



# ANFÖRANDE

DATUM: 2010-02-12  
TALARE: Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson  
PLATS: Mumbai, India

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

## ■ Inflationens målspolitiken efter finanskrisen\*

Samtidigt som världsekonomin nu börjar återhämta sig efter finanskrisen och den efterföljande djupa recessionen i den globala ekonomin pågår en livlig debatt om orsakerna till krisen och vad man kan göra för att minska riskerna för nya kriser i framtiden. Vissa hävdar att det var en alltför lätt penningpolitik som bäddade för krisen och det förs intensiva diskussioner om penningpolitikens framtid och dess relation till den finansiella stabiliteten. Jag kommer här att diskutera vilka lärdomar för inflationsmålspolitiken som kan dras av krisen. Jag menar att det inte var penningpolitiken som orsakade krisen, utan att den i första hand berodde på brister i reglering och tillsyn i kombination med en del särskilda omständigheter. Min viktigaste slutsats av krisen för penningpolitikens vidkommande är hittills att en flexibel inflationsmålspolitik, som tillämpas på rätt sätt och drar nytta av all tillgänglig information om de finansiella förhållanden som är relevanta för prognosen över inflation och resursutnyttjande oavsett tidshorisont, till syvende och sist fortfarande är det bästa sättet att bedriva penningpolitiken före, under och efter finanskrisen. Det finns emellertid ett akut behov av bättre teoretiska, empiriska och praktiska kunskaper om finansiella förhållandens betydelse för transmissionsmekanismen. Detta förutsätter ett omfattande arbete med forskning och utveckling som redan har kommit igång på universitet och centralbanker.

Jag kommer att fokusera på två frågor: om det var penningpolitiken som orsakade krisen och vilka lärdomar som kan dras beträffande penningpolitiken i framtiden.<sup>1</sup>

### Bästa praxis före krisen: en flexibel inflationsmålspolitik

Det förvånar nog ingen när jag säger att jag anser att en flexibel inflationsmålspolitik är det bästa sättet att bedriva penningpolitik. Sveriges riksbank och alla andra centralbanker med ett inflationsmål bedriver en *flexibel* snarare än en *strikt* inflationsmålspolitik. Med en flexibel inflationsmålspolitik har

<sup>\*</sup> Detta tal skrevs inför Reserve Bank of Indias internationella forskningskonferens "Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis", Mumbai, 12–13 februari 2010. Jag vill tacka Charles Bean, Claes Berg, Alan Blinder, Stephen Cecchetti, Chuck Freedman, Charles Goodhart, Lars Nyberg, Irma Rosenberg, Hyun Shin, Frank Smets och Staffan Viotti för diskussioner om dessa frågor. De synpunkter som framförs är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare. Hanna Armelius och Hans Dellmo, som är anställda på Sveriges Riksbank, har bidragit till detta tal.

<sup>1</sup> Jag har tidigare diskuterat dessa frågor i Svensson (2009 b).

penningpolitiken som mål att *både* stabilisera inflationen kring inflationsmålet och realekonomin. En strikt inflationsmålspolitik är däremot *enbart* inriktad på att stabilisera inflationen och tar inte hänsyn till stabiliteten i realekonomin. Den sistnämnda bedrivs av de som Mervyn King (1997) har kallat *inflation nutters*, "inflationstokar". När jag talar om att stabilisera den realekonomiska utvecklingen menar jag att stabilisera resursutnyttjandet kring en normal nivå, samtidigt som man ska komma ihåg att penningpolitiken inte kan påverka den långsiktiga nivån för resursutnyttjandet.<sup>2</sup>

Eftersom det finns en viss tidsfördröjning mellan penningpolitiska åtgärder och deras inverkan på inflationen och den realekonomiska utvecklingen blir en flexibel inflationsmålspolitik mer effektiv om den utgår från prognoser över inflation och realekonomisk utveckling. Man kan därför säga att en flexibel inflationsmålspolitik innebär "prognosstyrning" (*forecast targeting*). Centralbanken väljer en styrräntebana så att prognoserna för inflationen och resursutnyttjandet "ser bra ut". Med en prognos som ser bra ut menar jag en prognos över inflation och resursutnyttjande som på ett effektivt sätt stabiliserar både inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Om det uppstår en målkonflikt ska den uppnå en rimlig kompromiss mellan en stabil inflation och ett stabilt resursutnyttjande. Olika centralbanker uttrycker detta på lite olika sätt. Riksbanken har ofta använt uttrycket "väl avvägd" penningpolitik.<sup>3</sup>

Prognoserna över inflation och realekonomisk utveckling är alltså betingade av centralbankens syn på transmissionsmekanismen, en bedömning av det rådande tillståndet i ekonomin och en prognos över viktiga exogena variabler. Centralbanken använder all information som kan vara av betydelse för prognosen över inflation och realekonomin. Man tar i detta sammanhang hänsyn till finansiella förhållanden som kredittillväxt, tillgångspriser, obalanser, potentiella tillgångsprisbubblor osv. bara i den utsträckning de påverkar prognosen över inflation och resursutnyttjande. Inflationen och resursutnyttjandet räknas här som målvariabler, det vill säga variabler som centralbanken försöker stabilisera. Finansiella förhållanden är inte målvariabler utan bara indikatorvariabler, eftersom de ger centralbanken information om tillståndet i ekonomin, transmissionsmekanismen och exogena chocker. Finansiella förhållanden påverkar alltså styrräntan bara i den mån de påverkar prognosen över inflation och resursutnyttjande.<sup>4</sup>

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

<sup>2</sup> Termen "inflation nutters" för en centralbank som endast satsar på att stabilisera inflationen myntades i ett föredrag av Mervyn King under en konferens i Gerzensee i Schweiz 1995, och publicerades senare som King (1997). Termerna "strikt" respektive "flexibel" inflationsmålspolitik introducerades såvitt jag känner till först av mig i ett föredrag som hölls under en konferens på Portugals centralbank 1996 och senare publicerades som Svensson (1999).

<sup>3</sup> Tanken att en inflationsmålspolitik innebär att inflationsprognosen kan ses som ett mellanliggande mål introducerades i King (1994). Termen "inflation-forecast targeting" (inflationsprognosstyrning) introducerades i Svensson (1997) och termen "forecast targeting" (prognosstyrning) i Svensson (2005). Se Woodford (2007a, b) för en mer uttömmande diskussion om och analys av prognosstyrning.

<sup>4</sup> Flera centralbanker som inte säger sig ha en inflationsmålsregim bedriver i praktiken en flexibel inflationsmålspolitik, även om de kanske inte är lika öppna med sina inflationsmål, den roll en stabil realekonomisk utveckling spelar etc.

## ■ Finanskrisen orsakades inte av penningpolitiken

Många har hävdad att den alltför lätta penningpolitik som Federal Reserve förde efter 2001 bidrog till att det uppstod en bostadsprisbubbla i USA och att det faktum att denna bubbla till sist oundvikligen sprack var en av huvudorsakerna till finanskrisen.<sup>5</sup> Jag menar dock att krisen främst berodde på förhållanden som hade mycket lite med penningpolitiken att göra och i stället var knutna till den makroekonomiska bakgrunden, snedvridna incitament på finansmarknaderna, brister i reglering och tillsyn (även i de fall där centralbanker varit ansvariga för reglering och tillsyn), informationsproblem och vissa särskilda omständigheter, som den amerikanska bostadspolitiken att uppmuntra bostadsägande bland hushåll med låg inkomst.<sup>6</sup>

De *makroekonomiska förhållanden* som rådde före krisen kännetecknades bland annat av låga internationella realräntor på grund av globala obalanser och en period av "Great Moderation", med en lång period med mycket stabil tillväxt och en stabil och låg inflation, vilket ledde till en systematisk undervärdering av risk och mycket låga riskpremier på finansmarknaderna. Brister i reglering och tillsyn samt avsaknaden av lämpliga processer för bankavveckling skapade *snedvridna incitament* för affärs- och investmentbanker att öka sin belåningsgrad. Samtidigt skapade värdepapperisering snedvridna incitament för banker att visa mindre *due diligence* i samband med långgivning och att ägna sig åt regelarbitrage genom att etablera bolag utanför balansräkningen som av olika skäl i slutändan ändå i praktiken låg kvar i balansräkningen. Kortsiktiga och asymmetriska ersättningsavtal skapade vidare snedvridna incitament för handlare och fondförvaltare att ta alltför stora risker. Så småningom uppstod enorma *informationsproblem* när man skulle bedöma riskerna i ytterst komplicerade tillgångssäkrade värdepapper och i samband med detta underskattades grogrunden för korrelerade systemriskerna kraftigt. Inget av detta har något att göra med penningpolitiken, förutom att penningpolitiken kan ha bidragit till perioden av "Great Moderation".

Det finns två relevanta frågor när det gäller vilken roll Federal Reserves penningpolitik hade för krisen. Den första är: Var den låga räntan rimlig mot bakgrund av den information som då fanns tillgänglig? Och den andra: Skulle en annan penningpolitik med högre räntor kunnat förhindra krisen? Den första frågan – om huruvida den låga räntan var rimlig mot bakgrund av tillgänglig information – är den som är relevant för att utvärdera penningpolitiken. Det är mer relevant att utvärdera politiken genom att beakta den information som var tillgänglig vid tiden för besluten (ex ante) än att titta på den information som finns tillgänglig efteråt (ex post) och som därför var okänd för beslutsfattarna (se Svensson 2009 om utvärdering av penningpolitiken ex ante och ex post).<sup>7</sup> Under den här perioden fanns det mot bakgrund av tillgänglig information en stark och mycket befogad rädsla för att USA skulle falla i samma deflationistiska

<sup>5</sup> Se t.ex. Taylor (2007).

<sup>6</sup> Se Bean (2009) för en uttömmande och utmärkt diskussion om krisen, inklusive kreditexpansionen och bostadsboomen, makroekonomiska antecedentia, snedvridna incitament, informationsproblem, krisens upptrappning och spridning till realekonomin, politiska motåtgärder och lärdomar för penningpolitiken och nationalekonomin i stort. Bank of International Settlements (2009) har en mer detaljerad beskrivning av de möjliga mikro- och makroekonomiska orsakerna till krisen.

<sup>7</sup> Jag har mycket starka minnen från denna period eftersom jag var så lyckligt lottad att jag hade möjlighet att diskutera frågor om den dåvarande penningpolitiken samt deflations- och likviditetsfallor i en grupp av framstående nationalekonomer vid Princeton University vars medlemmar inkluderade Ben Bernanke (innan han tillträdde som ledamot av Federal Reserve Board), Alan Blinder, Paul Krugman, Chris Sims och Michael Woodford.

likviditetsfälla som Japan och i ett sådant läge är en mycket expansiv penningpolitik det bästa alternativet.<sup>8</sup> Man kan i efterhand tycka att risken för deflation överdrevs, men det var omöjligt att veta detta ex ante. Jag anser därför att den expansiva politiken var mycket ändamålsenlig. Om man ska ägna sig åt lite ex post-utvärdering kan man dessutom konstatera att den inte senare resulterade i en hög inflation eller i en överhettad ekonomi.<sup>9</sup>

Den andra frågan – om huruvida en annan penningpolitik skulle ha kunnat förhindra krisen – är relevant när man bedömer i vilken utsträckning man kan lägga skulden för krisen på penningpolitiken, oavsett om den verkade rimlig i ett ex ante-perspektiv eller inte. Kreditutvecklingen och bostadsboomen i USA och på andra håll var mycket kraftig. Realräntorna var låga i stor utsträckning på grund av globala obalanser, med ett globalt sparandeöverskott och investeringsunderskott. Jag anser att något högre räntor hade haft liten eller ingen effekt på bostadsboomen. Empiriska resultat tyder på att bara en liten del av uppgången i bostadspriserna kan kopplas till penningpolitiken.<sup>10</sup> Bernanke (2010) visar att penningpolitikens inflytande på bostadspriserna förmodligen inte skulle ha ökat i någon betydande grad även om hänsyn tas till att andelen bostadskrediter med rörlig ränta ökade under perioden. De nya och mer exotiska typerna av bostadskrediter spelade mycket större roll för de första låneavbetalningarna än nivån på de korta räntorna. Jag menar att man för att bromsa kreditutvecklingen och bostadsboomen förmodligen skulle ha behövt höja räntorna till så höga nivåer att det hade fått betydande negativa effekter för realekonomin.<sup>11</sup> Detta hade kunnat kasta USA rakt in i samma deflationsutveckling och i slutändan likviditetsfälla som Japan. Helt säkert är att högre räntor inte skulle ha haft någon effekt på de redan nämnda regleringsproblemen, de snedvridna incitamenten och informationsproblemen (även om de kunde ha fått perioden av "Great Moderation" att övergå i en djup recession och deflation).<sup>12</sup>

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

Internationella valutafonden (IMF) (2009, kapitel 3) har undersökt vilken roll penningpolitiken spelar i uppkomsten av finanskriser. Studien omfattar ett stort antal länder och finanskriser. Slutsatsen är att "penningpolitikens inriktning har på det hela taget inte varit en bra ledande indikator på kommande prisras på bostäder [...] Det finns i några länder ett visst samband mellan en lätt

<sup>8</sup> Se Svensson (2003) för en diskussion om olika penningpolitiska alternativ före och under en likviditetsfälla.

<sup>9</sup> Bernanke (2010) visar att Federal Reservs styrräntor inte verkar ha varit överdrivet låga med tanke på FOMC:s realtidsprognoser.

<sup>10</sup> Se Del Negro och Otrok (2007), Jarocinski och Smets (2008), Edge, Kiley och Laforte (2008), samt Iacoviello och Neri (2008).

<sup>11</sup> Se Nyberg (2010) för liknande resonemang.

<sup>12</sup> Kohn (2008) drar efter en uttömmande diskussion slutsatsen att det inte finns tillräckliga bevis för att låga räntor skulle ha bidragit särskilt mycket till bostadsprisboomen eller att högre räntor skulle ha dämpat denna utveckling i någon större grad.

penningpolitik och stigande bostadspriser under åren omedelbart före den nuvarande krisen, men en expansiv penningpolitik var inte den viktigaste, systematiska orsaken till uppkomsten av den uppgång (*boom*) som sedermera följdes av en nedgång (*bust*).” Sambandet mellan penningpolitikens inriktning och bostadsprisernas uppgång i länderna under åren före den nuvarande krisen är dessutom såväl statistiskt insignifikant som ekonomiskt svagt, och bara omkring 5 procent av skillnaden i bostadsprisuppgången mellan olika länder kan kopplas till skillnader i dessa länders penningpolitik.<sup>13</sup>

## Lärdomar för den flexibla inflationsmålspolitiken

Vilka slutsatser kan vi dra så här långt av finanskrisen när det gäller penningpolitiken och eventuella behov av att ändra ramen för flexibel inflationsmålspolitik? En självklar slutsats är att prisstabilitet inte räcker för att skapa finansiell stabilitet (Carney 2009, White 2006). En bra flexibel inflationsmålspolitik räcker inte för att uppnå finansiell stabilitet, om nu någon trodde det. För att säkra finansiell stabilitet krävs specifika åtgärder och instrument.

En annan slutsats är att styrräntepolitik inte ensam kan uppnå finansiell stabilitet. Andra instrument som tillsyn och reglering, däribland lämpliga processer för bankavveckling, bör vara förstahandsvalet för att upprätthålla finansiell stabilitet. I många länder vilar ansvaret för dessa instrument på andra myndigheter än centralbanken. I den mån finansiell instabilitet beror på specifika snedvridningar bör man genom bra reglering försöka angripa dessa snedvridningar så nära källan som möjligt. För att motverka den procykliska effekt av nuvarande regleringar som har kunnat observeras kan det bli nödvändigt att införa en systemriskbegränsande (*macroprudential*) reglering som anpassas till konjunkturcykeln och finansiella indikatorer. En sådan systemriskbegränsande tillsyn skulle kunna omfatta regler om konjunkturvarierande kapital, marginaler och krav på fördelningen mellan eget kapital och lån. Som Bean (2009) uttrycker det: ”den bästa strategin är förmodligen en uppsättning olika instrument”.<sup>14</sup>

Vilket samband finns det mer generellt mellan den finansiella stabiliteten och penningpolitiken? Finansiell stabilitet är ett viktigt mål för den ekonomiska politiken och kan kanske definieras som en situation där det finansiella systemet kan fullgöra sina viktigaste funktioner (att förmedla betalningar, kanalisera sparande till investeringar och erbjuda riskdelning) utan störningar som leder till stora kostnader för samhället. Jag tycker att det kan vara till hjälp att rent begreppsmässigt göra åtskillnad mellan politik för finansiell stabilitet och penningpolitik. Man kan skilja mellan olika ekonomiska politikområden – finanspolitik, arbetsmarknadspolitik, konkurrensfrämjande strukturpolitik osv. – med utgångspunkt i deras mål, vilka styrmedel som är lämpliga för att uppnå dessa mål och vilken eller vilka myndigheter som kontrollerar styrmedlen och har ansvar för att målen uppnås. För en penningpolitik som förs i form av en flexibel inflationsmålspolitik är målet att stabilisera både inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Lämpliga styrmedel för att uppnå detta mål är under normala förhållanden styrräntan och kommunikation, kanske genom att man offentliggör en styrräntebana och en prognos över inflationen

<sup>13</sup> För euroländerna är sambandet inte lika svagt, men sambandet kan vara överskattat av skäl som anförs av Bernanke (2010).

<sup>14</sup> Nyberg (2010) har en mer utförlig diskussion om systemriskbegränsande reglering och regleringsreformer.

och den realekonomiska utvecklingen. I kristider kan, som vi har sett under den nuvarande krisen, även andra mer okonventionella styrmedel användas, såsom utlåning till fast ränta på längre löptider, förvärv av tillgångar och valutainterventioner för att förhindra en växelkursappreciering. Det är normalt centralbanken som har ansvar för penningpolitiken.

Målet med politiken för finansiell stabilitet är att upprätthålla eller främja finansiell stabilitet. Möjliga styrmedel är under normala omständigheter tillsyn, reglering och stabilitetsrapporter med analyser och ledande indikatorer som i ett tidigt skede kan varna för hot mot stabiliteten. Möjliga styrmedel i kristider är till exempel att centralbanken går in som "långgivare i sista hand" och erbjuder utlåning till rörlig ränta på kortare eller längre löptider, att man fastställer särskilda processer för avveckling av finansiella företag som befinner sig i trångmål, att staten skjuter till kapital osv. Vilken eller vilka myndigheter som har hand om detta varierar mellan olika länder. I vissa länder är det centralbanken, i andra en fristående finansinspektion och ibland delas ansvaret av flera institutioner. I Sverige är det Finansinspektionen som har ansvar för tillsyn och reglering, Riksbanken är "långgivare i sista hand" till solventa banker och ska verka för ett säkert och effektivt betalningssystem och Riksgälden har slutligen hand om avvecklingen av fallerade banker. Under kriser har dessa myndigheter ett nära samarbete med Finansdepartementet.

Det jag vill peka på är att det finns en betydande skillnad mellan politiken för finansiell stabilitet och penningpolitiken, att de har olika mål och förs med olika styrmedel och av olika myndigheter, och att det finns stora skillnader mellan länderna när det gäller vilken myndighet som har ansvaret för dem. Därmed inte sagt att de inte växelverkar med varandra. Finansiell stabilitet har ett direkt inflytande på finansmarknaderna och finansiella förhållanden påverkar penningpolitikens transmissionsmekanism. Problem på finansmarknaderna kan få drastiska effekter för realekonomin, vilket den nuvarande finanskrisen har visat. Penningpolitiken påverkar tillgångspriser och balansräkningar och kan på den vägen påverka den finansiella stabiliteten. Men när man funderar över vilka lärdomar som kan dras av finanskrisen för penningpolitikens vidkommande är det viktigt att komma ihåg att det finns en begreppsmässig skillnad mellan politiken för finansiell stabilitet och penningpolitiken, att de har olika mål och lämpliga styrmedel. Det är därför inte önskvärt att utvidga penningpolitikens mandat till att även inkludera finansiell stabilitet.<sup>15</sup>

Vilka konkreta slutsatser kan dras beträffande flexibel inflationsmålspolitik? En viktig lärdom av finanskrisen är att finansiella förhållanden kan ha en mycket stark och negativ inverkan på transmissionsmekanismen så att den normala räntepolitiken blir mycket mindre effektiv. Det finns därför anledning att bedriva mer forskning om hur finansiella förhållanden kan införlivas i de standardmodeller för transmissionsmekanismen som centralbankerna använder. En snabbt växande mängd av sådan forskning produceras just nu av forskare på universitet och centralbanker och presenteras vid allt fler konferenser om finansiella förhållanden och penningpolitik. Bland viktiga och svåra frågor hör hur den potentiella produktionen och neutrala realräntan påverkas av finansiella förhållanden och finansiella snedvridningar (Curdia och Woodford, 2009, Walsh, 2009), och vilken

<sup>15</sup> Att man begreppsmässigt gör åtskillnad mellan de två politikområdena betyder emellertid inte att det inte kan finnas fördelar med att låta centralbanken behålla en stor del av ansvaret för stabilitetspolitiken, vilket bland annat hävdas av Blinder (2010) och Nyberg (2010).

inverkan finansiella faktorer har på de allmänna jämviktseffekterna av olika styrräntebanor på prognoser över inflation och resursutnyttjande.<sup>16</sup>

Även med ett mycket bättre analysunderlag om finansiella faktorerers inverkan på transmissionsmekanismen kommer goda bedömningar av förhållanden som inte omfattas av modellerna (*judgment*) naturligtvis, som alltid, att spela en betydande roll i penningpolitiken.

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

Hur är det då med tanken att man ska "luta sig mot vinden" (som till exempel förespråkas av Borio och White, 2003, och Cecchetti, Genberg och Wadhvani, 2002) – dvs. tanken att centralbankerna ska höja räntan mer än vad som kan tyckas motiverat av inflationen och resursutnyttjandet för att motverka en snabb kreditutveckling och stigande tillgångspriser? Det har ibland varit oklart om förespråkarna av tanken att luta sig mot vinden anser att kreditutvecklingen och tillgångspriserna ska betraktas som målvariabler och ingå i explicita eller implicita förlustfunktioner tillsammans med inflation och resursutnyttjande, eller om de anser att kreditutvecklingen och tillgångspriserna fortfarande bara ska betraktas som indikatorer och enbart lyftas fram på grund av deras potentiellt negativa effekter på inflationen och resursutnyttjandet på längre sikt. I det sistnämnda fallet är tanken att luta sig mot vinden ett sätt att uppnå en stabilare inflation och ett stabilare resursutnyttjande på längre sikt. Då är den också helt förenlig med en flexibel inflationsmålspolitik.<sup>17</sup>

I enlighet med min tidigare diskussion finns det emellertid andra instrument än räntorna som förmodligen är betydligt mer effektiva för att förebygga en alltför snabb kreditutveckling och boom i tillgångspriser och som därför bör användas i första hand. Räntor som är tillräckligt höga för att ha en påtaglig inverkan på kredittillväxten och tillgångspriserna kan nämligen få betydande negativa effekter på inflationen och resursutnyttjandet, och en centralbank lär sällan förfoga över tillräcklig information om de sannolika gynnsamma effekterna på inflationen och

<sup>16</sup> Walsh (2009) påpekar att när finansiella förhållanden orsakar snedvridningar kommer dessa snedvridningar i regel introducera motsvarande termer i den förlustfunktion för penningpolitiken som är en andra ordningens approximation av hushållens välfärd. Curdia och Woodford (2009) presenterar en modell där andra ordningens approximation av välfärden är en vanlig kvadratisk förlustfunktion av inflationen och produktionsgapet mellan produktion och potentiell produktion, men där den potentiella produktionen påverkas av finansiella förhållanden. Då är inflationen och produktionsgapet fortfarande målvariabler, med och utan finansiella förhållanden. Den neutrala räntan i modellen, dvs. en realränta som ger upphov till en produktion som är lika med den potentiella produktionen, påverkas då också av finansiella förhållanden.

<sup>17</sup> Adrian and Shin (2007, 2009) hävdar i en modell med en s.k. risktagandekanal som i Borio och Zhu (2008) att rörelser i de korta räntorna kan ha stor inverkan på värdepappermäklares belåningsgrad i den marknadsbaserade finanssektorn utanför affärsbankssektorn. Nya regleringar kan emellertid påverka hur stor denna inverkan blir och den marknadsbaserade finanssektorn kan efter krisen ha minskat i storlek. I Europa domineras finanssektorn av affärsbanker.

■ resursutnyttjandet på längre sikt för att denna typ av avvägning ska vara meningsfull och motiverad.<sup>18</sup>

Det finns inte minst betydligt effektivare styrmedel än styrräntorna om det finns tecken på att bostadspriser och bostadskrediter ökar snabbt och denna utveckling bedöms vara ohållbar och kunna skapa en prisbubbla. Restriktioner när det gäller belåningsgrad och minimikrav på amorteringar och realistiska boendekostnadsberäkningar för bostadsköpare är mycket effektivare för att bromsa en eventuellt ohållbar utveckling än styrräntehöjningar. I synnerhet kan större öppenhet om de framtida styrräntorna genom att centralbanken publicerar en styrräntebana bidra till att ge realistisk information om de framtida räntorna.

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

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

---

<sup>18</sup> Kohn (2006, 2008) anger tre villkor som bör uppfyllas innan centralbanker vidtar "extra åtgärder" för att hantera eventuella tillgångsprisbubblor: "För det första måste politiska beslutsfattare kunna upptäcka bubblor i rätt tid och med rimlig säkerhet. För det andra måste det finnas en hög sannolikhet för att en något stramare penningpolitik skulle bidra till att bromsa åtminstone en del av spekulationsaktiviteten. Och för det tredje måste den förväntade förbättringen av den ekonomiska utvecklingen som skulle bli följden av att bubblan förhindras vara tillräckligt stor." Den slutsats som han efter noggrant övervägande kom fram till 2008 var att dessa villkor sällan skulle uppfyllas. Se även Kohn (2009).



## Referenser

- Adrian, Tobias och Hyun Song Shin (2007) "Liquidity and Leverage", *Journal of Financial Intermediation*, kommande. Tillgänglig som Federal Reserve Bank of New York Staff Report nr 328.
- Adrian, Tobias och Hyun Song Shin (2009), "Financial Intermediaries and Monetary Economics", i Friedman, Benjamin M. och Michael Woodford, red., *Handbook of Monetary Economics, Volume 3a and 3b*, under publicering.
- Bank for International Settlements (2009), *79<sup>th</sup> Annual Report*, [www.bis.org](http://www.bis.org).
- Bean, Charles R. (2009), "The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction", Schumpeter Lecture, Annual Congress of the European Economic Association, [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).
- Bernanke, Ben S. (2010), "Monetary Policy and the Housing Bubble", tal den 3 januari 2010, [www.federal.reserve](http://www.federal.reserve).
- Blinder, Alan S. (2010), "How Central Should the Central Bank Be?" CEPS Working Paper nr 198.
- Borio, Claudio och Haibin Zhu (2008), "Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?" Bank for International Settlements Working Paper 268.
- Borio, Claudio och White, William R. (2003), "Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes", i *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, s. 131–212.
- Carney, Mark (2009), "Some Considerations on Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity", i *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium.
- Cecchetti, Stephen, Hans Genberg och Sushil Wadhvani (2002), "Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework", i Hunter, W., G. Kaufman och M. Pomerleano, red., *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies*, Cambridge, s. 427–444.
- Curdia, Vasco och Michael Woodford (2009), "Credit Frictions and Optimal Monetary Policy", Working Paper.
- Del Negro, Marco och Christopher Otrok (2007), "99 Luftballons: Monetary Policy and the House Price Boom across U.S. States", *Journal of Monetary Economics* 54, s. 1962–1985.
- Edge, Rochelle M., Michael T. Kiley och Jean-Philippe Laforte (2008), "The Sources of Fluctuations in Residential Investment: A View from a Policy-Oriented DSGE Model of the U.S. Economy", rapport presenterad vid American Economic Associations årsmöte, 3–5 januari 2009.
- Greenspan, Alan (2002) "Opening Remarks", i *Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, s. 1–10.
- Iacoviello, Matteo och Stefano Neri (2008) "Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model", Working Paper, Boston College.
- International Monetary Fund (2009), *World Economic Outlook*, oktober 2009.
- Jarocinski, Marek och Frank R. Smets (2008), "House Prices and the Stance of Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 90, s. 339–365.

- King, Mervyn (1994), "Monetary Policy in the UK", *Fiscal Studies* 15(3), s. 109–128.
- King, Mervyn (1997), "Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice", *Journal of Monetary Economics* 39, s. 81–97.
- Kohn, Donald L. (2006), "Monetary Policy and Asset Prices", tal den 16 mars 2006, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
- Kohn, Donald L. (2008), "Monetary Policy and Asset Prices Revisited", tal den 19 november 2008, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
- Kohn, Donald L. (2009), "Policy Challenges for the Federal Reserve", tal den 16 november 2009, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
- Miller, Marcus H., Paul A. Weller och Lei Zhang (2002), "Moral Hazard and the U.S. Stock Market: Analysing the Greenspan Put", *Economic Journal*. 112, C171–C186.
- Nyberg, Lars (2010), "After the Crisis", tal den 5 Februari 2010, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).
- Svensson, Lars E.O. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review* 41, s. 1111–1146.
- Svensson, Lars E.O. (1999), "Inflation Targeting: Some Extensions", *Scandinavian Journal of Economics* 101, s. 337–361.
- Svensson, Lars E.O. (2003), "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others", *Journal of Economic Perspectives* 17(4), s.145–166.
- Svensson, Lars E.O. (2005), "Monetary Policy with Judgment: Forecast Targeting", *International Journal of Central Banking* 1(1), s. 1–54.
- Svensson, Lars E.O. (2009a), "Evaluating Monetary Policy", i Koenig, Evan och Robert Leeson, red., *From the Great Moderation to the Great Deviation: A Round-Trip Journey Based on the Work of John B. Taylor*, under publicering, [www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net).
- Svensson, Lars E.O. (2009b), "Flexibel inflationsmålspolitik: vilka lärdomar kan dras av finanskrisen?", tal den 21 september 2009, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).
- Taylor, John B. (2007), "Housing and Monetary Policy", i *Housing, Housing Finance, and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, s. 463–476.
- Walsh, Carl E. (2009), "Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity", i *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium.
- White, William R. (2006), "Is Price Stability Enough?", BIS Working Paper nr 205, [www.bis.org](http://www.bis.org).
- Woodford, Michael (2007a), "The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy", *Journal of Economic Perspectives*, hösten 2007.
- Woodford, Michael (2007a), "The Case for Forecast Targeting as a monetary Policy Strategy", *Journal of Economic Perspectives*, hösten 2007.
- Woodford, Michael (2007b), "Forecast Targeting as a monetary Policy Strategy: Policy Rules in Practice", i Koenig, Evan och Robert Leeson, red., *From the Great Moderation to the Great Deviation: A Round-Trip Journey Based on the Work of John B. Taylor*, kommande.