



ANFÖRANDE

DATUM: 2010-02-24
TALARE: Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson
PLATS: Umeå universitet

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

■ Varför lägre reporäntebana?*

I detta tal vill jag förklara varför jag reserverade mig i samband med det senaste penningpolitiska mötet och motivera varför en lägre reporänta är att föredra. Jag kommer också att redogöra för varför jag anser att man i större utsträckning borde använda så kallade medelkvadratgap som ett mått på i vilken utsträckning penningpolitiken lyckas stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå. Sådana mått innebär ett nytt steg mot ökad transparens och systematik i penningpolitiken.

Riksbankslagen och dess förarbeten innebär att penningpolitiken bör inriktas på att stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet som resursutnyttjandet runt en normal nivå. Den lägre reporäntebana jag förespråkade vid det senaste penningpolitiska mötet ger ett bättre utfall för både inflationen och resursutnyttjandet, med både ett högre resursutnyttjande och en KPIF-inflation närmare målet. En sådan räntebana medför inte några problem för den finansiella stabiliteten eller de finansiella marknadernas funktionssätt. Bostadspriser och bolån utgör inget stabilitetsproblem och bör inte påverka penningpolitiken. Eventuella framtida problem på bostadsmarknaderna, liksom överhuvudtaget eventuella framtida problem med den finansiella stabiliteten, hanteras bäst med reglering och tillsyn. Reporäntan är ett alltför trubbigt och olämpligt instrument att hantera för annat än att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå.

Penningpolitiken ska inriktas på att stabilisera såväl inflationen som resursutnyttjandet

Enligt Riksbankslagen gäller att "Målet för penningpolitiken skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde." Målet är alltså prisstabilitet. Riksbanken har preciserat detta till ett inflationsmål på 2 procent. Det innebär att penningpolitiken ska stabilisera inflationen runt inflationsmålet.

I förarbetena till Riksbankslagen (Prop. 1997/98:40) sägs det dessutom att "Såsom myndighet under riksdagen bör Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta prisstabi-

* De synpunkter som framförs är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare. Jag vill tacka Hans Dillén, Karolina Ekholm, Per Jansson, Pernilla Meyersson, Staffan Viotti och Svante Öberg för synpunkter. Hanna Armelius har bidragit till detta tal.

tetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning." Hur skall detta tolkas? Vad är det bästa penningpolitiken kan bidra med när det gäller att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning? Jo, det är att stabilisera resursutnyttjandet runt en normal nivå.

Med hänsyn till prisstabilitetsmålet i Riksbankslagen och ställningstagandena i förarbetena kan man då sluta sig till att penningpolitiken bör inriktas på att stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet som resursutnyttjandet runt en normal nivå. Det är det som kallas flexibel inflationsmålspolitik i den terminologi som jag föreslog i några uppsatser på 1990-talet (Svensson 1999). Detta är för övrigt helt i linje med Finansutskottets ställningstagande i sitt betänkande 2007 om den utvärderingen som Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin gjorde av penningpolitiken 1995-2005 (2006/07:FiU27): "Utskottet anser att den svenska penningpolitiken bör bedrivas på ett flexibelt sätt och att politiken bör inriktas på att stabilisera såväl inflations- som sysselsättnings- och produktionsutvecklingen."

Men då kanske någon undrar: Är det inte bättre med ett resursutnyttjande som är högre än den normala nivån? Borde inte penningpolitiken syfta till att åstadkomma ett högre resursutnyttjande än normalt? Ja, det kan man tycka, men 40 års praktiska erfarenheter och 30 års teoretisk och empirisk forskning har funnit överväldigande bevis för att penningpolitiken inte ensam kan åstadkomma ett högre resursutnyttjande än normalt. Om man försöker med en mer expansiv penningpolitik så lyckas man inte på sikt höja resursutnyttjandet och sysselsättningen. Det enda man då lyckas med är att åstadkomma en högre inflation än man vill ha, det vill säga man kommer att i genomsnitt skjuta över sitt inflationsmål. Därför är för penningpolitiken den högsta nivån på resursutnyttjande som är hållbar på längre sikt den normala nivån. Annan ekonomisk politik än penningpolitiken, som arbetsmarknadspolitik och strukturell politik som förbättrar ekonomins funktionssätt och graden av konkurrens, får tillgripas för att höja produktion och sysselsättning utöver det som idag är dessa storheters normala nivåer.

Således, om man ger prioritet åt inflationsmålet kan man inte i penningpolitiken sträva efter en högre nivå på resursutnyttjandet än den normala. Somliga tror att prioritet åt inflationsmålet innebär att man helt skall bortse från realekonomin och bara bry sig om att stabilisera inflationen. Det är en alltför snäv inställning och kännetecknar en så kallad "inflation nutter" (inflationstok) i Mervyn Kings slående uttryck. Det kan kallas strikt inflationsmålspolitik i den terminologi som jag föreslagit.¹ Prioritet åt inflationsmålet innebär alltså *inte* att penningpolitiken inte skall stabilisera resursutnyttjandet utan istället att den ska stabilisera resursutnyttjandet runt en *normal* i stället för en högre nivå.

Man kan uttrycka samma sak med andra ord. När det gäller den *genomsnittliga nivån* på inflationen och resursutnyttjandet finns det bara *ett* siffersatt mål, nämligen inflationsmålet. Det finns inget oberoende siffersatt mål för resursutnyttjandet. Den genomsnittliga nivån för produktion och sysselsättning bestäms av ekonomins funktionssätt, inte av penningpolitiken. När det gäller *stabiliteten* runt dessa nivåer finns det ett mål för båda, nämligen att stabilisera båda så mycket som möjligt, och att göra en rimlig avvägning mellan stabilitet i inflationen och resursutnyttjandet om det inte är möjligt att stabilisera båda fullständigt.

¹ Benämningen "inflation nutter" för en centralbank som endast satsar på att stabilisera inflationen myntades i ett föredrag som Mervyn King höll under en konferens i Gerzensee i Schweiz 1995, vilket senare publicerades som King (1997). Benämningen "strikt" respektive "flexibel" inflationsmålspolitik introducerades och definierades så vitt jag känner till första gången i ett föredrag som jag höll under en konferens på Portugals centralbank 1996 och senare publicerades som Svensson (1999).

■ Såvitt jag förstår är denna innebörd av Riksbankslagen och dess förarbeten numera allmänt accepterad.

En lägre reporäntebana ger ett bättre utfall för inflation och resursutnyttjande

Vid det senaste penningpolitiska mötet delade jag den syn på den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden som fördes fram i den penningpolitiska rapporten, men jag reserverade mig till förmån för en lägre reporäntebana än den i huvudscenariot. Jag hävdade att en lägre bana leder till ett klart bättre utfall för inflationen och resursutnyttjandet utan att medföra några problem för de finansiella marknadernas funktionssätt eller den finansiella stabiliteten. Hur kom jag fram till detta ställningstagande?

Om det uppstår en konflikt mellan att stabilisera inflationen och stabilisera resursutnyttjandet så menas med en väl avvägd penningpolitik en rimlig kompromiss mellan stabilitet i inflationen och i resursutnyttjandet. Om det inte finns någon sådan konflikt är det mycket enklare. Då gäller det bara att hitta en räntebana som bäst stabiliserar både inflationen och resursutnyttjandet. I nuvarande läge kan man faktiskt hävda att det inte finns någon konflikt.

För att veta vilken reporäntebana som är bäst i en viss situation måste man jämföra prognosen för inflationen och resursutnyttjandet för alternativa reporäntebanor. En sådan jämförelse finns i slutet av kapitel 2 i den penningpolitiska rapporten i diagram 2.13-2.15. I diagram 1 visar jag motsvarande jämförelse.

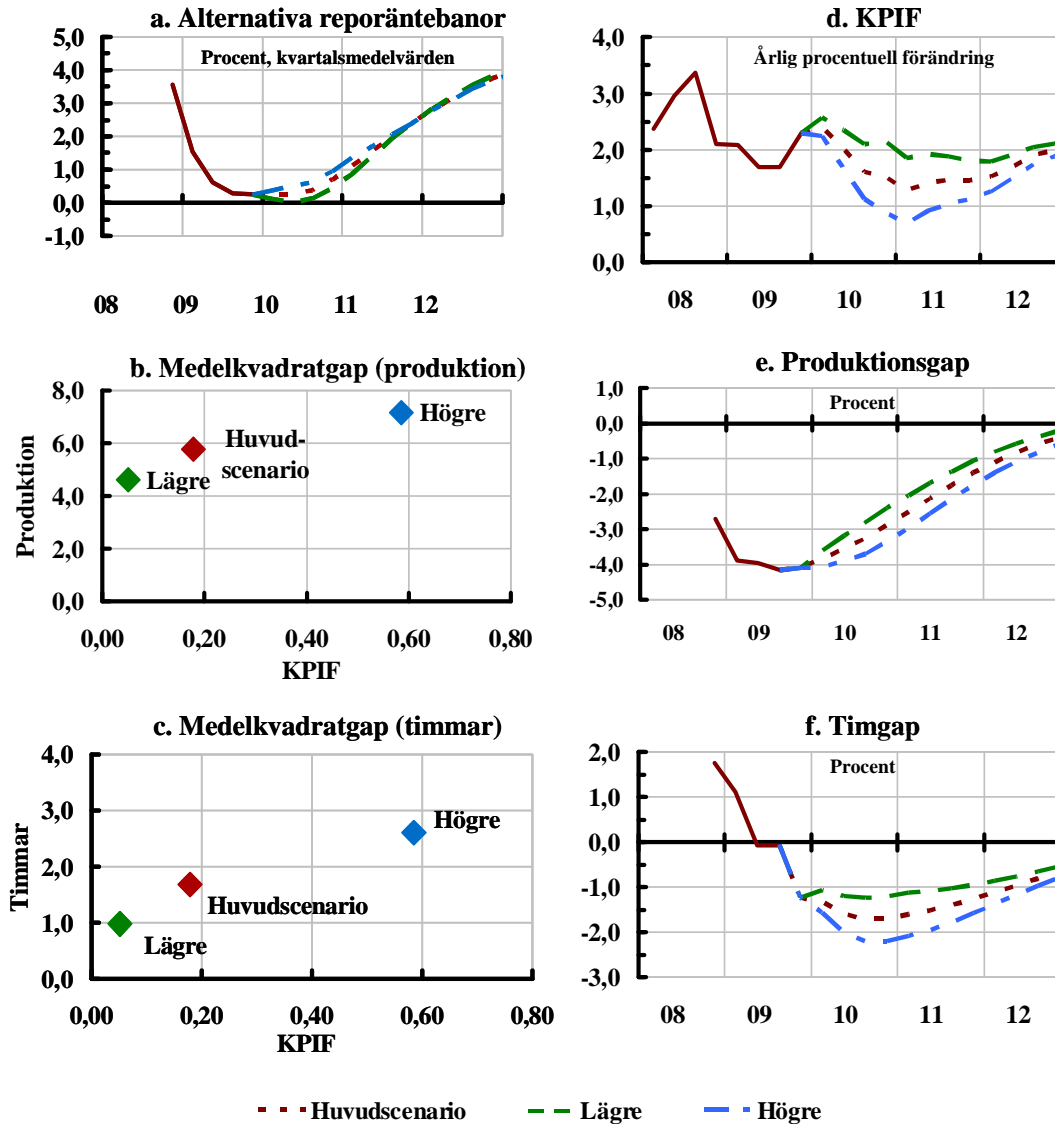
Diagram 1 visar konsekvenserna för prognosen för inflationen och resursutnyttjandet av alternativa räntebanor. De olika räntebanorna visas i panel a. Den mellersta är huvudscenariots räntebana, den räntebanan som direktionens majoritet valde vid det mötet i februari. Panel d visar motsvarande prognoser för KPIF-inflationen.² Panel e och f visar motsvarande prognoser för två mått på resursutnyttjandet, produktionsgapet i panel e och timgapet i panel f.

Panel b och c i diagram 1 visar också de så kallade medelkvadratgap som introducerades i en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i oktober 2009.³ Medelkvadratgapet för inflationen mäter avvikelsen mellan inflationsprognos och inflationsmål, mera precist som den genomsnittliga kvadrerade avvikelsen mellan inflationsprognosen och inflationsmålet under prognosperioden. Ett lägre medelkvadratgap för inflationen innebär en bättre måluppfyllelse av inflationsmålet, dvs. en bättre stabilisering av inflationen runt inflationsmålet. Medelkvadratgapet för resursutnyttjandet, mätt som produktionsgap eller timgap, mäter avvikelsen mellan resursutnyttjandeprognosen och ett normalt resursutnyttjande, mera precist som de genomsnittliga kvadrerade gapen under prognosperioden. Ett lägre medelkvadratgap för resursutnyttjandet innebär en bättre måluppfyllelse när det gäller stabiliseringen av resursutnyttjandet runt en normal nivå.

² Man kan fråga sig varför man nu ska inrikta sig på KPIF och inte KPI. I ett läge där stora reporänteändringar har mycket stora direkta effekter på KPI anser jag det är bättre att inrikta sig på att stabilisera KPIF runt inflationsmålet istället för KPI.

³ Se Sveriges Riksbank (2009) och Svensson (2009a) för detaljer. Medelkvadratgapet för inflationsprognosen definieras som $\sum_{\tau=0}^T (\pi_{t+\tau,t} - \pi^*)^2 / (T+1)$, där $\pi_{t+\tau,t}$ betecknar prognosen i kvartal t för inflationen i kvartal $t+\tau$, π^* betecknar inflationsmålet, och T betecknar prognoshorisonten (normalt 12 kvartal).

Diagram 1. Penningpolitiska alternativ, februari 2010



Gapen för produktion och arbetade timmar är beräknade som skillnaden mellan faktiska och "potentiella" nivåer. Riksbankens skattningar och prognoser för potentiell produktion och arbetade timmar är bristfälliga och i stort behov av förbättring och utveckling.⁴ Ett sådant utvecklingsarbete pågår för närvarande. Dessa mått på resursutnyttjandet är således inte särskilt tillförlitliga. Det råder dock inte någon tvekan om att resursutnyttjandet enligt alla tillgängliga mått är och förblir mycket lågt under prognosperioden. Andra prognosmakares prognoser på produktionsgapet visas i diagram 2. Flera prognosmakares prognoser visar på ett ännu lägre resursutnyttjande än Riksbankens mått.

⁴ I den penningpolitiska rapporten brukar också följande anmärkning läggas till diagram över resursutnyttjandet: "Dessa gap ska inte nödvändigtvis tolkas som Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet."

Diagram 2. Produktionsgap för några prognosmakare

Procent

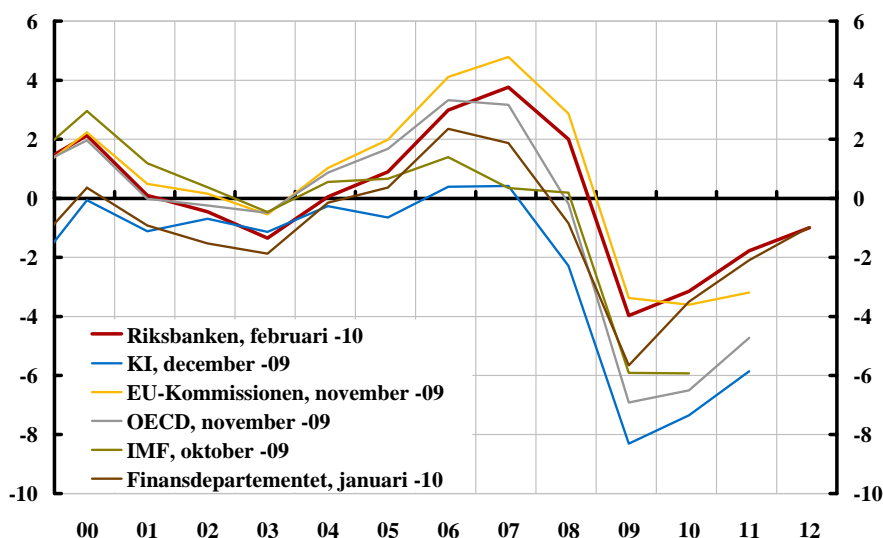


Diagram 1 här eller diagram 2.13-2.15 i den penningpolitiska rapporten sammanfattar vad det penningpolitiska beslutet handlar om. Vilket penningpolitiskt alternativ ska väljas? Vilken reporäntebana ska väljas: huvudscenariots reporäntebana eller en högre eller en lägre reporäntebana?

Min bestämda uppfattning är att en stor del av den penningpolitiska beslutsprocessen och diskussionen på de penningpolitiska mötena borde handla om penningpolitiska alternativ och deras för- och nackdelar. Jag befärdar att beslutsprocessen annars alltför snabbt och alltför okritiskt låser sig vid ett visst alternativ istället för att noggrant och utförligt överväga flera alternativ, välja det bästa, och mycket tydligt redovisa varför ett visst räntebeslut och inte ett annat tagits. Som finansutskottet uttrycker det i sitt betänkande 2007: "En flexibel penningpolitik kräver, enligt utskottets bedömning, en starkt utvecklad öppenhet och att Riksbanken mycket tydligt redovisar varför olika räntebeslut tagits. Det är också en förutsättning för att penningpolitiken ska kunna granskas och utvärderas." För detta krävs det enligt min mening en ordentlig och detaljerad diskussion av de olika penningpolitiska alternativen och varför ett av dem är att föredra framför andra.

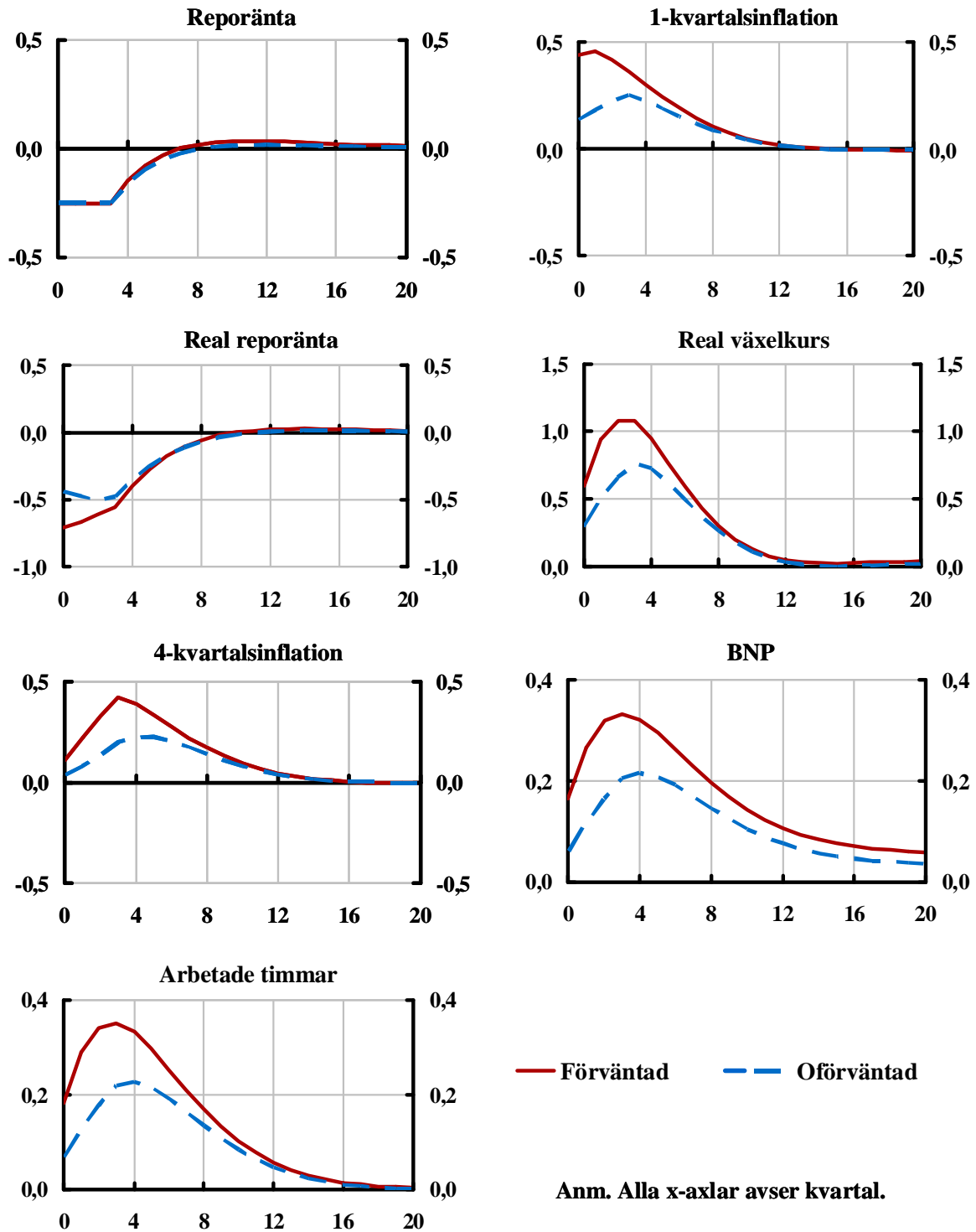
Effekterna på prognoserna för inflation och resursutnyttjande av en ändrad reporäntebana är beräknade med hjälp av Riksbankens modell Ramses. Speciellt är de beräknade med så kallade förväntade avvikelser från huvudscenariots reporäntebana. Det motsvarar en situation där Riksbanken transparent och tydligt annonserar en alternativ räntebana som den avser följa och som påverkar marknadsförväntningarna och därmed inflation och realekonomi.⁵

Den avvikelse från huvudscenariots reporäntebana som visas i dessa diagram är en sänkning respektive höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter under 4 kvar-

⁵ Man kan också beräkna de alternativa prognoserna för inflation och resursutnyttjande med s.k. oförväntade avvikelser från huvudscenariots reporäntebana. Det motsvarar den märkliga situation där Riksbanken missledande annonserar huvudscenariots reporäntebana men planerar att vid varje senare beslutstillfälle överraska marknaden och de ekonomiska aktörerna med att avvika från den annonserade räntebanan. Detta är motsatsen till den transparenta och tydliga penningpolitik som Riksbanken säger sig och bör bedriva. Därför är det rimligt att beräkna de alternativa prognoserna för inflation och realekonomi under antagande om förväntade avvikelser från huvudscenariot. Effekterna av förväntade avvikelser blir något större än effekterna av oförväntade avvikelser. Diagram 2.13-2.15 i den penningpolitiska rapporten är beräknade med oförväntade avvikelser.

- tal. Efter detta återgår de alternativa reporäntebanorna till huvudscenariots reporäntebana gradvis i enlighet med Riksbankens historiskt skattade reaktionsfunktion.

Diagram 3. Effekterna av förväntade och oförväntade avvikelser från reporäntebanan med 0,25 procentenheter under fyra kvartal.



I diagram 3 visas konsekvenserna, uttryckta i procent per år eller procent, av en sänkning av reporäntebanan med 0,25 procentenheter under 4 kvartal på kvartalsinflationen, den reala reporäntan, den reala växelkursen, fyra kvartalsinflationen, produktionen och arbetade timmar. De heldragna kurvorna visar effekten av en förväntad sänkning medan de streckade visar effekten av en oförväntad sänkning.⁶ Vi ser att en förväntad sådan sänkning av reporäntebanan allt annat lika leder till en ökning av fyra kvartalsinflationen med drygt 0,4 procentenheter, en ökning av produktionen och produktionsgapet med drygt 0,4 procent respektive procentenheter, och en ökning av antalet arbetade timmar med cirka 0,35 procent. Om sysselsättningen varierar ett till ett med arbetade timmar, vilket är realistiskt på ett eller ett par års sikt, så ökar sysselsättningen då med cirka 0,35 procent.

0,35 procent av en uppskattad potentiell sysselsättning på lågt räknat 93 procent av en arbetskraft på cirka 5 miljoner är drygt 16 000 jobb. Att räkna med 93 procent här är alltså att anta en ganska hög långsiktig arbetslöshet på 7 procent. En ökning med drygt 16 000 jobb ligger alltså inte så långt från mitten i det intervall mellan 10 000 och 25 000 räddade jobb som jag preliminärt nämnde vid det penningpolitiska mötet i oktober. Sammanfattningsvis så ger alltså en sänkning av reporäntebanan med 25 punkter under 4 kvartal allt annat lika en ökning av inflationen på drygt 0,4 procentenheter och, om sysselsättningen varierar ett till ett med arbetade timmar, en ökning av sysselsättningen med ca 0,35 procent, vilket uppskattningsvis motsvarar drygt 16 000 jobb.

Vi ser i diagram 3 att konsekvenserna av en oförväntad sänkning av reporäntan är mindre än av en förväntad sänkning. Arbetade timmar går då upp med 0,23 procent, vilket med samma sätt att räkna motsvarar knappt 11 000 jobb.

Dessa skattningar är väntevärdesriktiga skattningar och prognoser av effekterna av en lägre reporäntebana. Den faktiska effekten kan bli större eller mindre. Det är möjligt att reporäntans effekter på ekonomin är mindre än normalt när reporäntan är nära noll. Det är också möjligt att en sänkning av reporäntebanan, i en situation när marknadens reporänteförväntningar fortfarande ligger högre än reporäntebanan, kan få en större effekt nedåt på reporänteförväntningarna än normalt och således att effekterna på ekonomin blir större. I frånvaro av närmare information om vilken effekt som kan dominera är det inte orimligt att anta att effekterna av en sänkning av reporäntebanan blir normala.

Dessa siffror och skattade effekter av en räntesänkning är inte det sista ordet. Givetvis kommer det i framtiden ytterligare utvecklingar av Ramses och andra modeller, fler empiriska skattningar och nya erfarenheter som kommer att leda till revideringar av dessa siffror. Men jag vill hävda att dessa siffror är det *senaste* och *bästa* ordet utifrån nu tillgänglig information och kunskap, och därmed det bästa som finns att utgå ifrån nu.

På samma sätt är kanske inte medelkvadratgapen det sista ordet när det gäller att mäta Riksbankens måluppfyllelse. Men man kan nog med fog hävda att de är det hittills bästa sättet att mäta måluppfyllelsen, det vill säga i vilken utsträckning Riksbanken lyckas att stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet som resursutnyttjandet runt en normal nivå.

Jag anser att diagram 1 är mycket klagörande. För att sammanfatta: Där visas tydligt att den lägre reporäntebanan ger både en högre prognos för inflationen mätt med KPIF som ligger närmare inflationsmålet (som visas i panel d) och en högre pro-

⁶ Effekterna av förväntade respektive oförväntade avvikelser är beräknade med hjälp av metoderna i Laséen och Svensson (2009) respektive Leeper och Zha (2003).

gnos för resursutnyttjandet, mätt med produktionsgapet (panel e) eller gapet för arbetade timmar (panel f), som även med den lägre räntan är lågt men inte fullt lika lågt som i huvudscenariot. Den lägre reporäntebanan än den i huvudscenariot stabiliserar alltså både inflationen och resursutnyttjandet klart bättre. Panel b och c visar också att medelkvadratgapen för inflationen, produktionen och arbetade timmar blir lägre för den lägre reporäntebanan.

Finns det några skäl att inte välja den låga reporäntebanan?

Man kan tycka att om man ändå inte väljer den låga reporäntebanan måste man ha tunga skäl för detta. Vad står det då i den penningpolitiska rapporten, som ju utgör direktionmajoritetens syn, beträffande de olika penningpolitiska alternativen? Efter att diagrammen 2.13-2.15 presenteras finns på sidan 38 meningen "Huruvida räntesättningen i dessa scenarier bedöms ge en ekonomisk utveckling som är bättre eller sämre än i huvudscenariot är *ingen enkel fråga* att besvara." (min kursivering). Självt tycker jag således tvärtom att det är en mycket enkel fråga att besvara. Den lägre räntebanan ger en bättre utveckling, medan den högre ger en sämre utveckling.

I nästa stycke nämns olika mått på resursutnyttjandet och måttens osäkerhet betonas. I detta fall ger dock alla mått på resursutnyttjandet samma svar. Den lägre reporäntebanan är bättre, och den högre är sämre. Andra prognosmakare än Riksbanken, som Konjunkturinstitutet, Finansdepartementet och OECD, har ännu lägre uppskattningar av resursutnyttjandet än Riksbanken, som framgår av diagram 2. Stycket om resursutnyttjandet ger alltså inte några argument för att inte välja den låga reporäntebanan.

I stycket därefter nämns att det är svårt att veta hur ekonomiska aktörer agerar och finansiella marknader fungerar när räntenivån är mycket låg. Jag känner dock inte till några uppgifter om att ekonomiska aktörer skulle agera annorlunda eller paradoxalt vid låga räntenivåer, eller varför detta skulle ha så drastiska konsekvenser att det skulle dominera över alla andra överväganden. Det har varit mycket låga räntenivåer i flera länder i mer än ett år, dessutom betydligt lägre räntor i flera länder än i Sverige. I Schweiz har man haft reporäntor på ett par punkter. Som framgår av kommentaren "Reporäntans nedre gräns" (Beechey och Elmér, 2009) som publicerades på Riksbankens webbplats i höstas kan man inte hitta några problem på de finansiella marknaderna som kan hänföras till låga räntenivåer.

Sedan dess har det gått några månader till. Både avdelningen för penningpolitik och avdelningen för finansiell stabilitet bevakar noga utvecklingen på de finansiella marknaderna och har mycket god information om dem. Det finns fortfarande inga tecken på att låga räntor inneburit något problem för den finansiella stabiliteten eller de finansiella marknadernas funktionssätt. Storbankernas lönsamhet, i form av räntenettomarginalen, har varit stabil och deras andel av inlåningen från hushållen har inte förändrats nämnvärt. Även omfördelningen av kapital på fondmarknaden har varit måttlig. Den finansiella infrastrukturen har inte drabbats av några problem under perioden med låga räntor, och motståndskraften mot störningar i den finansiella infrastrukturen bedöms vara hög.

I sista stycket på sidan 28 nämns risker förknippade med överdriven kreditgivning och snabbt stigande huspriser. Dessa risker har noga studerats såväl i Riksbankens senaste stabilitetsrapport i december som av Finansinspektionen i sin rapport om den svenska bolånemarknaden och bankernas kreditgivning (Finansinspektionen, 2010). Den entydiga och säkra slutsatsen utgående från mycket detaljerade data, studier

och stresstest är att bostadsmarknaden och kreditgivningen för närvarande inte innebär något stabilitetsproblem. Skulle sådana problem uppstå någon gång i framtiden har Finansinspektionens lämpliga instrument i form av regler för belåningsgrad, amortering och boendekostnadsberäkning. Reporäntan är däremot ett mycket trubbigt och därför mindre lämpligt instrument för att påverka eventuella risker av detta slag. Det tycks alltså inte finnas några skäl till att låta huspriser och kreditgivning påverka räntebeslutet nu.

Vid det penningpolitiska mötet betonade några ledamöter att ett möjligt framtida fall i bostadspriserna skulle kunna påverka konsumtionen negativt i framtiden. Då skulle aggregerad efterfrågan falla med negativa konsekvenser för framtida resursutnyttjande och inflation. Om man tror det bör man dock ta hänsyn till detta i hur alternativa räntebanor påverkar prognosen för inflationen och resursutnyttjandet, och bara i så fall låta det påverka penningpolitiken. Prognoserna är ju väntevärdesprognoser, och en viss sannolikhet för ett negativt utfall påverkar väntevärdet negativt. Prognoserna är i denna mening "riskjusterade". Som vanligt gäller det att filtrera all information genom prognoserna för att avgöra om den skall påverka penningpolitiken eller inte. Som vanligt gäller det att ta hänsyn till all information, där i praktiken bedömningar av effekter som inte täcks av modeller har stor betydelse. Om något inte kan anses påverka väntevärdet för framtida inflation och resursutnyttjande behöver penningpolitiken inte reagera på det.⁷

Kohn (2006, 2008) anger tre villkor som bör uppfyllas innan centralbanker vidtar "extra åtgärder" för att hantera eventuella tillgångsprisbubblor, till exempel en ohållbar utveckling i bostadspriserna: "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." Eftersom dessa villkor i praktiken mycket sällan uppfylls blir det med detta synsätt i praktiken mycket sällan fråga om att låta tillgångspriser påverka penningpolitiken.⁸

Ibland har det hävdats att en centralbank bör vara försiktig när det gäller att sänka räntan till mycket låga nivåer, eftersom det är okänt vatten man skulle ge sig ut på. Jag vänder mig bestämt mot att "okänt vatten" skulle vara ett argument för att inte sänka räntan. Det är just genom att våga ge sig ut i okänt vatten, med historiskt låga räntor ända ner till några få punkter och med stora okonventionella åtgärder, som världens centralbanker, inklusive Riksbanken, lyckats hindra att den stora krisen blivit den stora depressionen nummer två.

Det har också hävdats att diskussionen om reporäntans lägsta nivå klarades av vid det penningpolitiska mötet i juli 2009 och att det inte finns anledning till omprövning. I juli uttalade direktionens majoritet i pressmeddelandet och den penningpolitiska rapporten att "Riksbanken bedömer att reporäntan efter sänkningen till 0,25 procent i praktiken har nått sin nedre gräns". För det första menar jag, som jag framförde vid mötet i juli, att detta uttalande var ett misstag. Det bryter mot den goda principen att reporäntebanan är "en prognos, inte ett löfte". Uttalandet är ju i praktiken ett löfte om att inte sänka reporäntan ytterligare. Dessutom innebär yttrandet att reporäntebanan inte längre som normalt kan vara en väntevärdesprognos, eftersom all risk blir uppåtrisk och väntevärdet blir högre än reporäntebanan. Då blir

⁷ Se Svensson (2003) för en diskussion av penningpolitik med extrema utfall med låg sannolikhet.

⁸ Frågor om tillgångsprisernas betydelse för penningpolitiken och slutsatser för penningpolitiken av den finansiella krisen diskuteras vidare i Svensson (2009b, 2010b). Se också Kohn (2009).

den faktiska penningpolitiken mer kontraktiv, just i en situation när en extra expansiv penningpolitik är önskvärd.⁹ För det andra menar jag att det är ett misstag att fortsättningsvis godta denna nedre gräns och inte noggrant ompröva den vid varje beslutstillfälle, i synnerhet som senare information och analys tyder på att mycket låga räntor inte gett upphov till några problem med den finansiella stabiliteten eller den finansiella infrastrukturen.

Det har också framförts att det vore fel att sänka räntebanan i en konjunkturuppgång, även om det fortfarande råder en mycket djup lågkonjunktur. Jag förstår inte detta argument. Huruvida det är rätt eller fel att sänka reporäntebanan bör enligt min mening avgöras enbart av huruvida inflationen och resursutnyttjandet stabiliseras bättre eller sämre med en lägre ränta. Jag kan inte se något skäl för att det skulle bli mindre viktigt att så bra som möjligt stabilisera inflationen och resursutnyttjandet för att ekonomin bottnat och den djupa lågkonjunkturen blivit något mindre djup.

Transparens och medelkvadratgap

Låt mig slutligen ta upp frågan om medelkvadratgapens roll i en förbättrad transparens i penningpolitiken. Penningpolitiken har stora effekter på inflationen och real ekonomin. Direktionen har ett stort ansvar för sina beslut och deras konsekvenser för inflationen och realekonomin. Det är viktigt att Riksdagen, finansutskottet och externa bedömare kan granska och utvärdera penningpolitiken och bedöma om direktionen har fattat rätt beslut och om penningpolitiken är väl avvägd. Som finansutskottet uttrycker det i tidigare nämnda betänkande: "En flexibel penningpolitik kräver, enligt utskottets bedömning, en starkt utvecklad öppenhet och att Riksbanken mycket tydligt redovisar varför olika räntebeslut tagits. Det är också en förutsättning för att penningpolitiken ska kunna granskas och utvärderas."

För att Riksbanken "mycket tydligt" skall kunna redovisa varför olika räntebeslut tagits krävs enligt min mening att olika möjliga penningpolitiska alternativ och deras konsekvenser för inflation och realekonomi diskuteras och bedöms. Genom att jämföra med alternativen kan ett visst beslut bäst motiveras. Det gäller alltså att klargöra vilka rimliga och möjliga alternativa räntebanor som finns, och vilka konsekvenser dessa alternativa räntebanor får för prognosen för inflationen och resursutnyttjandet.

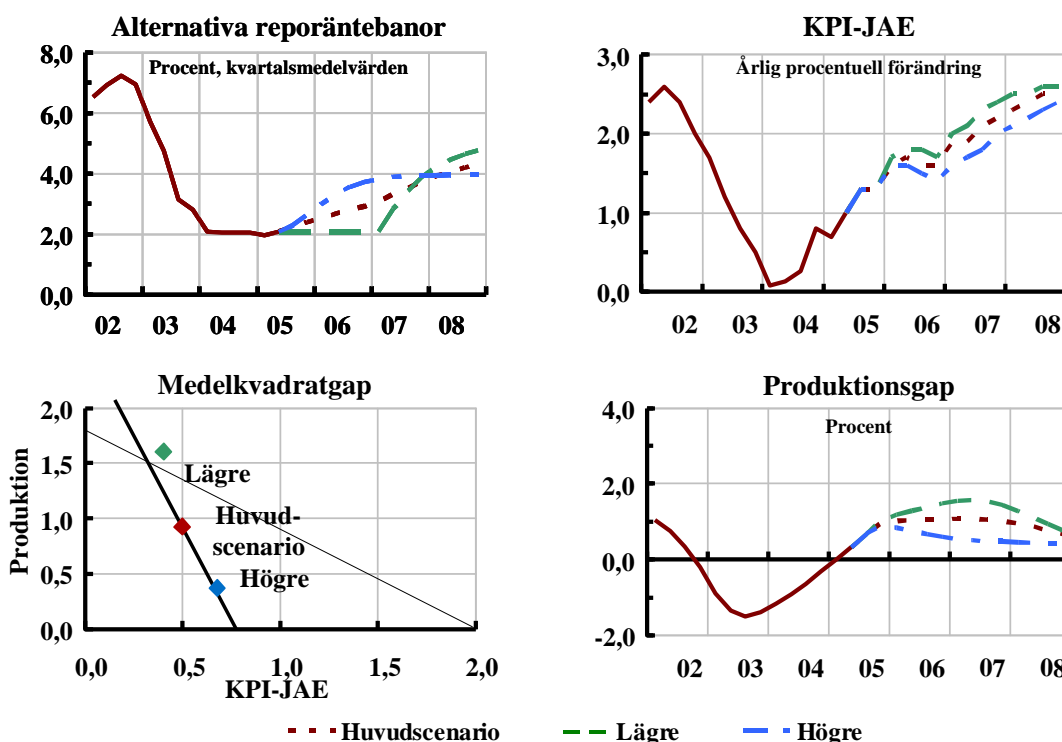
Det är en stor fördel om man kan mäta och kvantifiera måluppfyllelsen. Men hur kan man mäta i vilken utsträckning penningpolitiken lyckas stabilisera inflationen och resursutnyttjandet? Medelkvadratgapet för inflationen är ett naturligt mått på stabiliteten i inflationen kring inflationsmålet. Medelkvadratgapet för produktionen är ett naturligt mått på stabiliteten i produktionsgapet och därmed på stabiliteten i resursutnyttjandet runt en normal nivå.

I diagram 1 kan man hävda att medelkvadratgapen i panel b och c inte tillför något av betydelse, eftersom det är klart från panel d, e och f att den lägre reporäntebanan leder till ett bättre utfall. Men det är ett speciellt läge att huvudscenariot inte är *effektivt*, det vill säga att det går att hitta en annan reporäntebana som stabiliserar både inflationen och resursutnyttjandet bättre. En mer normal situation är att det råder en avvägning mellan att stabilisera antingen inflationen eller resursutnyttjandet mer och den andra mindre. En sådan situation rådde till exempel för Norges Bank i mars 2005. I diagram 4 visar jag medelkvadratgap som beräknats utifrån de alternativa styrräntebanor och motsvarande prognos för inflation och resursutnyttjande som

⁹ Dessa frågor diskuteras ytterligare i Svensson (2010a).

presenteras i Norges Banks penningpolitiska rapport från mars 2005. Vilken styrrentebana som då väljs beror på vilken vikt centralbanken fäster vid att stabilisera produktionsgapet i förhållande till att stabilisera inflationen (den vikt som brukar benämnas λ). Vid en utvärdering av penningpolitiken blir det då till exempel fråga om huruvida centralbanken fäster en rimlig relativ vikt vid att stabilisera resursutnyttjandet och om centralbanken är rimligt konsistent över tiden.¹⁰

Diagram 4. Penningpolitiska alternativ för Norges Bank, mars 2005



Ett numeriskt inflationsmål har inneburit ett stort framsteg i praktisk penningpolitik och gjort det möjligt att mycket bättre än tidigare mäta och utvärdera måluppfyllelsen av penningpolitiken. Det faktum att penningpolitiken inte bara inriktas på att stabilisera inflationen utan även på att stabilisera resursutnyttjandet har dock, i frånvaro av kvantitativa mått på stabilitet i dessa variabler gjort det svårt att mäta och utvärdera måluppfyllelsen i denna stabilitetsdimension. De kvantitativa mått som medelkvadratgapen innebär gör det dock möjligt att mäta och utvärdera denna måluppfyllelse. Att använda medelkvadratgap innebär kanske ett lika stort framsteg som tidigare införandet av numeriska inflationsmål var. Det innebär, efter införandet av publicerade styrrentebanor, ett nytt steg mot en bättre och mer effektiv penningpolitik och bättre möjligheter att utvärdera penningpolitikens måluppfyllelse.

Ett användande av kvantitativa mått på penningpolitiken innebär dock inte att dessa mått alltid är de enda ledstjärnorna. Tidigare använde Riksbanken och andra centralbanker med inflationsmål en handlingsregel enligt vilken styrrentan skulle höjas eller sänkas beroende på om inflationsprognosen beräknad för en konstant framtida ränta

¹⁰ Enligt Bergo (2007) och Holmsen, Qvigstad och Røisland (2007) är en optimal politik med $\lambda = 0,3$ förenlig med de penningpolitiska prognoser som offentliggjorts av Norges Bank (med en diskonteringsfaktor på 0,99 och en vikt på ränteutjämning på 0,2). Den brantare räta linjen i diagram 3 motsvarar $\lambda = 0,3$ och den flackare linjen motsvarar $\lambda = 1$. Utan hänsyn till ränteutjämning är huvudscenariot marginellt att föredra för $\lambda = 0,3$.

■ över- eller understeg inflationsmålet på två års sikt. Samtidigt betonade Riksbanken att det i vissa situationer skulle kunna vara motiverat att avvika från denna handlingsregel. Skälen för sådana avvikelser skulle dock i så fall noga motiveras. Denna handlingsregel fyllde en betydande roll för utvecklandet av en bättre och mer transparent penningpolitik när inflationsmålpolitiken fortfarande var relativt ung och oprövad, men den är numera föråldrad och har övergivits. Principen att avvikelser från kvantitativa mål kan förekomma men att de i så fall noga ska motiveras är dock viktig att behålla. Avvikelser från inflationsmålet kan förekomma men ska i så fall noga motiveras. På samma sätt kan man tänka sig situationer när det kan vara motiverat att avvika från bästa möjliga stabilitet i inflation och resursutnyttjande, men motiven för sådana avvikelser bör då noga förklaras, så att utomstående bedömare och utvärderare kan avgöra om avvikelserna är rimliga.

I detta perspektiv är användandet av medelkvadratgap bara ett ytterligare steg mot en mer systematisk och transparent inflationsmålpolitik, där centralbanken ännu bättre än tidigare kan utvärderas och ställas till ansvar för sina beslut, efter införandet av numeriska inflationsmål, publicerade prognoser för inflationen och realekonomin, publicerade räntebanor, detaljerade och namngivna protokoll och andra viktiga steg som tagits i utvecklingen av en systematisk och transparent penningpolitik.

Referenser

Bergo, Jarle (2007), "Interest Rate Projections in Theory and Practice", tal vid Samfunnsøkonomenes valutaseminar i Sanderstølen, 26 januari 2007, www.norges-bank.no.

Beechey, Meredith, och Heidi Elmér (2009), "Reporäntans nedre gräns", Ekonomiska kommentarer nr 11, 2009, www.riksbank.se.

Finansinspektionen (2010), "Den svenska bolånemarknaden och bankernas kreditgivning," www.fi.se.

Holmsen, Amund, Jan F. Qvigstad och Øistein Røisland (2007), "Implementing and Communicating Optimal Monetary Policy", Norges Bank Staff Memo No. 2007/3, www.norges-bank.no.

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

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

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

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

Laséen, Stefan och Lars E.O. Svensson (2009), "Anticipated Alternative Instrument-Rate Paths in Policy Simulations," Working Paper, www.larseosvensson.net.

Leeper, Eric M. and Tao Zha (2003), "Modest Policy Interventions," *Journal of Monetary Economics* 50, 1673-1700.

Norges Bank (2005), *Inflasjonsrapport nr. 1-2005*, mars, www.norges-bank.no.

■ Svensson, Lars E.O. (1999), "Inflation Targeting: Some Extensions." *Scandinavian Journal of Economics* 101, 337–361.

Svensson, Lars E.O. (2003), "Optimal Policy with Low-Probability Extreme Events", i *Macroeconomics, Monetary Policy, and Financial Stability* □□A Festschrift for Charles Freedman, Proceedings of a conference held by the Bank of Canada.

Svensson, Lars E.O. (2009a), "Evaluating Monetary Policy," i Koenig, Evan, and Robert Leeson, red., *From the Great Moderation to the Great Deviation: A Round-Trip Journey Based on the Work of John B. Taylor*, under utgivning, www.larseosvensson.net.

Svensson, Lars E.O. (2009b), "Flexibel inflationsmålspolitik: vilka lärdomar kan dras av finanskrisen?", tal i Amsterdam den 21 september 2009, www.riksbank.se.

Svensson, Lars E.O. (2010a), "Förväntningar om och utvärderingar av penningpolitiken: Vilken roll spelar öppenhet och kommunikation?", *Penning- och valutapolitik* 1/2010, 44-80.

Svensson, Lars E.O. (2010b), "Inflationsmålpolitiken efter finanskrisen", tal i Mumbai den 15 februari 2010, www.riksbank.se.

Sveriges Riksbank (2009), *Penningpolitisk rapport, oktober 2009*, www.riksbank.se.

Sveriges Riksbank (2010a), *Penningpolitiskt protokoll, 2010-02-10*, www.riksbank.se.

Sveriges Riksbank (2010b), *Penningpolitisk rapport, februari 2010*, www.riksbank.se.