar behovet att införliva riskerna i prognoserna för inflationen och BNP. Det kan därför finnas en poäng med att följa båda dessa spår i det interna analysarbetet.

[13] Woodford (2012) visar detta i en formell modellanalys.

Skiljelinjen går snarare vid frågan om penningpolitiken kan behöva *understödja* makrotillsynen för att motverka obalanser.[14] På vilken sida av den linjen man landar beror i princip på vad man tror om effektiviteten hos instrumenten för makrotillsynen respektive penningpolitiken. Hur väl motverkar de specifika obalanser och vad har de för konsekvenser för den övriga ekonomin?

Tror man att instrumenten som är tillgängliga för makrotillsynen kan hålla obalanserna i schack på ett effektivt sätt, samtidigt som penningpolitiken är betydligt trubbigare och mest påverkar den övriga ekonomin – ja, då landar man sannolikt i "modifierad Jackson Hole-konsensus", för att återknyta till Smets uppdelning. Är man däremot mer osäker på effektiviten hos makrotillsynsinstrumenten och tror att penningpolitiken ändå har en viss udd, ja då är sannolikheten större att man landar i synsättet att penningpolitiken kan behöva luta sig mot vinden. Är man väldigt osäker på båda politikområdenas effekter föredrar man sannolikt också att penningpolitiken används parallellt med makrotillsynen, åtminstone inledningsvis tills man lärt sig mer om effekterna.

Penningpolitiken kan behöva understödja makrotillsynen

De som är skeptiska till en penningpolitik som lutar sig mot vinden anför, som jag redan varit inne på, ofta att räntan är ett trubbigt och ineffektivt instrument för att motverka finansiella obalanser. Men även om så skulle vara fallet leder det inte automatiskt till slutsatsen att makrotillsynsverktygen är påtagligt mer effektiva. Vissa av verktygen är nya, vissa har funnits tidigare men delvis använts i andra syften. De praktiska erfarenheter som finns hittills är därför ganska begränsade och svåra att dra några slutsatser av. Det är därför naturligt att det reses en del frågor kring hur effektiv makrotillsynen kommer att vara i praktiken och om den kan behöva stöd från penningpolitiken.[15]

Obekväma åtgärder kan vara svåra att genomföra

Ett frågetecken gäller genomförbarheten – kommer åtgärder att vidtas i tid, eller överhuvudtaget? Vissa av makrotillsynsåtgärderna slår direkt på hushållens ekonomi och liknar i den meningen finanspolitiska åtgärder. De kan upplevas skapa relativt stora förändringar av den ekonomiska spelplanen och riskerar därför att få liten acceptans hos hushållen, vilket kan göra sådana åtgärder svåra att genomföra. Till det kommer att obalanser riskerar att förvärras i ekonomiska uppgångar vilket gör att vissa åtgärder behöver sättas in i lägen då det sannolikt finns ett allmänt motstånd mot detta – det som brukar liknas vid att politiken "tar undan bålskålen då festen kommit igång".[16] Därmed kan åtgärder också bli politiskt svåra att genomföra i vissa fall. I vilken utsträckning detta i praktiken kommer att påverka makrotillsynen beror givetvis på det specifika institutionella upplägget som väljs.

---

[14] Narayana Kocherlakota, chefen för det amerikanska centralbankssystemets regionala bank i Minneapolis, har uttryckt det som att penningpolitiken behöver förhålla sig till den "residualrisk" som kan finnas. Se Kocherlakota (2013, 2014).

[15] Kritiska diskussioner av effektiviteten i makrotillsynsverktygen och implikationerna för penningpolitiken finns exempelvis i White (2009, 2013), Mishkin (2011), Borio (2011a), Blanchard, Dell'Ariccia och Mauro (2013), IMF (2013) och Davies (2014).

[16] Goodhart (2013) menar att så kallade kontracykliska åtgärder kommer att behöva vidtas i lägen då de sannolikt kommer att bli kritiserade av många politiker, de flesta låntagare och långivare och många, antagligen de flesta, debattörer. Han tvivlar också på att åtgärderna kommer att vidtas tillräckligt energiskt och aggressivt för att ha någon dämpande effekt eftersom de kommer att agera mot den då rådande trenden på finansmarknaden.

Svårt mål att definiera och utvärdera

Den inneboende svårigheten att definiera konkreta mål för makrotillsynen kan påverka genomförbarheten hos olika åtgärder. En vanlig målformulering för makrotillsynen är "att motverka risker för det finansiella systemet som helhet", eller något liknande. Oavsett den exakta formuleringen är det svårt att precisera vad målet egentligen innebär i praktiken. När har det uppnåtts? Säg att makrotillsynen genomför åtgärder under ett par år och att det inte uppstår några problem i det finansiella systemet. Har åtgärderna då varit motiverade eller onödiga? Det enda allmänheten kan observera är en avsaknad av problem och det kan därför finnas en risk för att behovet av makrotillsynsåtgärder börjar ifrågasättas.[17]

Åtgärder kan komma att kringgås

Det kan också visa sig svårt att utforma ett system för makrotillsyn som fungerar tillräckligt effektivt och som uppfinningsrika marknadsaktörer inte kan kringgå. I det läget kan penningpolitiken behöva stödja makrotillsynen. Räntan är visserligen ett trubbigt instrument för att motverka finansiella obalanser eftersom den slår brett i ekonomin. Men det kan samtidigt vara en styrka jämfört med makrotillsynsverktygen just eftersom det är svårt att *inte* påverkas av en räntehöjning – penningpolitiken "kryper in i alla sprickor", för att använda ett uttryck myntat av Jeremy Stein, tidigare vid den amerikanska centralbankens Board of Governors.[18]

Låga räntor under en lång period kan bidra till obalanser

Makrotillsynen kan också behöva understöd om penningpolitiken i själva verket är en bidragande orsak till de obalanser som makrotillsynen försöker motverka. Det här är ett argument som har aktualiserats både med anledning av "the Great Moderation" och upprinnelsen till finanskrisen och av perioden efter krisen. Om penningpolitiken under en längre tid är mycket expansiv kan den, trots att den förefaller välmotiverad med hänsyn till det rådande ekonomiska läget, bidra till att det byggs upp obalanser på den finansiella sidan i ekonomin. Det kan till exempel bildas felaktiga förväntningar om hur höga räntorna kommer att vara i framtiden, om hur bostadsmarknaden kommer att utvecklas framöver och så vidare. I en sådan miljö kan penningpolitiken behöva stötta makrotillsynen, genom att i mindre utsträckning bidra till att sådana obalanser överhuvudtaget byggs upp.

Liten acceptans för detta synsätt i den svenska debatten

För att sammanfatta: makrotillsynen bör enligt min mening vara den första försvarslinjen mot finansiella obalanser.[19] Men det är möjligt, och till och med rätt sannolikt, att den i vissa situationer kan behöva stöd av penningpolitiken. Och det finns därför, i alla fall som jag uppfattar det, goda skäl att utvidga ramarna för penningpolitiken och tillåta en större hänsyn till finansiella obalanser än vad som var fallet före den finansiella krisen.

[17] Den här invändningen gäller givetvis alla politikområden som försöker motverka finansiella risker, inklusive en penningpolitik som lutar sig mot vinden. Men medan denna invändning ofta anförts mot penningpolitiken har den hittills i liten utsträckning diskuterats i samband med makrotillsynen.
[18] Stein (2013).
[19] Det allra bästa är givetvis alltid att åtgärda de direkta orsakerna till att obalanser uppstår. I det specifika svenska fallet med kraftigt stigande bostadspriser och kredittillväxt handlar det om att åtgärda de grundläggande strukturella bristerna på efterfråge-, och kanske framförallt, utbudssidan av bostadsmarknaden. Detta är helt avgörande för att åstadkomma en varaktig lösning men ligger utanför temat för det här talet. Se vidare Jansson (2013).

Ett av huvudargumenten mot detta synsätt som hörts i den svenska debatten är att penningpolitiken i praktiken har små effekter på riskerna kopplade till finansiella obalanser. Så vinsten av att luta penningpolitiken mot vinden är liten jämfört med de relativt stora kostnaderna av en sådan penningpolitik i termer av en inflation under inflationsmålet och negativa effekter på realekonomin. Ytterst är storleken på vinsterna och kostnaderna en empirisk fråga, precis som frågan om hur effektiv makrotillsynen är. Men att döma av den svenska debatten verkar båda dessa frågor redan vara avgjorda och det låter ofta som om det enda korrekta synsättet är en modifierad Jackson Hole-konsensus, för att återknyta till Smets indelning.

Mitt intryck är att den svenska debatten i stor utsträckning färgats av de få beräkningar som finns av kostnaderna för att luta sig mot vinden och av penningpolitikens effekt på riskerna kopplade till hushållens skuldsättning. Detta trots att alla sådana beräkningar är väldigt osäkra. Den osäkerheten borde också genomsyra de policyslutsatser som dras av beräkningarna.

Ta exempelvis beräkningarna av penningpolitikens effekter på skuldsättningen. Ett argument i debatten har varit att sambandet mellan skulder och räntan egentligen är det motsatta mot vad Riksbanken tror – i själva verket skulle både reala skulder och skuldkvot *minska*, inte öka, om räntan sänktes.[20] Tidigare i år presenterade Riksbanken resultat från en empirisk undersökning där sambandet mellan ränta och skuldsättning under perioden 1995-2013 beräknas med en standardmässig statistisk metod.[21] De beräkningarna visar tvärtom att det finns ett tydligt stöd för att både skuldkvot och reala skulder *ökar* när räntan sänks, även om effekten inte är så stor.[22]

Men det är också viktigt att betona att sista ordet inte är sagt i och med dessa beräkningar och effekterna av penningpolitiken kan mycket väl vara större. Effekterna är till exempel beräknade för en tillfällig förändring av räntan. En varaktig förändring ger helt andra och betydligt större effekter.[23] En risk med att hålla en låg ränta under en lång tid är ju just att det kan snedvrida hushållens förväntningar om den framtida räntan, så att de mer beter sig som om ränteändringen var varaktig. Metoden som används vid beräkningarna fångar dessutom inte specifika omständigheter, som exempelvis att Riksbanken bedrivit en omfattande kommunikation för att uppmärksamma hushållen på att det finns risker med en hög och stigande skuldsättning. En sådan kommunikation kan i sig påverka hushållens beteende utöver effekterna av själva räntepolitiken.

Större öppenhet för en förändrad penningpolitisk strategi internationellt

Medan man i Sverige alltså verkar utgå från att svaren är givna är inställningen i den internationella debatten mindre tvärsäker, i alla fall är det min erfarenhet från möten och konferenser och från den diskussion som förs på

[20] Se exempelvis Svensson (2013).
[21] Sveriges riksbank (2014).
[22] I debatten har det påstått att den beräknade effekten inte är statistiskt signifikant utifrån ett klassiskt statistiskt perspektiv. Beräkningarna är dock gjorda med en så kallad Bayesiansk metod och det är därför missvisande att använda en klassisk ansats för att testa hypotesen att effekten är positiv. Dessutom är det viktigt att notera att vi här talar om ett *systematiskt* samband. Det kan förstås inte uteslutas att det under speciella omständigheter är så att skuldkvoten eller de reala skulderna minskar när räntan sänks. Men det förefaller mycket osannolikt att så är fallet i genomsnitt.
[23] Se exempelvis Sveriges riksbank (2014) och Alsterlind med flera (2013).

ekonomibloggar och i forskningslitteraturen. Även om det inte har utkristalliserats någon klar majoritet för något av Smets synsätt är mitt intryck ändå att många ekonomer som studerar penningpolitiska frågor allt mer har närmat sig synsättet att en penningpolitik som lutar sig mot vinden kan vara rättfärdigad. Smets landar exempelvis själv i den slutsatsen och ekonomer på policyinriktade institutioner som IMF, OECD och Bank for International Settlements (BIS) har också uttryckt stöd för det synsättet.[24]

Argumenten för att penningpolitiken kan behöva motverka finansiella obalanser har också satt avtryck hos andra centralbanker. Inte så förvånande finns de tydligaste exemplen på detta i länder som brottas med ungefär samma problem med skuldsättningen och på bostadsmarknaden som vi gör här hemma. De exakta formuleringarna skiljer sig givetvis något åt, men det finns tydliga likheter.

Norges Bank (2012) skriver exempelvis: "At the same time, interest rate setting should be robust and counter the buildup of financial imbalances in the economy." Reserve Bank of New Zealand (2012) har följande formulering: "In addition, the PTA's [Policy Targets Agreement] stronger focus on financial stability makes it clearer that it may be appropriate to use monetary policy to lean against the build-up of financial imbalances, if the Reserve Bank believes this could prevent a sharper economic cycle in the future." Bank of Canada (2012) är tydliga med att det handlar om överväganden som kan göra att det tar längre tid för inflationen att nå målet: "[A] tighter monetary policy that keeps inflation below target longer than usual could help to prevent excessive borrowing and a broader buildup of financial imbalances."[25]

I länder där bostadsmarknaden kollapsade i samband med krisen och bostadspriserna redan har fallit kraftigt har avvägningarna naturligtvis sett annorlunda ut. Där har den penningpolitiska diskussionen framförallt inriktats på sätt att stimulera ekonomin och komma ur den djupa lågkonjunkturen. Men att penningpolitiken kan behöva användas som stöd till makrotillsynen och bidra till att motverka uppkomsten av nya obalanser på finansmarknaderna är ändå en fråga som kommer allt högre upp på agendan även i dessa länder i takt med att ekonomin och bostadsmarknaden återhämtar sig.[26] Ett tydligt exempel är Storbritannien där det i det senaste förtydligandet av penningpolitiken står att det kan uppkomma situationer där den kommitté i Bank of England som ansvarar för penningpolitiken kan välja att tillfälligt avvika från inflationsmålet för att stödja målet för den kommitté i banken som ansvarar för makrotillsynen.[27]

---

[24] Ett färskt exempel är Lagarde (2014): "But where macroprudential policies fall short, monetary policy will have a larger role than in the past to maintain financial stability." Andra exempel är White (2009), OECD (2010), Caruana (2010), Borio (2011b), IMF (2013), BIS (2013), Bayoumi och Habermeier (2014). Se också Mishkin (2011) och Committee on International Economic Policy Reform (2011).

[25] Man bör notera att centralbankerna i dessa länder inte nödvändigtvis gjort bedömningen att det varit motiverat att luta penningpolitiken mot vinden *i praktiken*. Poängen är att man betraktar sådana överväganden som viktiga att inkludera i penningpolitiken rent principiellt.

[26] Exempel inom den amerikanska centralbanken Federal Reserve är Hoenig (2010), Bernanke (2011), Kocherlakota (2013) och Stein (2014). Inom ECB har man noterat att strategin med en så kallad "andra pelare" som fokuserar på utvecklingen av monetära aggregat implicit innehåller ett element av att luta sig mot vinden. Se ECB (2010) och Stark (2010).

[27] HM Treasury (2014): "Circumstances may also arise in which attempts to keep inflation at the inflation target could exacerbate the development of imbalances that the Financial Policy Committee may judge to represent a potential risk to financial stability. The Financial Policy Committee's macroprudential tools are the first line of defence against such risks, but in these circumstances the [Monetary Policy] Committee may wish to allow inflation to deviate from the target temporarily, consistent with its need to have regard to the policy actions of the Financial Policy Committee."

Riksbankens strategi väl i linje med den internationella debatten

Låt mig avslutningsvis komma tillbaka till frågan i titeln på mitt anförande idag. Går Riksbankens penningpolitiska strategi i takt eller otakt med omvärlden? Just nu pågår det en internationell debatt om eventuella förändringar av den strategi för penningpolitiken som var vanlig före krisen. En av de mest centrala frågorna är om penningpolitiken bör ta större hänsyn till finansiella obalanser. De flesta är överens om att makrotillsynen ska vara den första försvarslinjen. Men allt fler har också närmat sig synsättet att penningpolitiken kan behöva ge stöd genom att luta sig mot vinden.

I ljuset av detta är det svårt att förstå kritiken som försöker göra gällande att den penningpolitik Riksbanken bedrivit de senaste åren skulle vara udda och hemsnickrad. Jag skulle tvärtom säga att Riksbankens penningpolitiska strategi har varit väl i linje med den internationella debatten. Det påståendet kan förvisso verka märkligt för någon som bara följt vår svenska inhemska debatt om penningpolitiken. Och det gör mig lite oroad. Det är inte bra om vår debatt här hemma inte är lika öppen och sökande som debatten i vår omvärld.

För mig handlar det helt enkelt om vilken strategi som ger de bästa förutsättningarna för svensk ekonomi att utvecklas så bra som möjligt. En politik som lutar sig mot vinden handlar i grunden om att undvika att obalanser leder till stora negativa effekter på BNP, arbetslösheten och inflationen. Det innebär inte att inflationsmålet överges – det är fortfarande grundläggande för penningpolitiken. Men resultatet av en sådan politik kan bli att det tar längre tid för inflationen att nå målet än det annars skulle ha gjort. Det finns därmed både intäkter och kostnader med en sådan politik, som måste vägas mot varandra.

Mina egna ställningstaganden har hela tiden vägletts av en sådan avvägning. De låga inflationsutfallen den senaste tiden har till exempel gjort att jag lagt allt större vikt vid inflationens utveckling mer kortsiktigt. Vid det senaste mötet uttryckte jag det som att min tolerans för ytterligare nedrevideringar av inflationsutsikterna i närtid nu har nått sin undre gräns och att jag inte kommer att rösta för någon räntehöjning så länge KPIF-inflationen inte tar fart och överstiger 1,5 procent.

Innebär inte det att jag i praktiken säger emot mig själv? Inte alls. Det jag har pratat om idag har handlat om *principer* för penningpolitiken – argument för att strategin behöver vara flexibel och tillåta att finansiella risker inkluderas i de penningpolitiska avvägningarna. Men det betyder inte att de penningpolitiska besluten blir självklara. Det finns alltid ett flertal aspekter att ta hänsyn till och vilken vågskål som väger tyngst kommer att bero på den specifika situationen vid varje räntebeslut. Och ju längre inflationen är från målet, och ju längre tid den varit det, desto större tyngd kommer den vågskålen att få, trots kvarstående risker med hushållens skuldsättning och på bostadsmarknaden.

Referenser

Alsterlind, Jan, Holmberg, Ulf, Jönsson, Kristian, Lagerwall, Björn och Winstrand, Jacob (2013), Risker för makroekonomin och den finansiella stabiliteten av utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna. Samverkansrådets analysgrupp underlagspromemoria PM 6. Sveriges riksbank.

Bank of Canada (2012), Backgrounders – Monetary Policy.

Bayoumi, Tamim, Dell'Ariccia, Giovanni, Habermeier, Karl, Mancini-Griffoli, Tommaso, Valencia, Fabián och IMF Staff Team (2014), Monetary Policy in the New Normal. IMF Staff Discussion Note 14/3, IMF.

Bayoumi, Tamim och Habermeier, Karl (2014), The Evolution of Monetary Policy: More Art and Less Science. Inlägg på IMF:s blogg iMFdirect, tillgänglig via blog-imfdirect.imf.org.

Bernanke, Ben S. (2011), The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice. Anförande vid 56th Economic Conference, Federal Reserve Bank of Boston 18 oktober 2011. Board of Governors of the Federal Reserve System.

Bernanke, Ben S. och Gertler, Mark (1999), Monetary Policy and Asset Volatility. I *Economic Symposium Conference Proceedings: New Challenges for Monetary Policy*. Kansas City Federal Reserve Bank.

Bernanke, Ben S. och Gertler, Mark (2001), Should Central Banks Respond To Movements in Asset Prices? *American Economic Review Papers and Proceedings* 91, s 253-257.

BIS (2013), VI. Monetary policy at the crossroads, 83rd Annual Report, 1 April 2012-31 March 2013. Bank for International Settlements.

Blanchard, Olivier (2000), Bubbles, Liquidity Traps, and Monetary Policy. I Mikitani och Posen (red) *Japan's Financial Crisis and its Parallels to the US Experience*, Special Report 13. Institute for International Economics.

Blanchard, Olivier, Dell'Ariccia, Giovanni och Maruo, Paulo (2013), Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. IMF Staff Discussion Note 13/03. IMF.

Borio, Claudio (2011a), Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism. *Capitalism and Society* 6 (1).

Borio, Claudio (2011b), Central-banking post-crisis: What compass for uncharted waters? BIS Working Papers No 353. Bank for International Settlements.

Borio, Claudio och White, William (2003), Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes. I *Economic Symposium Conference Proceedings. Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*. Kansas City Federal Reserve Bank.

Brunnermeier, Markus och Sannikov, Yuli (2013), Reviving 'money and banking'. I Reichlin och Baldwin (red) *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*. Vox eBook. Centre for Economic Policy Research.

Caruana, Jaime (2010), Macroprudential policy: what have we learned and where are we going? Keynote speech at the Second Financial Stability

Conference of the International Journal of Central Banking, Bank of Spain, 17 June 2010. Bank for International Settlements.

Committee on International Economic Policy and Reform (2011), *Rethinking Central Banking*. Brookings.

Cúrdia, Vasco och Woodford, Michael (2009), Credit Frictions and Optimal Monetary Policy. Working paper. Department of Economics, Columbia University.

Davies, Gavyn (2014), Macro pru is no panacea. Inlägg på Financial Times blogg den 11 maj. Tillgänglig via www.ft.com.

ECB (2010), Asset price bubbles and monetary policy revisited. Artikel i *ECB Monthly Bulletin* November 2010.

Goodhart, Charles (2013), Lessons for Monetary Policy from the Euro-Area Crisis. *Journal of Macroeconomics* 39, s 378-382.

Greenspan, Alan (2002), Opening Remarks. I *Economic Symposium Conference Proceedings: Rethinking Stabilization Policy*. Kansas City Federal Reserve Bank.

HM Treasury (2014), Monetary policy remit: 2014. Letter from the Chancellor of the Exchequer to the Governor of the Bank of England.

Hoenig, Thomas M. (2010), What About Zero? Anförande Santa Fe, New Mexico April 7. Federal Reserve Bank of Kansas City.

IMF (2013), The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies. IMF Policy Paper.

Issing, Otmar (2009), Asset Prices and Monetary Policy. *Cato Journal* 29 (1), s 45-51.

Jansson, Per (2013), Hur stoppar vi trenden i hushållens skulder? Ett arbete på flera fronter. Anförande på SvD Bank Summit, Stockholm, 2013-12-03, Sveriges riksbank.

King, Mervyn (2012), Twenty years of inflation targeting. The Stamp Memorial Lecture, London School of Economics 9 October 2012, Bank of England.

Kocherlakota, Narayana (2013), Low Real Interest Rates. Anförande vid 22nd Annual Hyman P. Minsky Conference April 18 2013, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Kocherlakota, Narayana (2014), Monetary Policy and Financial Stability. Presentation vid 2014 International Research Forum on Monetary Policy March 21 2014. Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Lagarde, Christine (2014), Navigating Monetary Policy in the New Normal. Anförande vid ECB Forum on Central Banking 25 maj 2014. IMF.

Mishkin, Frederic S. (2011), Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. I Jarocinski, Smets och Thimann (red) *Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons from the Crisis*. Sixth ECB Central Banking Conference 18-19 November 2010. ECB.

Norges Bank (2012), Monetary Policy Report 2012/1.

OECD (2010), Counter-cyclical economic policy. OECD Economics Department Policy Notes, No. 1, May 2010. OECD.

Reichlin, Lucrezia och Baldwin, Richard (red) (2013), *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*. Vox eBook, Centre for Economic Policy Research.

Reserve Bank of New Zealand (2012), News release announcing 2012 Policy Targets Agreement, 20 September.

Smets, Frank (2013), Financial Stability and Monetary Policy: How Closely interlinked? *Penning- och valutapolitik* 2013:3. Jubileumsnummer. Sveriges riksbank.

Stark, Jürgen (2010), In search of a robust monetary policy framework. Keynote speech at the 6th ECB Central Banking Conference 'Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis', 19 november 2010. ECB.

Stein, Jeremy C. (2013), Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement and Policy Responses. Anförande vid forskningssymposiet Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter. Federal Reserve Bank of St. Louis.

Stein, Jeremy C. (2014), Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework. Anförande vid International Research Forum on Monetary Policy 21 mars 2014. Board of Governors of the Federal Reserve System.

Svensson, Lars E.O. (2012), Comment on Michael Woodford "Inflation Targeting and Financial Stability". *Penning- och valutapolitik* 2012:1, Sveriges riksbank.

Svensson, Lars E.O. (2013), Riksbanken har fel om skuldsättningen – högre ränta ökar skuldkvoten (inte minskar). Inlägg på bloggen Ekonomistas 2013-08-26. Tillgänglig via ekonomistas.se.

Sveriges riksbank (2013), Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen. Fördjupning i *Penningpolitisk rapport* juli 2013.

Sveriges riksbank (2014), Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning. Fördjupning i *Penningpolitisk rapport* februari 2014.

White, William (2009), Should Monetary Policy "Lean or Clean"? Working Paper No. 34, Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute.

White, William (2013), The prudential regulation of financial institutions: Why regulatory responses to the crisis might not prove sufficient. SPP Research Papers 6 (33).

Woodford, Michael (2012), Inflation Targeting and Financial Stability. *Penning- och valutapolitik* 2012:1, Sveriges riksbank.