



ANFÖRANDE

DATUM: 2009-09-18
TALARE: Vice riksbankschef Karolina Ekholm
PLATS: SEB, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

■ Avvägningar i penningpolitiken – när teorin möter praktiken

Som de flesta av er säkert vet är jag den nyaste ledamoten i Riksbankens direktion. Jag utnämndes i januari i år – mitt under brinnande finanskris – och tillträdde i mars, när i princip alla kurvor för den realekonomiska utvecklingen pekade brant nedåt.

Sedan jag tillträdde har jag upplevt en mycket intensiv och lärorik period. Som universitetslärare i nationalekonomi hade jag i bagaget lärobokens beskrivning av hur penningpolitik bedrivs. Ganska snabbt kom jag underfund med att praktiken skiljer sig en hel del från teorin. Till exempel så fungerar de finansiella marknaderna någorlunda bra i teorin. I det läge som jag tillträdde som direktionsledamot var detta definitivt inte fallet. Det gjorde att jag ställdes inför helt nya penningpolitiska avvägningar jämfört med dem som står i lärobokens analys av penningpolitik.

Att penningpolitik är betydligt svårare i praktiken än i teorin hade jag nog i och för sig misstänkt redan innan jag började på Riksbanken. Det hade jag säkert fått bekräftat även under mer normala förhållanden. Nu blev min inkörningsperiod färgad av de extraordinära förhållanden som nu gäller för penningpolitiken: en finanskris som vi ännu inte riktigt sett slutet på, en mycket dramatisk konjunkturedgång och en styrränta som ligger nära noll. Någon mjukstart blev det inte!

I dag tänkte jag berätta något om dessa första erfarenheter och förklara hur jag ser på de penningpolitiska avvägningar som är relevanta i det aktuella ekonomiska läget. Jag ska också säga något om hur jag ser på penningpolitiken framöver och i vilken utsträckning vi behöver ta hänsyn till andra faktorer än inflationen.

Penningpolitik i praktiken

Inflationsmålet står i centrum för Riksbankens penningpolitik. Målet formuleras som att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent. Vad gäller själva målet för penningpolitiken finns ingen skillnad mellan teori och praktik. Både teori och praktik visar att en låg och stabil inflation skapar

■ gynnsamma förutsättningar för utvecklingen av ekonomin på lång sikt. Det finns också en bred samsyn bland akademiker och centralbanker om penningpolitikens möjligheter och begränsningar. Vi vet att penningpolitiken kan påverka både den genomsnittliga nivån på inflationen och hur mycket den varierar över tiden.

Däremot kan inte penningpolitiken påverka den genomsnittliga nivån på reala storheter som produktion, sysselsättning och arbetslöshet särskilt mycket. Den genomsnittliga nivån på sådana storheter bestäms av andra faktorer, till exempel demografi, konkurrens- och skattepolitik, forskning och utveckling samt utbildning.

För penningpolitiken finns det därför goda skäl att fokusera på inflation och ha ett inflationsmål.

Flexibel inflationsmålspolitik

En strikt tolkning av penningpolitikens möjligheter kan lätt uppfattas som att centralbanker enbart kan påverka inflationen. Visserligen kan penningpolitiken inte påverka den genomsnittliga nivån på reala faktorer. Men det betyder inte att den är verkningslös för att stabilisera svängningarna i dessa faktorer. Med det menar jag att penningpolitiken kan bidra till att stabilisera resursutnyttjandet på en normal nivå. I praktiken bedriver centralbanker med inflationsmål det som kallas för flexibel inflationsmålspolitik. Flexibiliteten innebär att centralbankerna – vid sidan om det långsiktiga inflationsmålet – bryr sig om att se till att svängningar i både inflationen och den reala ekonomin inte blir så stora. Att hitta rätt balans mellan dessa mål är det som med Riksbankens ord kallas för en väl avvägd penningpolitik.

Att inflationsmålspolitiken är flexibel blir särskilt viktigt i situationer när det uppstår en målkonflikt mellan att uppnå inflationsmålet och att stabilisera den reala ekonomin. I vissa situationer talar inflationsmålet för en viss typ av penningpolitik medan resursutnyttjandet talar för ett annat. Ett exempel på detta var läget under merparten av 2008, året innan jag tillträdde. Priserna på energi och livsmedelsråvaror steg kraftigt. Det pressade upp inflationen oväntat mycket. Samtidigt tycktes konjunkturläget vara på väg att försvagas – en försvagning som så småningom övergick till en kraftig konjunkturedgång. Om räntan i ett sådant läge hade höjts kraftigt för att snabbt få ned inflationen till målet hade det kunnat förvärra konjunkturen ännu mer.

Men eftersom Riksbanken arbetar med ett flexibelt inflationsmål kan vi välja att inte föra tillbaka inflationen till målet så fort som möjligt. Tack vare denna flexibilitet får vi också utrymme att stabilisera svängningarna i realekonomin. Hur lång tid det bör ta att föra tillbaka inflationen till målet beror bland annat på vilken typ av störning som inträffat, hur stor störningen är och hur länge den kan förväntas påverka ekonomin.

En nästan given fråga på de skrivningar i makroekonomi som jag var med och utformade under våren 2008 var vilken penningpolitik en centralbank med en flexibel inflationsmålspolitik kunde förväntas bedriva under de förhållanden som då rådde och varför. Full poäng fick de som svarade något i den här stilen: "en sådan centralbank kan förväntas genomföra förhållandevis måttliga räntehöjningar och acceptera en inflation som överstiger målet på kort sikt men som sedan faller tillbaka till målet". Det var också den penningpolitik som Riksbanken i mångt och mycket bedrev.

■ *Men svåra avvägningar kan uppstå*

I teorin ter sig avvägningen mellan att uppnå inflationsmålet och att stabilisera realekonomin relativt enkel, även när det finns en målkonflikt som under 2008. Men när det kommer till att bedriva penningpolitik i praktiken så är avvägningen inte alltid så enkel.

Ett problem som jag nog tidigare har underskattat är att det inte finns några enkla och entydiga mått på hur mycket av ekonomins resurser som används och vad som kan tänkas vara en normal nivå för det vi kallar resursutnyttjandet. I teorin är det någorlunda lätt att definiera det så kallade produktionsgapet. Det definieras ofta som skillnaden mellan vad som faktiskt produceras och vad som skulle kunna produceras om resurserna utnyttjades fullt ut. Men tror jag knappast det är möjligt att mäta detta gap med någon större grad av precision. Ett problem är att det är svårt att mäta hur mycket som skulle kunna produceras om alla resurser användes fullt ut. Detta, som ibland kallas för potentiell produktion, går inte att observera direkt utan måste uppskattas.⁽¹⁾ Samtidigt råder det stor osäkerhet om hur man gör en sådan uppskattning på bästa sätt. För att skapa oss en bild av resursutnyttjandet krävs därför att vi, liksom andra prognosmakare, tittar på många olika typer av mått och gör bedömningar av vilka slutsatser om resursutnyttjande som verkar rimliga. Att utveckla analysen på detta område är viktigt – och inom Riksbanken pågår sådant arbete. Men jag tror inte att man ska förvänta sig att det går att hitta ett mått som är så tillförlitligt att det kan användas på ett mekaniskt sätt för att avgöra exakt hur penningpolitiken bör utformas för att också stabilisera realekonomin.

Ett annat praktiskt problem för prognosmakare är att det är svårt att fånga vändpunkter i konjunkturen. Även här måste vi förlita oss på olika typer av indikatorer. Vi följer till exempel orderingångar, lager, inköpschefsindex, konfidensindikatorer, företagsbarometrar och inte minst Riksbankens egna företagsintervjuer. I dagsläget är förtroendeindikatorer av särskilt stor vikt. Konjunkturedgången inleddes med en generell förtroendekris som gällde både den finansiella sektorn och allmänhetens förväntningar om den ekonomiska utvecklingen. Därför är det rimligt att tro att en vändning förutsätter att förtroendet återställs. Men det är svårt att hitta något exakt och stabilt samband mellan förtroendeindikatorer och den faktiska ekonomiska utvecklingen. Så här finns återigen utrymme för olika bedömningar när det gäller att tolka läget i ekonomin och konsekvenserna för penningpolitiken.

Nya svåra penningpolitiska avvägningar under senare tid

Ingen målkonflikt längre

När jag väl tillträdde som direktionsledamot fanns det egentligen ingen konflikt mellan att upprätthålla inflationsmålet och stabilisera realekonomin längre. Redan under sommaren 2008 hade energi- och livsmedelspriserna börjat sjunka. Den

¹ För en fördjupad diskussion om hur potentiell produktion kan definieras och mätas, se Palmqvist, S. (2007), "Flexibel inflationsmålspolitik – hur ska centralbanker ta realekonomisk hänsyn?", Penning- och Valutapolitik 2, s. 91-105, Sveriges Riksbank.
http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_PV/07_2sve_palmqvist2.pdf.

■ globala finanskrisen som slog till med kraft under hösten 2008 bidrog till en dramatisk konjunkturedgång i både Sverige och omvärlden. Det förstärkte det snabba fallet i inflationen. Vid de penningpolitiska möten som jag deltog i under våren och sommaren var det lätt att fatta beslut om i vilken riktning reporäntan skulle ändras. Både inflationen och konjunkturen motiverade räntesänkningar. Reporäntan sänktes också, först till 0,5 procent i april och sedan till rekordlåga 0,25 procent i juli.

Att förändringen i reporäntan skulle vara en sänkning hade vilken lärobok i makroekonomi som helst föreskrivit. Men de penningpolitiska besluten under våren och sommaren var ändå komplicerade. Den svåra frågan, åtminstone från min horisont, var hur mycket räntan borde sänkas. Eftersom vi hade sänkt räntan så snabbt och kraftigt under hösten 2008 och början av 2009 började möjligheten att bedriva traditionell penningpolitik uttömmas i takt med att styrräntan närmade sig sin nedre gräns.

Att komma fram till vilken nivå som är styrräntans nedre gräns visade sig dessutom vara svårt. Kan styrräntan gå ända ner till noll eller till och med sättas till ett negativt tal? På dessa frågor finns inget definitivt svar. Tillsammans med majoriteten i direktionen gjorde jag dock i juli bedömningen att reporäntan inte borde sänkas lägre än till 0,25 procent. Skälen till detta var att det fanns en oro för att vissa finansiella marknader skulle ha svårt att fungera normalt vid lägre räntenivåer och att bankernas lönsamhet skulle kunna påverkas negativt. Min uppfattning var att konjunkturläget i princip motiverade en ännu större räntesänkning. Samtidigt tyckte jag att det var för riskfyllt att sänka styrräntan ännu mer när vi inte riktigt visste hur de finansiella marknaderna skulle fungera med så låga räntor.

Så här i efterhand kan man konstatera att sänkningen av reporäntan till 0,25 procent genomfördes utan några uppenbara problem. De farhågor som jag hade i juli ter sig i detta perspektiv som något överdrivna. Å andra sidan anser jag att det finns ett värde i att en centralbank agerar med viss försiktighet på områden där det inte finns tidigare erfarenheter att dra på. Av detta skäl menar jag att det var motiverat att sänka räntan i små steg när vi redan i utgångsläget låg på en rekordlåg nivå.

Åtgärder när räntan är nära noll

Vad ska då en centralbank göra när styrräntan inte kan sänkas till den nivå som motiveras av det realekonomiska läget? Denna fråga har många centralbanker brottats med under den här krisen. En möjlighet är att låta styrräntan ligga kvar på den lägsta möjliga nivån under en längre period än vad som annars hade krävts. Effekten av ett sådant beslut kan dessutom förstärkas på olika sätt. Centralbanken kan till exempel låna ut pengar till bankerna till fast ränta på en löptid som motsvarar perioden då reporäntan väntas ligga på denna låga nivå. Det kan göra att prognosen om en bibehållen reporänta under det närmaste året blir mer trovärdig. Det bör också kunna pressa ned en del räntor med längre löptider. Vi beslutade att genomföra båda dessa åtgärder. Sedan det penningpolitiska mötet i februari har vår prognos innefattat en reporänta på låg nivå under förhållandvis lång tid. Dessutom beslutade vi att låna ut pengar till bankerna under ett år till fast ränta vid de penningpolitiska mötena i juli och september 2009.

Den penningpolitik som Riksbanken nu bedriver får betecknas som mycket expansiv. En sådan politik kan skapa farhågor om en för hög inflation i framtiden. Själv tycker jag inte att det finns fog för sådana farhågor. Inflationsmålet står som vanligt i centrum när vi fattar våra räntebeslut. Men så länge inte detta är hotat ska vi göra vad vi kan för att bidra till en stabil utveckling av produktion och sysselsättning. Detta är orsaken till att vi anser att reporäntan behöver hållas på en exceptionellt låg nivå ovanligt länge. Inflationen ser inte ut att bli något stort problem, samtidigt som olika mått på resursutnyttjandet talar för att det kommer att vara mycket lågt under det närmaste året.

Penningpolitik och finansiell stabilitet

Finanskrisen har föranlett en diskussion om penningpolitiken också borde ta hänsyn till tecken på att finansiella bubblor byggs upp och riktas in på att motverka sådana tendenser. Detta är en viktig diskussion som både jag och andra i centralbanksvärlden kommer att ha anledning att återkomma till. Riksbanken har ett explicit uppdrag att verka för ett stabilt och effektivt betalningssystem. Därför kommer Riksbanken under alla omständigheter att vidta åtgärder om systemets stabilitet hotas. Detta uppdrag har bland annat motiverat de krisåtgärder som Riksbanken vidtagit sedan i höstas. Men den diskussion som behöver föras är om situationer kan uppstå när en flexibel inflationsmålspolitik kommer i konflikt med målet om att verka för finansiell stabilitet. Ska räntepolitiken modifieras i så fall eller är det mer lämpligt att använda andra instrument för att exempelvis motverka uppkomsten av finansiella bubblor? Idag har jag inga färdiga svar att ge på dessa frågor. De hänger delvis samman med frågan om orsakerna till den finansiella kris som vi befinner oss i. Har penningpolitiken bidragit till krisen genom låga räntor eller står krisens orsaker att finna i helt andra faktorer, som globala obalanser och/eller otillräcklig reglering och översyn av finansmarknaden? Analysen av krisens orsaker har påbörjats, men det är alltför tidigt att dra några entydiga slutsatser om hur mycket olika faktorer har bidragit.

Det aktuella ekonomiska läget

Men hur ser det aktuella ekonomiska läget ut framöver och vilka utmaningar ställs vi inför nu? Finanskrisen förstärkte den internationella konjunkturedgången. Det är därför naturligt att förvänta sig att en återhämtning först kan ske när läget på de internationella finansmarknaderna har normaliserats.

Stabilisering av den finansiella sektorn

Läget på de finansiella marknaderna har fortsatt att förbättras under sommaren. Det kan man se genom att riskpremierna på interbankmarknaden, till exempel TED- och basis-spreadarna, har krympt till nivåer som närmar sig de som rådde före den finansiella krisens utbrott i både Sverige och omvärlden (se figur 1). Aktiemarknaden har också återhämtat sig starkt. Svenska företag har gradvis fått bättre möjligheter att finansiera sig på de internationella kapitalmarknaderna. Men läget är fortfarande ansträngt. De räntor som svenska företag möter är höga i förhållande till räntan på statspapper, det vill säga kreditspreadarna är

■ fortfarande höga. Dessutom efterfrågar företagen i dagsläget exportgarantier i mycket större utsträckning än vad som tidigare har varit fallet. Det tyder på att deras finansieringssituation fortfarande är ansträngd.

Den internationella konjunkturen visar tecken på återhämtning

Sedan det penningpolitiska mötet i juli har det kommit tecken på att den internationella konjunkturedgången nu bromsas upp. I vissa länder finns det nu till och med tecken på återhämtning. Detta syns bland annat i att världshandeln nu börjar stabiliseras efter kollapsen i början av året (se figur 2). Både utfall och indikatorer över den framtida ekonomiska tillväxten har stabiliserats eller vänt upp i de flesta regioner. Särskilt i Asien har tillväxten vänt upp tydligt under andra kvartalet i år (se figur 3). Det beror på att den inhemska efterfrågan i Kina har ökat, vilket i sin tur stimulerar exporten i de asiatiska länderna. Men även om de positiva tecken på en återhämtning som redan fanns i juli har stärkts, är den framtida utvecklingen fortfarande osäker.

I USA, som genomlider sin mest utdragna lågkonjunktur sedan 1940-talet, börjar det synas tecken på en ljusning. Bostadsmarknaden har förbättrats och statistiken tyder på att fallet i bostadspriserna stannat av (se figur 4). Efter fyra kvartal med sjunkande BNP väntas nu tillväxten för tredje kvartalet bli positiv (se figur 5). Men arbetsmarknaden fortsätter att försvagas och arbetslösheten är nästan 10 procent, vilket är ovanligt högt i USA .

Utvecklingen i euroområdet har blivit något bättre än vad vi bedömde i början av juli. Fallet i BNP ser ut att ha stannat av. Flera av de större ekonomierna rapporterade till och med positiv BNP-tillväxt. Men läget på arbetsmarknaden har försämrats ytterligare. Arbetslösheten ligger på nästan samma nivå som i USA.

Fallet i Sveriges BNP bromsas upp

Utvecklingen i en liten öppen ekonomi som Sverige är starkt beroende av den internationella konjunkturutvecklingen och om de om återhämtningen i världekonomin kvarstår som fanns i juli har stärkts. Konjunkturbarometern, tyder på att återhämtningen i Sverige har också drabbats hårt av den djupa nedgången i omvärlden. BNP har fallit fem kvartal i rad. Men från och med andra kvartalet i år har denna utveckling bromsats upp (se figur 6). BNP ökade till och med något mellan första och andra kvartalet. Dessutom tyder indikatorer för utvecklingen under tredje kvartalet, såsom inköpschefsindex och konjunkturbarometern, på att återhämtningen kommer att ske något snabbare än vad vi tidigare trodde. Därför har vi reviderat upp prognosen för tillväxten för 2009 något. Men återhämtningen sker från en mycket låg nivå. Sveriges BNP förväntas nu falla med 4,9 procent i år jämfört med förra året. Detta är den kraftigaste minskningen i svensk BNP ett enskilt år sedan 1940.

Arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas svagt

Trots den något ljusare bilden av den ekonomiska tillväxten så väntas läget på arbetsmarknaden vara dystert ytterligare en tid framöver (se figur 7). Det hänger ihop med att arbetsmarknaden inte kan förbättras så länge företagen har lediga resurser och fortfarande har behov av att minska sin personalstyrka.

Arbetslösheten väntas därför stiga både i år och nästa år. Först under 2011 bedömer vi att sysselsättningen ökar igen.

Inflationen är för närvarande låg

Inflationen har fallit snabbt sedan slutet av förra året och vi tror att den blir negativ under en stor del av året. Att inflationen mätt som konsumentprisindex, KPI, har fallit så snabbt beror framför allt på att energipriser och räntekostnader för bostadslån har sjunkit. Inflationen mätt med KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta, är mer stabil men beräknas ligga under 2 procent under merparten av prognosperioden (se figur 8).

Min syn på läget

Vid det senaste penningpolitiska mötet förordade jag en oförändrad reporänta och en oförändrad reporäntebana. Detta blev också majoritetens beslut. Liksom i juli beslutade vi dessutom att erbjuda våra penningpolitiska motparter lån till fast ränta under ett år. Som jag tidigare sagt kan detta stärka förväntningarna om att reporäntan ska ligga kvar på den beslutade nivån under löptiden på lånet och även på andra sätt bidra till lägre räntor för hushåll och företag.

Många bedömare uppfattade beslutet om en oförändrad reporänta som givet. Beslutet att behålla samma reporäntebana som vi beslutade om i juli var kanske något mer oväntat. Jag ska förklara hur jag resonerade när jag kom fram till att detta utgör en välavvägd penningpolitik.

Det finns flera faktorer att beakta i detta beslut. Den kanske mest uppenbara faktorn är de förändrade konjunkturutsikterna. Som jag tidigare nämnt har prognosen för BNP-tillväxten i Sverige i år reviderats upp något. Oavsett vilken indikator man tittar på så är dock resursutnyttjandet fortfarande mycket lågt såväl i Sverige som i omvärlden och sysselsättningen förväntas utvecklas svagt under det kommande året. Dessutom är osäkerheten stor när det gäller hur kraftfull och stabil en återhämtning blir. Att det skett en tydlig förbättring av läget på de finansiella marknaderna är positivt. Det minskar risken för allvarliga bakslag. Å andra sidan är läget inte helt normaliserat på dessa marknader. Centralbankerna runt om i världen ligger kvar med olika åtgärder för att hjälpa bankerna att finansiera sig. De kraftiga finanspolitiska stimulanser som sker i alla stora ekonomier har med all sannolikhet bidragit till att dämpa fallet i BNP. Men de leder också till att statsskulderna ökar. Det kan skapa oro hos hushållen och därmed risker för att en återhämtning kommer av sig.

Icke desto mindre ser läget ljusare ut idag än vad det gjorde för ett par månader sedan. Detta förhållande motiverar i sig en något stramare penningpolitik än vad vi ansåg utgjorde en välavvägd penningpolitik i juli.

Men det finns också faktorer som verkar i motsatt riktning och alltså talar för en mer expansiv penningpolitik. Kronan har utvecklats starkare än vad vi hade förväntat oss. På samma sätt som det är svårt att förklara den tidigare försvagningen av kronan med utvecklingen av den svenska ekonomin, är det svårt att förklara den senaste tidens förstärkning. Den förklaring som kanske ligger närmast till hands är att det handlar om en anpassning tillbaka till mer normala nivåer efter att växelkursen starkt avvikit från den långsiktigt rimliga kursen. En förstärkning av kronan drar dock ned inflationen. Eftersom inflationen

■ förväntas hamna något under målet de närmaste åren – och nu refererar jag till inflationen rensad från ränteförändringarnas effekt på boendekostnaderna – är detta något som i sig skulle tala för en mer expansiv penningpolitik.

Den ljusare konjunkturutvecklingen talar alltså för en stramare penningpolitik medan den starkare kronan talar för en mer expansiv penningpolitik. Jag tycker att det är mer osäkerhet kring hur kronan utvecklas framöver än konjunkturen. Därför fäster jag ganska liten vikt vid just kronan när det gäller att bedöma hur en välavvägd penningpolitik bör se ut.

Det innebär att jag istället fäster en förhållandevis stor vikt vid de förbättrade konjunkturutsikterna. Men trots att konjunkturen nu ser lite ljusare ut är det fortfarande så att resursutnyttjandet förväntas vara ganska långt under det normala under de närmaste åren. Det finns alltså fortfarande ett behov av penningpolitisk stimulans för att stabilisera realekonomin. En sådan stimulans ser dessutom inte ut att komma i konflikt med inflationsmålet. Inflationen mätt med KPIF förväntas hamna något under målet på 2 procent de närmaste åren. Sammantaget finns det just nu ingenting som talar för en åtstramning av penningpolitiken i en snabbare takt än vad vi bedömde i juli.

Eftersom konjunkturen har förbättrats ser jag inte heller något tungt vägande skäl för att göra penningpolitiken mer expansiv genom att sänka reporäntan ytterligare. Den inslagna linjen med en ränta på 0,25 procent som förväntas ligga kvar under flera kvartal innebär en mycket expansiv penningpolitik. Min uppfattning är att denna politik endast bör ändras om inflationen och/eller konjunkturläget ändras avsevärt jämfört med våra nuvarande prognoser.

Avslutning

Jag har nu delat med mig av en del av mina erfarenheter under min första tid som direktionsledamot. Jag insåg redan när jag tackade ja till jobbet att det inte skulle bli så lätt. Men att penningpolitiskt beslutsfattande inte är så renodlat som man föreställer sig i teorin gör det förstås bara mer spännande.

En väl avvägd penningpolitik förutsätter att vi gör en rimlig avvägning mellan att uppnå inflationsmålet och att stabilisera realekonomin. En rimlig avvägning kräver i sin tur att vi på ett bra sätt kan mäta hur mycket inflationen avviker från målet och hur resursutnyttjandet förhåller sig till sin normala nivå. Inflationen har vi någorlunda bra mått på, även om det har varit ett problem under senare tid att vårt huvudsakliga mått på inflationen, KPI, påverkas så mycket av våra egna räntebeslut via effekten på boendekostnader. Det har lett till att vi vid de senaste penningpolitiska mötena nästan uteslutande fokuserat på alternativa mått där boendekostnaderna inte finns med.

När det gäller hur mått på resursutnyttjandet förhåller sig till sin normala nivå är dock problemen större. Det är svårt nog att mäta faktiskt resursutnyttjande och det är ännu svårare att mäta vad dess normala nivå är. Istället måste vi väga samman olika mått och indikatorer på något rimligt sätt. Då finns det förstås också större utrymme för olika bedömningar. Och inte minst har den finansiella krisen aktualiserat frågan om vilken hänsyn penningpolitiken bör ta till den finansiella stabiliteten. Det är en viktig fråga som bör analyseras vidare.

Låt mig avsluta med att säga att det verkar som om de finans- och penningpolitiska stimulanser som genomförs runt om i världen börjar ge önskad effekt. Läget i den finansiella sektorn har förbättrats och en ekonomisk

■ återhämtning kan nu skönjas. Men det är fortfarande osäkert om återhämtningen är stabil eller om den riskerar att brytas så fort de finans- och penningpolitiska stimulanserna avvecklas. Att bestämma vad som är en lämplig tidpunkt för att inleda avvecklingen av de nu mycket kraftiga penningpolitiska stimulanserna är en stor utmaning. Om avvecklingen sker för tidigt riskerar vi att återhämtningen kommer av sig. Om vi väntar för länge riskerar vi att behöva höja räntan mycket snabbt för att uppfylla inflationsmålet. En avvägning som är betydligt lättare att göra i teorin än i praktiken! Men som jag har förklarat här idag var min bedömning vid det senaste penningpolitiska mötet ändå att reporäntan kommer att behöva hållas på denna låga nivå under en lång period.

Tack för er uppmärksamhet!