



# ANFÖRANDE

DATUM: 2010-09-17  
TALARE: Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson  
PLATS: Bank of Japan

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

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

## ■ Penningpolitiken efter finanskrisen\*

Samtidigt som världsekonomin nu återhämtar sig efter finanskrisen och den efterföljande djupa recessionen – den som nu kallas "the Great Recession" – pågår en debatt om orsakerna till krisen och vad man kan göra för att minska riskerna för nya kriser i framtiden. Det förs även diskussioner om penningpolitikens roll och dess relation till den finansiella stabiliteten. Vissa hävdar att man måste modifiera ramen för flexibel inflationsmålpolitik och ge större utrymme åt överväganden som rör finansiell stabilitet. Vissa anser att det var den alltför lätta penningpolitik som Federal Reserve fört sedan 2001 som bäddade för krisen.

Jag menar att krisen främst berodde på förhållanden som hade mycket lite med penningpolitiken att göra. Min viktigaste slutsats för penningpolitikens vidkommande är att flexibel inflationsmålpolitik – tillämpad på rätt sätt och som drar nytta av all tillgänglig information, inklusive om finansiella förhållanden, som är relevanta för prognoser över inflation och resursutnyttjande oavsett tidshorisont – fortfarande är det bästa sättet att bedriva penningpolitiken på före, under och efter finanskrisen.

En besläktad slutsats är att varken prisstabilitet eller styrräntepolitik räcker för att upprätthålla finansiell stabilitet. Det behövs en separat politik för finansiell stabilitet. Närmare bestämt bör man göra en begreppsmässig åtskillnad mellan penningpolitik och politik för finansiell stabilitet, eftersom de har olika mål och olika lämpliga instrument, även när ansvaret för båda dessa vilar på centralbanken.<sup>1</sup>

Idag kommer jag först att kortfattat sammanfatta min syn på orsakerna till krisen, och sedan diskutera vilka eventuella lärdomar som kan dras för penningpolitiken i framtiden. Slutligen vill jag betona skillnaden mellan penningpolitik och politik för finansiell stabilitet.

---

\* Jag vill tacka Claes Berg, Marianne Nessén, Staffan Viotti och Barbro Wickman-Parak för synpunkter på detta anförande. De synpunkter som framförs här är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare. Gabriela Guibourg, som är anställd på Sveriges Riksbank, har bidragit till detta anförande.

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

## ■ Penningpolitiken hade mycket lite att göra med finanskrisen

Jag menar att finanskrisen berodde på förhållanden som hade mycket lite med penningpolitiken att göra. I stället berodde den på makroekonomiska omständigheter, snedvridna incitament på finansmarknaderna, brister i reglering och tillsyn, informationsproblem och vissa särskilda omständigheter, som den amerikanska bostadspolitiken som uppmuntrade bostadsägande bland hushåll med låg inkomst.<sup>2</sup>

När det gäller de *makroekonomiska omständigheterna* ledde globala obalanser med ett högt sparande i förhållande till investeringar i många tillväxtekonomier och ett motsvarande lågt sparande i förhållande till investeringar i industriländer – det s.k. globala sparandeöverskottet och investeringsunderskottet – till låga realräntor och stigande tillgångspriser (Bernanke 2007). Låga internationella realräntor i kombination med perioden av "Great Moderation", det vill säga den långa perioden med en mycket stabil tillväxt och en stabil och låg inflation, ledde till en systematisk undervärdering av risk, mycket låga riskpremier på finansmarknaderna och en stor kreditexpansion.

*Snedvridna incitament* för affärs- och investmentbanker att öka sin belåningsgrad till alltför höga nivåer, i kombination med brister i reglering och tillsyn, samt avsaknaden av lämpliga processer för bankavveckling, ledde till en mycket bräcklig finanssektor. Värdepapperisering minskade incitamenten att visa skälig försiktighet (*due diligence*) i samband med långivning. Det ledde även till 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 även 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 potentialen för korrelerade risker – systemrisk - kraftigt. Inget av detta har något att göra med penningpolitiken, förutom att penningpolitiken indirekt kan ha bidragit till perioden av "Great Moderation".

Åsikterna går isär om den roll Federal Reserves expansiva penningpolitik under perioden som föregick krisen hade för krisen och om den bidrog till krisens uppbyggnad eller inte. Jag anser att det under den här perioden fanns en genuin och mycket befogad rädsla för att USA skulle falla i en deflationistisk likviditetsfälla liknande den i Japan, och i ett sådant läge är en mycket expansiv penningpolitik den bästa politiken.<sup>3</sup> På grund av den empiriskt begränsade effekten av styrräntor på bostadspriserna skulle det av allt att döma ha krävts en mycket stram amerikansk penningpolitik för att förhindra bostadsboomen, med en djup recession och risk för att USA skulle falla i en deflationistisk likviditetsfälla.<sup>4</sup> Och en stramare penningpolitik skulle inte ha haft någon effekt på de redan nämnda globala obalanserna, regleringsproblemen, snedvridna incitamenten och informationsproblemen (men den kunde ha fått perioden av "Great Moderation" att övergå i en djup recession och deflation).

<sup>2</sup> Se Bean (2009) för en närmare diskussion.

<sup>3</sup> Se Svensson (2003) för en diskussion om olika penningpolitiska alternativ före och under en likviditetsfälla.

<sup>4</sup> Se Assenmacher-Wesche och Gerlach (2009), Bean (2009), Bean et al. (2010), Bernanke (2010), Dokko et al. (2009), IMF (2009).

## ■ Lärdomar för penningpolitiken

Vilka slutsatser kan vi dra så här långt av finanskrisen när det gäller penningpolitiken och eventuella behov av att ändra ramen för flexibel inflationsmålpolitik? En självklar slutsats är att prisstabilitet inte räcker för den finansiella stabiliteten (Carney 2009, White 2006). En bra flexibel inflationsmålpolitik i sig räcker inte för att upprätthålla finansiell stabilitet, om nu någon trodde det. För att främja finansiell stabilitet krävs en separat politik med separata instrument.

En annan slutsats är att styrräntepolitik inte ensam kan uppnå finansiell stabilitet. Styrräntan är ett ineffektivt instrument för att påverka den finansiella stabiliteten, och styrräntor som är tillräckligt höga för att ha en påtaglig inverkan på kreditillväxten och bostadspriserna kommer att få betydande negativa effekter på inflationen och resursutnyttjandet, även inom sektorer där det inte förekommer någon spekulationsaktivitet. Att använda styrräntan för att förhindra en ohållbar bostadsboom och kreditillväxt är förenat med stora svårigheter: Man måste kunna identifiera en sådan ohållbar utveckling tillräckligt tidigt, bedöma om en anpassning av styrräntan skulle ha någon märkbar inverkan på utvecklingen, och om utvecklingen av inflationen och resursutnyttjandet skulle bli bättre på lång sikt (Bean et al. 2010, Kohn 2008, 2009).

Andra instrument, som tillsyn och reglering, däribland lämpliga processer för bankavveckling, bör vara förstahandsvalet för att upprätthålla finansiell stabilitet. För att förhindra en finanskris krävs inte bara en förbättrad tillsyn över finansinstitut, utan även en förstärkt tillsyn över hela det finansiella systemet. När det gäller regelverket generellt sett, bör man, i den mån finansiell instabilitet beror på specifika snedvridningar, försöka angripa dessa snedvridningar med bra reglering så nära källan som möjligt. För att främja finansiell stabilitet kan det bli nödvändigt att införa en systemriskbegränsande (*macroprudential*) reglering som anpassas till konjunkturcykeln och finansiella indikatorer. En sådan systemriskbegränsande tillsyn skulle kunna omfatta krav på tidsvarierande kapital, på marginaler och på fördelningen mellan eget kapital och lån.

En viktig lärdom av finanskrisen är dock 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 och hur förmedlingen av finansiella tjänster kan införlivas i de standardmodeller för transmissionsmekanismen som centralbankerna använder. Stora framsteg har redan gjorts för att förstå dessa effekter (se Adrian och Shin 2010, Gertler och Kiyotaki 2010, och Woodford 2010a). Men även med ett mycket bättre analysunderlag om hur de finansiella förhållandena inverkar på transmissionsmekanismen kommer ett gott omdöme naturligtvis, som alltid, att spela en betydande roll i penningpolitiken.

Hur är det då med tanken att man ska "luta sig mot vinden", 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 inte alltid framstått tydligt för mig 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 min tolkning av flexibel inflationsmålspolitik.

Närmare bestämt har flexibel inflationsmålspolitik som mål att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Man kan därför säga att penningpolitiken innebär "prognosstyrning" (*forecast targeting*): Man väljer en räntebana så att motsvarande *prognoser* för inflationen och resursutnyttjandet på ett effektivt sätt stabiliserar inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Om centralbanken använder all information som kan vara av betydelse för att ta fram dessa prognoser, däribland effekten av ändrade finansiella förhållanden på inflationen och resursutnyttjandet oavsett tidshorisont, kommer penningpolitiken automatiskt att reagera på bästa tänkbara sätt när de finansiella förhållandena förändras (Woodford 2007, 2010a). Att ta hänsyn till finansiella förhållanden blir ett specialfall av den allmänna regeln att "filtrera all information" genom prognosen. Man bör endast ta hänsyn till information i den utsträckning den påverkar prognosen och kan bortse från information som inte påverkar prognosen.

Men låt oss anta att lämpliga och effektiva instrument för att upprätthålla den finansiella stabiliteten av någon anledning inte finns tillgängliga till följd av till exempel allvarliga problem med regelverk och tillsyn som inte kan åtgärdas på kort sikt. I en sådan näst-bästa-situation skulle man, om den finansiella stabiliteten är hotad, kunna argumentera för att - givet att styrräntan verkligen påverkar den finansiella stabiliteten - man bör ta hänsyn till detta vid beslutet om den räntebana som bäst stabiliserar inflationen och resursutnyttjandet. Ett sådant övervägande skulle kunna resultera i en både lägre eller högre räntebana än annars, eftersom en mindre effektiv stabilisering av inflationen och resursutnyttjandet vägs mot ökad finansiell stabilitet.<sup>5</sup> Dock tyder all känd fakta hittills på att i normala tider är en sådan avvägning mycket ofördelaktig, eftersom styrräntan påverkar den finansiella stabiliteten mycket lite samtidigt som den påverkar inflationen och resursutnyttjandet betydligt mer. Även en optimal avvägning skulle således få små effekter på den finansiella stabiliteten. En separat politik för finansiell stabilitet är därför nödvändig för att upprätthålla den finansiella stabiliteten. Penningpolitiken kan inte tjäna som ersättare.

## Förhållandet mellan penningpolitik och politik för finansiell stabilitet

Generellt sett är det till hjälp att rent begreppsmässigt göra åtskillnad mellan politik för finansiell stabilitet och penningpolitik. Man kan skilja mellan olika ekonomiska politikområden - finanspolitik, penningpolitik, arbetsmarknadspolitik 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. Ur detta perspektiv står det klart att det finns en betydande skillnad mellan penningpolitik och politik för finansiell stabilitet. Det är viktigt att förstå denna skillnad.

<sup>5</sup> Sådana hänsyn skulle kunna innebära bevis för den s.k. kanalen för risktagande som i Borio och Zhu (2008). Adrian och Shin (under publicering) och Adrian och Shin (2010) hävdar i en modell med en sådan kanal för risktagande att rörelser i de korta räntorna kan ha stor inverkan på värdepappersmäklares belåningsgrad i den marknadsbaserade finanssektorn utanför affärsbankssektorn. Om vi antar att risken för en finanskris ökar allt eftersom denna belåningsgrad ökar, och att styrräntan påverkar belåningsgraden, skulle styrräntan därmed kunna påverka risken för en finanskris (Woodford 2010b). Nya regleringar kommer sannolikt att sätta gränser för belåningsgraden och därmed för hur stor denna inverkan blir. Den marknadsbaserade finanssektorn kan efter krisen ha minskat i storlek. I Europa, Kanada och de nordiska länderna domineras finanssektorn av affärsbanker.

■ För penningpolitiken, i form av flexibel inflationsmålspolitik, är målet att stabilisera både inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Under normala förhållanden är styrräntan och kommunikationen lämpliga styrmedel för att uppnå detta mål. 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 och köp av tillgångar (*quantitative easing*) för att påverka långräntor och förväntningar om framtida korträntor, samt även valutainterventioner för att förhindra en växelkursappreciering eller till och med åstadkomma en växelkursdepreciering. Det är normalt centralbanken som har ansvar för penningpolitiken.

Målet med politiken för finansiell stabilitet är att upprätthålla och främja finansiell stabilitet. Finansiell stabilitet kan definieras som en situation där det finansiella systemet kan fullgöra sina viktigaste funktioner med att förmedla betalningar, kanalisera sparande till investeringar och erbjuda riskdelning utan störningar som leder till stora kostnader. Tillgängliga 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. I kristider kan myndigheterna använda sådana instrument som att ge krediter på särskilda villkor (*lender of last resort*), utlåning till rörlig ränta på längre löptider (*credit policy, credit easing*), särskilda processer för avveckling av finansiella företag som befinner sig i trångmål, statliga lånegarantier, att statliga kapitaltillskott 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 myndigheter.

Det finns en tydlig begreppsmässig skillnad mellan politiken för finansiell stabilitet och penningpolitiken, och de har olika mål och lämpliga styrmedel. Min poäng är att detta måste beaktas när man funderar över vilka lärdomar som kan dras av finanskrisen för penningpolitikens vidkommande. Räntan är ett trubbigt och olämpligt instrument för att uppnå finansiell stabilitet. Därför är det inte lämpligt att utvidga *penningpolitikens* mandat till att även inkludera finansiell stabilitet. Däremot bör *centralbanken* kunna ha ansvaret för målet att upprätthålla finansiell stabilitet, om centralbanken ges kontroll över de lämpliga instrumenten.

Det faktum att det finns en skillnad mellan politiken för finansiell stabilitet och penningpolitiken innebär inte att de inte växelverkar med varandra. På liknande sätt är det skillnad mellan finanspolitik och penningpolitik, men båda påverkar både inflationen och resursutnyttjandet. Denna växelverkan mellan penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet måste beaktas. Penningpolitiken påverkar tillgångspriser och balansräkningar och kan på så sätt påverka den finansiella stabiliteten. Politiken för finansiell stabilitet har ett direkt inflytande på de finansiella förhållandena, som påverkar penningpolitikens transmissionsmekanism. Det finns därför anledning att bedriva mer forskning om hur finansiella förhållanden kan införlivas i de standardmodeller för transmissionsmekanismen som centralbankerna använder. 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 räntebanan mer till en given förändring i en finansiell indikator. Detta skulle emellertid inte innebära att finansiella förhållanden och indikatorer blir egna målvariabler för penningpolitiken.

## Slutsatser

Min viktigaste slutsats hittills av krisen för penningpolitikens vidkommande är att flexibel inflationsmålspolitik - rätt tillämpad och som drar nytta av all tillgänglig information, inklusive de finansiella förhållandena, som är relevanta för prognosen över inflation och resursutnyttjande oavsett tidshorisont - fortfarande är det bästa sättet att bedriva penningpolitiken på före, under och efter finanskrisen. Men det finns ett akut behov av bättre teoretiska, empiriska och praktiska kunskaper om de finansiella förhållandenas och förmedlingen av de finansiella tjänsternas betydelse för transmissionsmekanismen. Detta förutsätter ett omfattande arbete som redan har kommit igång på universitet och centralbanker. Dessutom kan inte penningpolitiken garantera finansiell stabilitet. Det behövs en separat politik för finansiell stabilitet, med målet att upprätthålla finansiell stabilitet och med andra lämpligare styrmedel än styrräntan.

## Referenser

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

Adrian, Tobias, och Hyun Song Shin (under publicering), "Liquidity and Leverage", *Journal of Financial Intermediation*, tillgänglig som Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 328, 2007.

Assenmacher-Wesche, Karin, och Stefan Gerlach (2009), "Financial Structure and the Impact of Monetary Policy on Asset Prices", working paper, [www.stefangerlach.com](http://www.stefangerlach.com).

Bernanke, Ben S. (2007), "Global Imbalances: Recent Developments and Prospects", tal den 11 september 2007, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

Bernanke, Ben S. (2010), "Monetary Policy and the Housing Bubble", tal den 3 januari, 2010, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

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

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

Dokko, Jane, Brian Doyle, Michael Kiley, Jinill Kim, Shane Sherlund, Jae Sim och Skander Van den Heuvel (2009), "Monetary Policy and the Housing Bubble", Finance and Economics Discussion Series 2009-49, Federal Reserve Board, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

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

Internationella valutafonden (2009), *World Economic Outlook, oktober 2009*.

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).

Kohn, Donald L. (2010), "Monetary Policy in the Crisis: Past, Present, and Future", tal den 3 januari 2010, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

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

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

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

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

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