



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

ANFÖRANDE

DATUM: 2010-10-14
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak
PLATS: SEB, Stockholm

■ Reflektioner kring den senaste tidens penningpolitik

Den 6 oktober förföll det sista fasträntelånet som Riksbanken gav bankerna när finanskrisen rasade som värst. Sedan årsskiftet har bankerna inte behövt utnyttja Riksbankens lånefaciliteter i någon större utsträckning och då vi för drygt en vecka sedan höll den sista auktionen på lån med rörlig ränta inkom inga bud. Det innebär att bankerna numera löser sin kortfristiga finansiering helt och hållet på den privata lånemarknaden. Det betyder också att bankerna återtagit ansvaret för dagslånemarknaden som hanterar lån över natten bankerna emellan. Det finns visserligen kvar några mindre utestående lån som återbetalas under vintern. Men på det hela taget är det man brukar kalla för extraordinära åtgärder något som Riksbanken nu lämnat bakom sig och vi ägnar oss nu åt penningpolitik "på vanligt sätt". Det kan förstås inte uteslutas att efterdyningar av den finansiella krisen kan komma att drabba oss i någon form även framöver. Men det verkar i alla fall som om vi nu för svensk del kan vända blad och lägga krisens mest akuta kapitel bakom oss.

Sverige har klarat sig relativt lindrigt genom krisen

Så var står vi då idag? Så här med lite distans verkar det alltmer klart att den svenska ekonomin trots allt klarat sig ganska lindrigt genom krisen. Visserligen blev fallet i BNP större i Sverige än i många andra länder, men återhämtningen har å andra sidan gått snabbare och vi befinner oss idag på betydligt stabilare mark än flertalet andra. Det finns flera skäl till det. Men jag tror att en viktig förklaring är de insikter som vår djupgående kris i början på 1990-talet gav oss. Vi insåg då vikten av att forma stabila ramar för både penning- och finanspolitiken för att den vägen skapa förutsättningar för långsiktig stabilitet. När ekonomins aktörer fattar sina beslut har de kunnat lita på att inflationen kommer att vara hyggligt stabil och att de offentliga finanserna inte urholkas på ett sätt som kan kräva ett kraftigt besparingsprogram. Speciellt det senare är ju idag ett problem i många länder.

När det kärvar till sig, som under den här krisen, har den här grundläggande tilltron till det ekonomisk-politiska ramverket gjort att vi kunnat stimulera ekonomin kraftigt utan att någon ifrågasatt trovärdigheten för inflationsmålet eller hållbarheten i de offentliga finanserna. Även vårt banksystem har klarat sig bättre än på

■ många andra håll. Till en del beror det förmodligen på de läxor man lärt sig från vår egen tidigare bankkris. De svenska bankerna hade exempelvis hållit sig borta från så kallade strukturerade produkter med inslag av bland annat riskfyllda amerikanska bolån, som ju var krisens upprinnelse.

Riksbankens bedömning och beslut i september

Vid vårt senaste penningpolitiska möte i september kunde vi konstatera att läget i världsekonomin fortsatt att förbättras, även om styrkan i återhämtningen fortfarande var osäker. Problemen med statsfinanserna i vissa euroländer var fortfarande ett orosmoment och det fanns en osäkerhet om vilka konsekvenser en stramare finanspolitik skulle få för tillväxten i dessa länder. Men jämfört med förhållandena under våren och försommaren hade oron på de finansiella marknaderna dämpats, bland annat som ett resultat av stresstestet för bankerna som på EU-nivå genomförts under sommaren. Tillväxtutsikterna i euroområdet var i princip desamma som i vår bedömning från juni. Däremot kunde vi konstatera att risken för en långsammare tillväxt i USA ökat och vi reviderade ned prognoserna för den amerikanska tillväxten i år och nästa år. Trots det såg vi framför oss, precis som tidigare, att det internationella konjunkturläget gradvis skulle förbättras.

Vid förra mötet kunde vi också konstatera att återhämtningen i den svenska ekonomin gått snabbare än väntat och vår bedömning var att ekonomin skulle växa snabbare än till exempel euroområdet och USA framöver. Ett skäl till det, som jag precis resonerat kring, är att vi till skillnad från många andra länder inte behöver genomföra åtstramningar för att komma till rätta med stora budgetunderskott och skuldkvoter. Världshandeln hade åter tagit fart och det hade satt avtryck i vår export. Dessutom borgade den starka framtidstron hos både svenska hushåll och företag för att den inhemska efterfrågan skulle hållas uppe under kommande år. Enligt vår prognos från september skulle BNP i Sverige komma att växa med cirka 4 procent i år för att därefter växa i en långsammare takt. Givet det skulle BNP i mitten av 2011 vara tillbaka på samma nivå som i slutet av 2007, det vill säga innan BNP började falla.

I september kunde vi ännu en gång konstatera att återhämtningen på arbetsmarknaden överraskat positivt. Den nya prognos som gjordes innebar att sysselsättningen skulle vara på samma nivå som före krisen redan under nästa år. Vår bedömning av arbetslösheten var att den skulle falla relativt snabbt de närmaste kvartalen för att därefter sjunka tillbaka i långsammare takt.

Mot bakgrund av den här utvecklingen justerade vi upp vår bedömning av resursutnyttjandet i ekonomin jämfört med bedömningen vid det penningpolitiska mötet i juni. Vi såg framför oss att resursutnyttjandet skulle fortsätta att stiga de kommande åren. Den samlade bilden var att resursutnyttjandet fortfarande var lågt men att det skulle vara ungefär normalt i slutet av prognosperioden.

I prognosen i september räknade vi med att den underliggande inflationen mätt med KPIF skulle fortsätta falla under 2010 för att sedan öka i takt med att det stigande resursutnyttjandet fick genomslag i inflationsutvecklingen. I början av 2013 skulle den nå 2 procent. Inflationen mätt med KPI skulle enligt prognosen öka snabbt nästa år, framförallt beroende på att bostadsräntorna stiger som en följd av höjningarna av reporäntan. KPI-inflationen bedömdes tillfälligt skjuta över inflationsmålet under 2012 och 2013 men vara omkring målet på 2 procent på längre sikt då reporäntan nått mer normala nivåer.

Majoriteten i direktionen gjorde bedömningen att det var lämpligt att fortsätta normaliseringen av penningpolitiken som inletts under sommaren. Reporäntan höjdes till 0,75 procent och räntebanan var oförändrad jämfört med i juni.

Det här är alltså i grova drag den bild som vi målade upp i den penningpolitiska uppföljningen i september. Den statistik som kommit in den senaste tiden har fortsatt att peka mot en snabb svensk återhämtning. BNP-utfallet för andra kvartalet har reviderats upp relativt mycket jämfört med det preliminära utfallet och uppgår till 4,6 uttryckt som årlig procentuell förändring. Konjunkturinstitutets barometerindikator tyder på att stämningläget bland hushåll och företag är mycket starkare än normalt och indikatorn ligger nu endast marginellt lägre än toppnoteringen från 2000. Ny internationell statistik ger samtidigt en blandad bild. Hur detta ska vägas samman är något vi återkommer till vid nästa penningpolitiska möte.

Mina överväganden vid mötet i september

Låt mig nu gå in lite mer på vilka överväganden som har spelat roll för mitt personliga ställningstagande till penningpolitiken under sommaren och hösten. En del av debatten under senare tid har handlat om att den räntebana som Riksbanken förespråkar skulle ligga för högt. Debatten har sitt ursprung dels i att marknaden verkar tro på att Riksbanken inte kommer att höja reporäntan lika snabbt och mycket som vi själva prognostiserar, dels i att vi inom direktionen under den senaste tiden haft lite olika syn på vilken ränta som är lämplig nu och framöver.

Jag har noterat att det faktum att jag förespråkade höjningar av reporäntan har gjort att den som läser viss rapportering om direktionens förhållanden kan få intrycket att jag är en synnerligen inbiten hög, ibland till och med någon sorts bartongmormor som är beredd att klubba ner varje tendens till konjunkturuppgång. För att nyansera den bilden skulle jag vilja påminna om att jag strax före krisen, sommaren och hösten 2008, faktiskt reserverade mig mot den alltför åtstramande politik som jag då tyckte att majoriteten av mina kollegor förespråkade. Så det här med att placera in direktionsledamöter i fack, eller kanske snarare burar, och vänta sig att de ska stanna där, är oftast ingen bra idé, i varje fall inte när det gäller mig. Jag vill minnas att jag sa ungefär samma sak för två år sedan, när jag ansågs tillhöra duvlägret.

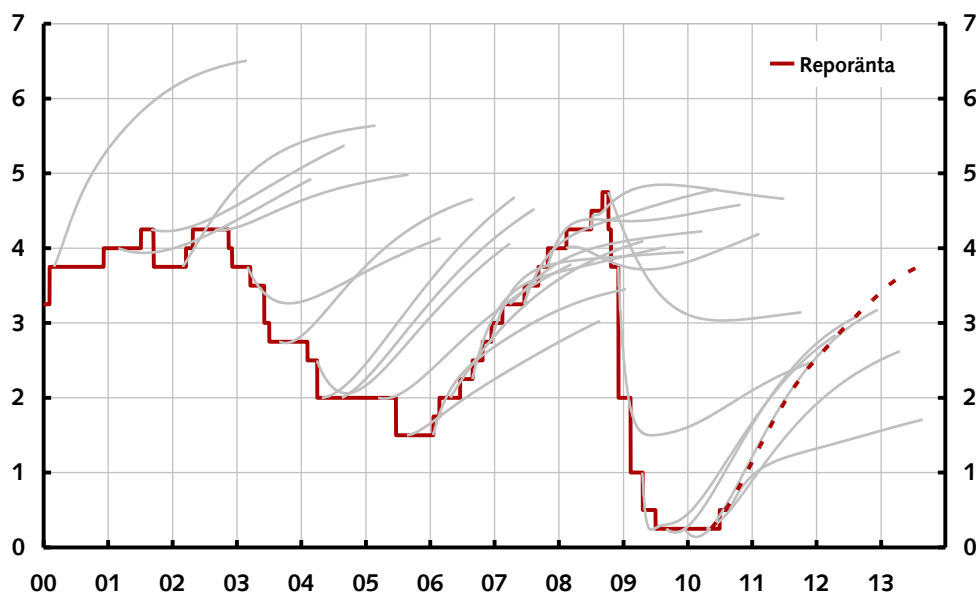
Det kan också vara värt att notera att det inte bara är jag som då och då hamnar på lite olika sidor i synen på reporäntan jämfört med direktionens majoritet. Det samma gäller marknads förväntningar om reporäntan framöver. Under större delen av 2009 låg till exempel marknadsförväntningarna till stor del över Riksbankens ränteprognos. Sedan början av 2010 ligger de alltså istället under vår bana.

I det här sammanhanget är det viktigt att påpeka att det inte finns något "sant" mått på marknads förväntningar om penningpolitiken. De förväntningar jag pratar om här är de förväntningar om reporäntan som kan utläsas ur terminsräntor. För att ta fram de förväntningarna behöver man bland annat rensa bort olika slags premier ur terminsräntorna, och det finns inget självklart sätt att göra det på. Så, man ska alltså komma ihåg att avvikelser mellan Riksbankens ränteprognos och marknads förväntade räntebana utläst från terminsräntor åtminstone delvis kan bero på mätproblem.

Oavsett mätsvårigheterna är det också värt att betona att det inte finns speciellt starka skäl att tro att marknaden alltid "har rätt", i meningen att den reporänta som marknaden förväntar sig också blir den som sedan realiserar. Tittar man på hur det sett ut historiskt så har den faktiska reporäntan ofta utvecklats ganska annorlunda än vad marknadsaktörerna enligt terminsräntor hade förväntat sig (se diagram 1). Att marknadsförväntningarna nu ligger under Riksbankens prognos för räntan är förstås värt att analysera och fundera över. Men man ska komma ihåg att det dels är en ögonblicksbild, dels att det framförallt är på längre sikt – där osäkerheten är särskilt stor – som skillnaderna är mer påtagliga. Många prognosmakare ligger också betydligt närmare Riksbankens syn på reporäntan.

Det ska tilläggas att Riksbanken förstås också ibland "har fel" och att den faktiska politiken blir en annan än vad vi räknat med. Räntebanan är ju när allt kommer omkring, som vi brukar framhålla, en prognos och inte ett löfte. Det är inte rimligt att tro att vi och marknadsaktörerna alltid ska komma till samma slutsatser och skillnader är därför inte nödvändigtvis ett uttryck för förtroendeproblem. Inflationsförväntningarna är väl förankrade kring vårt mål och det är enligt min mening det viktigaste kvittot på att marknaden har förtroende för penningpolitiken.

Diagram 1. Reporäntan och terminsräntor



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken.

Varför ställde jag mig då bakom den räntebana vi publicerade i den penningpolitiska uppföljningen i september? Om nu inflationen understiger målet samtidigt som resursutnyttjandet är lägre än normalt, skulle vi då inte kunna hålla räntan lägre och därmed få inflationen närmare målet under prognosperioden och resursutnyttjandet snabbare mot en normal nivå? Som jag har beskrivit tycker jag att det fanns ganska övertygande skäl för räntebanan i den senaste penningpolitiska uppföljningen. Den svenska ekonomin går starkt och för att hamna på målet på ett par års sikt bör vi helt enkelt börja lätta på gasen. För det handlar just om det. Räntan höjs från extremt låg nivå och räntebanan implicerar att vi har en negativ realränta ett bra tag framöver. Det kan inte betecknas som en åtstramande politik – vi ställer oss inte på bromsen.

Jag har i de senaste protokollen uttryckt några farhågor om vad en lägre räntebana skulle kunna medföra. En synpunkt som jag vid flera tillfällen fört fram är att penningpolitiken måste hantera risker. I det sammanhanget kan det vara viktigt att inte behandla prognosperioden som fristående och enskild utan också försöka beakta hur exempelvis beslut som fattas nu kan påverka utvecklingen även bortom prognoshorisonten. Naturligtvis är det så att det blir allt svårare att med någon större säkerhet uttala sig om vad som kommer att hända ju längre in i framtiden man försöker se. Men ofta kan man ändå ha någon misstanke om vad som kan inträffa även om den kan vara svår att kvantifiera. Jag upplever att det finns risker på den inhemska sidan som inte är framträdande eller synliga nu men som kan byggas upp.

Resursutnyttjandet är visserligen lågt och arbetslösheten hög för närvarande. Men arbetsmarknaden förbättras stadigt och vår prognos för sysselsättningen har fått justeras upp flera gånger. Även bristtalen rör sig uppåt. Nivåerna är kanske inte alarmerande, men riktningen uppåt är klar och tydlig. Och det finns en tydlig risk att brist på arbetskraft kan uppstå lite längre fram. Vid den förra konjunkturuppgången uppstod ganska tidigt brist på arbetskraft trots förhållandevis hög arbetslöshet och man glömmer lätt att det stora temat innan krisen var de stora svårigheterna att få tag på yrkesutbildad arbetskraft. Visserligen har strukturella reformer genomförts men hur mycket och på vilken sikt de verkar är svårt att avgöra. Om penningpolitiken är alltför expansiv alltför länge, och hjulen tillåts att börja snurra alltför fort, så är det här något som kan skapa problem med flaskhalsar, om inte under så strax bortom prognosperioden.

Även hushållens upplåning utgör en riskfaktor, och kanske en större sådan, i det lite längre perspektivet. Med en lägre ränta finns en risk att skuldkvoten fortsätter att byggas upp från redan höga nivåer. Den utvecklingen kan inte fortgå för evigt och skulle den brytas tvärt kan det få betydande negativa effekter på den reala ekonomin. Det gäller särskilt om det skulle uppstå ett läge där huspriserna faller och hushållens nettoförmögenheter krymper. När väl hushållen kommit in i situation där de anser sig behöva sanera sina balansräkningar genom att dra ner sina skulder är det svårt att bryta processen med hjälp av penningpolitiken. Det visar inte minst det vi nu ser i USA.

Jag tror inte på en vänta-och-se-strategi som kan medföra att räntan behöver höjas desto snabbare längre fram. En lite högre ränta nu kan få hushållen att börja anpassa sig och bidra till en lugnare utveckling. Det är för mig en välavvägd penningpolitik.

Det är i och för sig självklart, men låt mig ändå poängtera det: Min målsättning är förstås att precis som vanligt försöka uppnå det Riksbanken har till uppgift att åstadkomma – att inflationen och inflationsförväntningarna ska vara väl förankrade kring målet och att utvecklingen i den reala ekonomin ska vara stabil. Men för att åstadkomma detta vill jag väga in risker som jag upplever finns och det i ett lite längre perspektiv än den vanliga prognoshorisonten – eftersom jag just nu ser skäl till att göra det.

Reflektioner kring bedömningar och penningpolitiskt beslutsfattande

Det här leder mig in på en lite bredare fråga om bedömningar och hur de kommer in i de penningpolitiska övervägandena. Låt mig därför avslutningsvis säga några ord om hur jag ser på saken och hur jag närmar mig ett räntebeslut.

I den ekonomiska debatten framförs ibland åsikten att vi på Riksbanken i alldeles för hög grad förlitar oss på ekonomiska modeller och att det kan leda oss till att fatta felaktiga beslut om reporäntan. Min inställning är att ekonomiska modeller är viktiga, för att inte säga alldeles nödvändiga hjälpmedel. De organiserar tankarna och ser till att man får konsistens i analysen av inflation, produktion, ränta, sysselsättning, arbetslöshet och så vidare. Modellerna hjälper dessutom till att identifiera svagheter i ens resonemang. Riksbanken har sofistikerade modeller som ger bra prognoser i sig själva, men som också tillåter oss att "experimentera" med olika räntebanor och undersöka tänkbara framtida scenarier. Utan dessa möjligheter skulle inte beredningsprocessen för penningpolitiken fungera så smidigt som den gör idag.

Men det här innebär givetvis inte att vi bara trycker på en knapp, lutar oss tillbaka och köper modellernas resultat fullt ut. Det är inte så de penningpolitiska besluten fattas. Vad jag vet skulle heller ingen skriva under på att det vore ett bra sätt att fatta dem på. Hur bra och sofistikerade modellerna än är så är de ändå alltid förenklingar av verkligheten. De måste därför alltid kompletteras med bedömningar. Prognoserna i vårt huvudscenario tas alltid fram i ett samspel mellan modellanalys och bedömningar som tar hänsyn till faktorer som modellerna antingen inte fångar alls eller inte förmår fånga på ett sätt som vi anser vara rimligt. Sådana "handpåläggningar" blir särskilt viktiga när de historiska samband som modellerna bygger på ser ut att ha ändrats.

Bedömningarna kan vara av olika slag och det kan naturligtvis råda delade meningar om vilka faktorer det är viktigast att ta hänsyn till vid ett givet beslutstillfälle. Min utgångspunkt är att bedömningarna i så stor utsträckning som möjligt bör speglas i de prognossiffror för inflationen, realekonomin och reporäntan som ett penningpolitiskt beslut bygger på. Men jag tror vi måste leva med att det inte är möjligt att siffersätta precis alla faktorer som vi som penningpolitiska beslutsfattare bedömer att vi behöver väga in i de penningpolitiska besluten.

För mig är utgångspunkten att man inte till varje pris måste pressa fram en siffer-satt justering av prognosen för att en bedömning man anser vara relevant ska få plats i den penningpolitiska diskussionen. Det måste finnas utrymme att föra fram argument som verkar rimliga, utan att dessa nödvändigtvis måste kunna översättas i exakta sannolikheter eller siffersatta effekter på inflation och realekonomi. Det är som jag ser det helt i sin ordning att ha "onda aningar" om en viss utveckling och låta det påverka besluten, utan att man exakt kan kvantifiera de risker den för med sig. Den typ av diskussion jag har fört vid våra senaste penningpolitiska möten om riskerna med en ännu mer expansiv politik är av det här slaget. Jag är rätt övertygad om att i de flesta centralbanker förs den penningpolitiska diskussionen till stor del i termer av den här typen av mer kvalitativa argument.

Med det menar jag förstås inte att det ska vara "hela havet stormar" i penningpolitiken. Det måste finnas tillräckligt med struktur och konsistensprövning i den penningpolitiska beslutsprocessen. Och det tycker jag att det gör idag. Hela den analysprocess som föregår det penningpolitiska beslutet sker på ett ordnat och strukturerat sätt. Och jag tror också att det finns ett förtroende för vårt sätt att arbeta. Även om det finns nyansskillnader i synen på den ekonomiska utvecklingen framöver mellan olika prognosmakare så finns det så vitt jag vet ingen som tycker att våra bedömningar är helt uppåt väggarna.

Att vi haft en del meningskiljaktigheter inom direktionen är något som har uppmärksamats en del den senaste tiden. Men en sak man bör komma ihåg är att

■ oenighet inte är någonting konstigt i en penningpolitisk kommitté, som direktionen. Den är ju med avsikt sammansatt på ett sådant sätt att den ska bestå av personer med olika bakgrund, erfarenheter och kunskaper. Vi ska inte vara stöpta i samma form. Själva poängen med att låta de penningpolitiska besluten fattas av en grupp av personer och inte en enskild individ skulle kunna sammanfattas med att "flera huvuden är bättre än ett". Och det skulle ju inte gälla om vi alla tänkte på precis samma sätt, om vi vore kloner av varandra. Då skulle det räcka med en ensam beslutsfattare.

Det kan vara värt att påpeka att det faktum att vi sedan några år tillbaka publicerar en prognos för reporäntan förmodligen har gjort att det märks mer när vi är oeniga. Räntebanan gör det nödvändigt med mer djupgående och långsiktiga diskussioner än om man bara ska bestämma om den aktuella räntan ska ändras eller inte. Jag upplever att räntebanan har höjt kvalitén på den penningpolitiska diskussionen både internt och utanför Riksbanken. Men den innebär också att det, lite förenklat uttryckt, finns mer att vara oense om.

Att medlemmar i en penningpolitisk kommitté har olika bakgrund, erfarenheter och kunskaper gör att de närmar sig ett räntebeslut från lite olika håll, gör sina analyser lite olika och argumenterar på lite olika sätt. Dessa skillnader ställer visserligen krav på att man kan hitta en sorts "minsta gemensamma nämnare" i den penningpolitiska diskussionen för att man inte ska prata förbi varandra. En penningpolitisk kommitté måste med andra ord inte bara vara ense om att man kan vara oense, utan också vara ense om på vilka *sätt* som det är okej att vara oense.

Men den här typen av skillnader bidrar också till den mångfald och diversifiering som gör att besluten blir bättre. Ingen sitter inne med sanningen med stort S och när synpunkter och bedömningar bryts mot varandra minskar risken för tokiga beslut. Det finns en del stöd för det i forskningen där ett resultat är just att en grupp av personer som processar information och kommer fram till sina beslut på olika sätt kan överträffa även mycket skickliga individer när det gäller att lösa komplexa uppgifter.¹ Man skulle kunna säga att diversifiering övertrumfar specialisering – det är olikheterna som skapar ett mervärde.

¹ Se till exempel Alan S. Blinder, "Monetary Policy by Committee. Why and How?", *European Journal of Political Economy* 23 (2007).