



# ANFÖRANDE

DATUM: 2011-01-26  
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak  
PLATS: Swedbank, 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

## ■ Väl avvägd penningpolitik har många dimensioner

Jag ska idag redogöra för mitt penningpolitiska ställningstagande vid det senaste penningpolitiska mötet i december. Men jag ska göra det ganska kortfattat för att också hinna ta upp några viktiga men svårbedömda faktorer som har varit aktuella i den penningpolitiska debatten under senare tid. Bland annat vill jag diskutera olika mått på penningpolitiska förväntningar och de risker som utvecklingen av hushållens skuldsättning och huspriser kan medföra på sikt. Jag kommer också att säga några ord om begreppet välavvägd penningpolitik och sedan avsluta med ett antal reflektioner kring penningpolitiskt beslutsfattande.

Det jag vill belysa är att hur genomarbetade penningpolitiska beslutsunderlag vi än har så ställs vi alltid inför svårbedömda och viktiga överväganden som vi måste förhålla oss till. Alla aspekter måste diskuteras från flera olika perspektiv. Min tro är att en sådan allsidig diskussion ger bättre penningpolitiska beslut. Att det sedan innebär att vi från tid till annan inte alla är överens om räntebesluten är naturligt. Penningpolitiken är inte en mekanisk avläsningsövning utan våra bedömningar ingår som nödvändiga delar i beslutsprocessen.

### *Stark tillväxt ger behov av gradvis höjning av reporäntan*

Att svensk ekonomi växer starkt och i en takt som överraskat är nog de flesta bedömare överens om. Till exempel är produktionsvolymen nu i stort sett tillbaka på samma nivå som innan krisen. Det är ungefär ett år tidigare än vad vi trodde hösten 2009.

När det gäller styrkan i den ekonomiska uppgången i Sverige gör alla medlemmar i Riksbankens direktion samma bedömning. Däremot hamnar vi i olika bedömningar när det gäller räntan. En majoritet av direktionen, som jag själv tillhör, bedömde i december att räntan behövde höjas till 1,25 procent och att den sedan skulle behöva höjas gradvis framöver på ungefär det sätt som räntebanan från oktober utvisade.

■ Mitt penningpolitiska ställningstagande vid det senaste penningpolitiska mötet beror på att jag vill ta hänsyn till de tendenser till obalanser som skymtar mot slutet eller bortom prognoshorisonen. En väl avvägd penningpolitik handlar i dagsläget om att väga kortsiktiga obalanser mot långsiktiga. Å ena sidan kunde vi i december konstatera att resursutnyttjandet var fortsatt lågt och det underliggande inflationstrycket bedömdes vara lågt ännu en tid, vilket motiverade att penningpolitiken har en expansiv inriktning ytterligare ett tag. Å andra sidan kunde vi se hur en motsatt bild med mer ansträngt resursutnyttjande och risker för att en alltför hög inflation höll på att byggas upp på lite längre sikt, vilket talade för att normalisera penningpolitiken. Den räntebana som Riksbanken presenterade i december ansåg jag avspegla en sådan avvägning ganska väl och därför valde jag att stödja den. Den minskar riskerna för att vi tvingas agera reaktivt med mer drastiska höjningar längre fram. Räntebanan innebär också att hushållen gradvis kan anpassa sig till ett högre ränteläge och det är rimligt att hushållens upplåning dämpas. Detta borde i sin tur minska risken för smärtsamma korrigeringar av finansiella obalanser längre fram.

### *Penningpolitiska förväntningar är svåra att fånga*

Att de penningpolitiska förväntningarna såsom de avspeglas i terminsräntor på lite längre sikt ligger under Riksbankens reporäntebana har diskuterats en hel del utanför Riksbanken men också i direktionen. Under beredningen av det senaste räntebeslutet och vid det penningpolitiska mötet diskuterade vi prissättningen på marknaden och de problem det innebär att utifrån denna dra långtgående slutsatser om penningpolitiska förväntningar både för Sverige och för omvärlden.

Enkelt uttryckt så kan en marknadsränta ses som summan av förväntningarna om den framtida räntan plus en riskpremie.<sup>1</sup> Marknadsförväntningarnas roll är enklast att förstå om man utgår från den så kallade förväntningshypotesen som säger att en lång ränta är lika med den förväntade genomsnittliga kort räntenivån under löptiden. Riksbanken kan sålunda med penningpolitiska beslut och i synnerhet med publiceringar av reporänteprognoiser ha inflytande på marknadens förväntningar och därmed på de räntor som hushåll och företag möter.

Men i praktiken håller förväntningshypotesen knappast och det beror på riskpremierna som avspeglar alla andra faktorer som också påverkar räntan. Det finns en föreställning om att riskpremierna i genomsnitt bör vara positiva och öka med löptiden eftersom investerarna vill ha kompensation för den kursrisk som det innebär att inneha av långa obligationer.<sup>2</sup> Riskpremierna påverkas därutöver av utbuds- och efterfrågeförhållanden på obligationsmarknaderna, vilket kan påverka riskpremien i såväl positiv som negativ riktning. I själva verket är det troligt att riskpremier kan vara såväl positiva som negativa och att de fluktuerar en hel del över tiden på ett ganska oregelbundet sätt. Det här innebär att det är svårt att justera marknadsräntorna på ett sätt som rensar bort riskpremierna och blottlägger förväntningarna om den framtida räntan. Normalt kan man kanske komma någorlunda rätt via schablonjusteringar men när marknaderna, som under senare år, präglas av stark oro och osäkerhet samtidigt som centralbanker är inne och påverkar prisbildningen med olika ekon-

<sup>1</sup> Genomgående används lite förenklat uttrycket riskpremie istället för den mer korrekta termen löptidspremie.

<sup>2</sup> Den kursvinst som en lång obligation ger om den korta räntan blir lägre än förväntad är å andra sidan något större än den kursförlust som görs om den korta räntan i motsvarande mån blir högre än förväntad. Detta ger upphov till något som kallas för konvexitetseffekter som talar för negativa riskpremier. Normalt är dessa konvexitetseffekter små men de växer om osäkerheten om den framtida utvecklingen ökar.

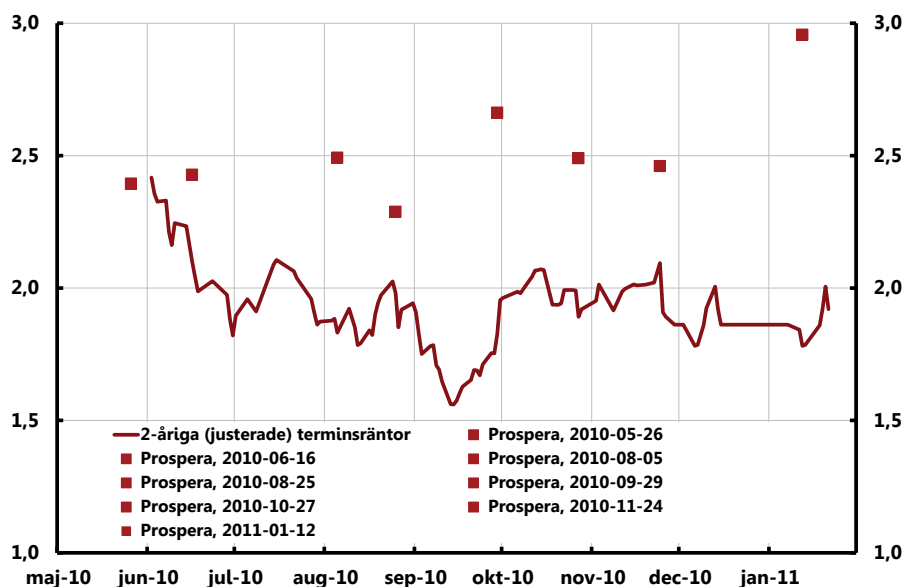
ventionella metoder är det mycket svårt att göra tillförlitliga beräkningar av förväntningarna.

Är det då viktigt för oss att kunna särskilja de penningpolitiska förväntningarna från andra faktorer som påverkar räntan? Svaret är att det spelar roll när man ska värdera penningpolitiska handlingsalternativ. Vi i direktionen har till exempel diskuterat vad som skulle kunna hända om marknadens styrränteförväntningar snabbt anpassades till Riksbankens räntebana. Om vi skulle anta en omedelbar anpassning så blir den uppåt drivande effekten på de långa räntorna beroende av vilket mått man anser vara representativt för de penningpolitiska förväntningarna. Prosperas undersökningar från november visar att förväntningar i enkätundersökningar ligger högre än de förväntningar som avspeglas i terminsräntorna men lägre än Riksbankens bana. Om man i stället för terminsräntekurvan antar att det är Prosperas undersökningar som bäst avspeglar förväntningarna blir anpassningen uppåt således mindre och effekten på de långa räntorna likaså.

Bedömningen av marknadens förväntningar är alltså helt klart med på listan över de svårbedömda faktorer som man som penningpolitisk beslutsfattare tvingas ta ställning till. Bedömningen av marknadsförväntningarna var speciellt kritisk tidigare under hösten då spretigheten i olika mått på marknadsförväntningar var särskilt stor, med terminsräntorna på en betydligt lägre nivå än andra mått. När olika indikatorer för de penningpolitiska förväntningarna ger så splittrad bild är det inte förvånande att olika bedömare kommer till olika slutsatser.

### Diagram 1. Tvååriga terminsräntor och penningmarknadsaktörers repo-ränteförväntningar på två års sikt enligt Prospera

Procent



Källor: Reuters EcoWin och TNS SIFO Prospera

Anm. Terminsräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta. Riskpremier inkluderar både kreditrisk och löptidspremier. Datumen för Prosperas enkätundersökningar avser dagen då undersökningen genomfördes.

Hur skulle man då kunna gå till väga för att bedöma marknadsförväntningarna? Det är en svår fråga och jag har inte något uttömmande svar. Men det hindrar

inte att man kan försöka reda ut hur man kan värdera olika mått på penningpolitiska förväntningar. Låt mig börja med terminsräntorna. Terminsräntor har många förtjänster. De avspeglar marknadsförväntningarna för många olika tidshorisonter och de kan observeras kontinuerligt, vilket gör det möjligt att analysera hur marknadsförväntningar påverkas av olika händelser. Ofta, men inte alltid, ger de också en ganska rimlig bild av marknadens förväntningar. Men problemet med terminsräntor är, som redan framgått, att de också påverkas av en mängd andra faktorer vilket ibland innebär att de ger en missvisande bild av marknadsförväntningarna. Utvecklingen av svenska tvååriga terminsräntor sedan försommaren illustrerar detta, se diagram 1.

Vi ser att tvååriga terminsräntor, justerade för en riskpremie<sup>3</sup>, i början av sommaren låg på ungefär samma nivå som penningmarknadsaktörernas tvååriga reporänteförväntningar enligt Prospera. Men sedan var trenden klart nedåtriktad och från början av juni till mitten av september var nedgången i den tvååriga terminsräntan ca 80 räntepunkter. Ett omfattande skift nedåt i de penningpolitiska förväntningarna under denna period uppfattar jag knappast som realistiskt mot bakgrund av att svensk ekonomi under samma period utvecklades överraskande starkt. Senare under hösten steg de tvååriga terminsräntorna men låg fortfarande ca en halv procentenhet under enkätförväntningarna.

En tolkning som för mig ligger närmare till hands är att terminsräntornas utveckling i diagram 1 huvudsakligen avspeglar en internationell nedgång i riskpremierna och som så ofta förr tycks det vara den amerikanska ränteutvecklingen som har varit tongivande. Denna gång är det troligen den amerikanska centralbankens planer på att köpa ytterligare långfristiga tillgångar som haft en nedpressande effekt på riskpremierna.<sup>4</sup> Enligt min bedömning har riskpremierna varit mycket låga, kanske t.o.m. negativa, vilket stöds av en del studier.<sup>5</sup>

Min bedömning är att förväntningarna enligt enkäterna under senare tid troligen varit en mer rättvisande indikator på de penningpolitiska förväntningarna än terminsräntorna. Därmed inte sagt att enkätförväntningarna är ett idealiskt mått på penningpolitiska förväntningar.<sup>6</sup> Men en fördel med dem är att de utgör mera direkta och robusta mått på penningpolitiska förväntningar eftersom de inte påverkas av riskpremier som under senare tid varit än mer svårfångade än vanligt. Även de penningpolitiska förväntningarna på två års sikt enligt Prosperas undersökning har under hösten legat under vår räntebana. Den Prosperaundersökning som kom efter vårt räntebeslut visar dock att förväntningarna för reporäntan nu ligger nästan helt i linje med Riksbankens bana.

Man bör emellertid inte begränsa sig till terminsräntor och enkätundersökningar när man försöker ringa in de penningpolitiska förväntningarna. Även andra prognosmakares ränteprognoser och modellprognoser som avspeglar historiska samband är användbara indikatorer på förväntningar. Även dessa indikatorer stödjer bedömningen att terminsräntorna det senaste halvåret ligger en bit under andra mått på marknadens förväntningar.

<sup>3</sup> Terminsräntorna i diagram 1 är justerade med en konstant löptidspremie på ca 25 räntepunkter, vilket är en grov uppskattning av löptidspremiens genomsnittliga storlek på den horisonten.

<sup>4</sup> Det finns studier som visar att tillgångsköp av den amerikanska centralbanken tidigare under den finansiella krisen hade en stor nedåtpressande effekt på riskpremierna, se J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache och B. Sack, 2010. Staff Report No. 441, Federal Reserve Bank of New York, "Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?".

<sup>5</sup> Exempelvis har riskpremierna under hösten varit negativa enligt den metod som beskrivs i D. H Kim och J. Wright (2005), "An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behaviour of long-term and distant horizon forward rates, Board of Governors of the Federal Reserve, Finance and Discussion Series, 2005-33.

<sup>6</sup> För en utförligare analys av terminsräntor och enkäter som mått på penningpolitiska förväntningar, se Alsterlind, J. och Dillen, H, "Penningpolitiska förväntningar och terminspremier", Penning- och valutapolitik 2005:2.

Jag har velat utveckla detta tema dels därför att det är aktuellt och relevant, dels för att det illustrerar hur vi i vårt beslutsfattande måste göra ställningstaganden även om vi inte har ett entydigt underlag. Det är, som jag ser det, viktigt att försöka bilda sig en uppfattning på basis av många olika informationskällor. Terminsräntorna är en viktig källa men vi behöver bättre förstå riskpremier och deras variationer över tid.

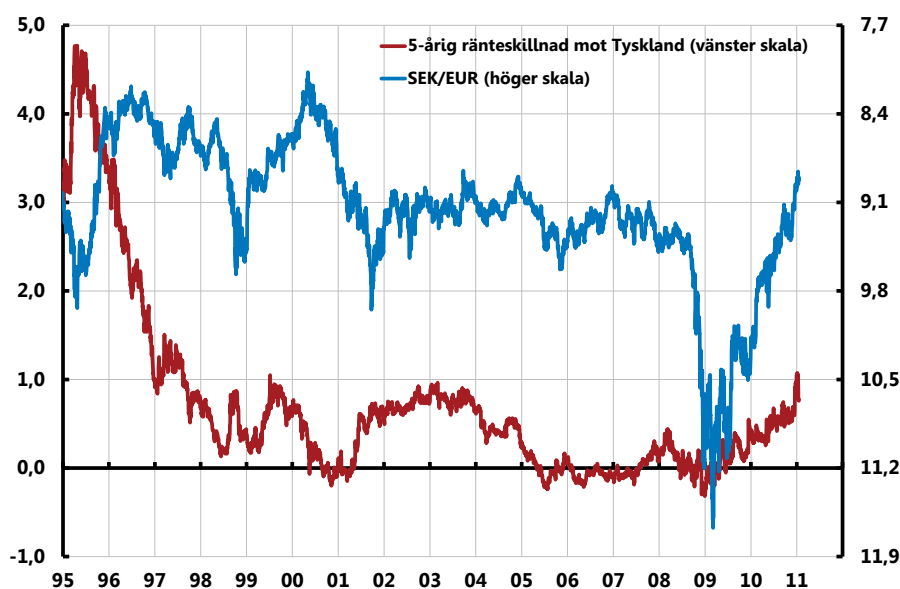
### *Penningpolitiska förväntningar och kronans växelkurs*

Debatten om marknadsförväntningarnas roll i penningpolitiken har också i hög grad handlat om hur de påverkar kronans utveckling. Ekonomisk teori säger att då de penningpolitiska förväntningarna skiftar upp i Sverige så bör, allt annat lika, kronan förstärkas samtidigt som svenska räntor stiger relativt räntorna i omvärlden. Man bör med andra ord se ett positivt samband mellan kronans styrka och skillnaden mellan svenska och utländska räntor.

Hur ser då sambandet mellan kronkurs och ränteskillnad ut i data? Diagram 2 visar kronans värde relativt euron och skillnaden mellan svensk och tysk femårig statsobligationsränta sedan 1995. Ser man endast till de senaste åren tycks teorin stämma ganska bra eftersom kronan har stärkts mot euron samtidigt som skillnaden mellan svenska och tyska långa räntor har vidgats. Å andra sidan visar diagrammet att det funnits flera episoder med såväl stigande som minskade ränteskillnad då kronkursen inte alls reagerat enligt detta enkla synsätt.

**Diagram 2. SEK/EUR-kurs och 5-årig ränteskillnad mot Tyskland**

Procent



Källa: Reuters EcoWin

Om vi nu bara koncentrerar oss till den allra senaste tiden kan man fråga sig hur det kommer sig att ränteskillnader tycks fånga skift i relativa marknadsförväntningar samtidigt som det under samma tidsperiod är vanskligt enligt tidigare resonemang att direkt tolka rörelser i räntor i termer av marknadsförväntningar? Min tolkning är att både svenska och tyska räntor har varit låga på

grund av att riskpremierna varit nedpressade och svårfångade, vilket har gjort det svårt att tolka räntenivåerna som uttryck för penningpolitiska förväntningar. Emellertid tar riskpremierna i hög grad ut varandra då ränteskillnader studeras och därför lyckas dessa fånga skiftena i de relativa penningpolitiska förväntningarna ganska väl. Denna tolkning innebär alltså att de penningpolitiska förväntningarna i Sverige har skiftat upp relativt dem i euroområdet, vilket i sin tur avspeglar det faktum att svensk ekonomi har utvecklats överraskande starkt i jämförelse med ekonomin i euroområdet.

Sambandet mellan kronkurs och ränteskillnader bör dock inte övertolkas. Exempelvis så har kronan stärkts mer än vad ökningen i ränteskillnaden motiverar. Det kan bero på att kronan försvagades kraftigt under krisen och att en del av denna försvagning kan ha funnits kvar i början av sommaren. Därefter har kronkursen fortsatt att stärkas i takt med att viljan att investera i krontillgångar har ökat.

Det är viktigt att notera att analysen ovan avser den historiska utvecklingen och inte säger så mycket om hur kronan kommer att utvecklas framöver. Ränteskillnader påverkar kronkursen främst då de ändras på grund av att marknadsaktörerna omprövar sin syn på ränteutvecklingen i Sverige eller omvärlden. Det är en sak att konstatera att sådana omprövningar har påverkat den historiska kronutvecklingen. Det är betydligt vanskeligare att prognosticera sådana omprövningar och låta detta påverka kronprognosen. De bedömningar av ränteutvecklingen i omvärlden som analysen i den senaste penningpolitiska uppföljningen grundar sig på såg jag som i stort sett varande i linje med marknadens förväntningar. Detta innebär att min syn i december på den framtida kronutvecklingen baserades på att marknaden inte i någon större omfattning förväntades ompröva sin syn på ränteutvecklingen i omvärlden.

### *Huspriserna och hushållens skuldsättning kan skapa finansiell obalans*

En annan viktig men svårbedömd faktor som man som penningpolitisk beslutsfattare måste förhålla sig till är den snabba utvecklingen av huspriserna och hushållens skuldsättning som har kunnat observeras under en lång tid. Jag tillhör dem som känner en viss oro inför denna utveckling. Debatten om husprisernas roll för penningpolitiken har varit en smula oklar. Såsom jag ser det handlar det inte om att styra huspriser eller andra tillgångspriser mot någon målsatt nivå. Det handlar inte heller om att med drastiska räntehöjningar försöka punktera en prisbubbla. Det är heller inte så att vi bedömer att den finansiella stabiliteten är hotad av hushållens skulduppbyggnad. Det framgår till exempel om man läser vår senaste finansiella stabilitetsrapport från december.

Vad det handlar om är att ganska många svenska hushåll riskerar att bygga upp finansiella obalanser som när de korrigeras kan få smärtsamma konsekvenser för enskilda hushåll och svensk ekonomi, vilket i sin tur kan leda till att det blir svårt att nå de penningpolitiska målen.

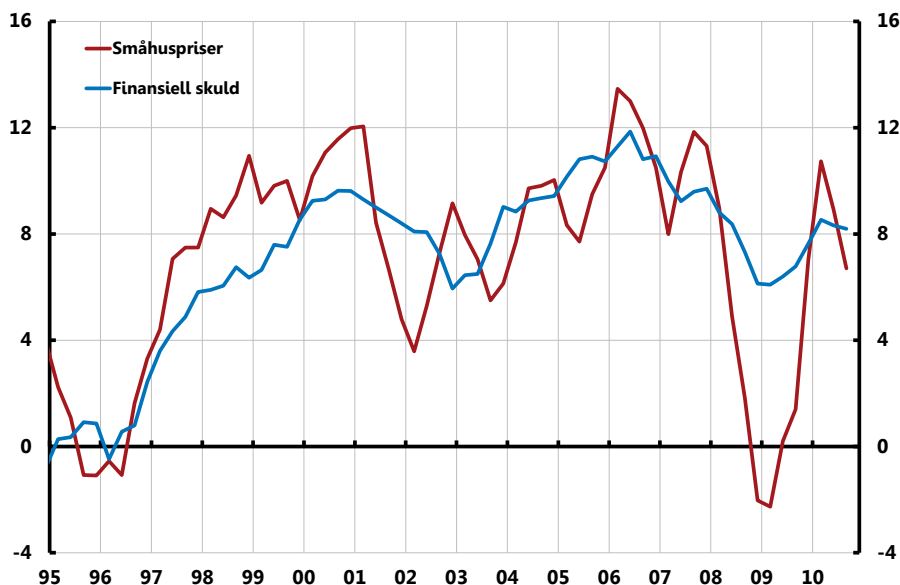
Svenska bostadspriser har ökat med i genomsnitt cirka 8 procent per år de senaste 15 åren, se diagram 3. Det går till stor del att förklara denna utveckling utifrån fundamentala faktorer<sup>7</sup> men det kan inte helt uteslutas att det i viss utsträckning rör sig om en övervärdering. Det här är svår materia och jag känner

<sup>7</sup> Se fördjupningsrutan "Bostadspriserna i Sverige" i den penningpolitiska rapporten från oktober 2009.

stor ödmjukhet inför svårigheterna att göra den här typen av värderingar. Parallellt med denna prisuppgång har hushållens skuldsättning ökat och ligger nu på rekordnivåer. Det kan därmed finnas en risk att många hushåll har tagit lån utifrån allt för optimistiska bedömningar av den framtida räntenivån.

### Diagram 3. Småhuspriser och hushållens finansiella skulder

Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Jag har vid flera tillfällen talat om att penningpolitiken måste hantera risker och att vi också måste lyfta blicken bortom vår prognoshorisont för att bedöma vilka konsekvenser dagens penningpolitiska beslut kan få.

För min egen del är det inte så att jag bedömer riskerna med hushållens upplåning som ett omedelbart hot mot ekonomin eller att huspriserna är kraftigt övervärderade och att en snabb korrigerande nedåt ligger i korten. Men jag bedömer att det finns risker längre fram om hushållens upplåning fortsätter att öka i en långt högre takt än inkomsterna under ytterligare en lång period. Och om penningpolitiken förblir alltför expansiv allt för länge ökar dessa risker ytterligare. Det är också ungefär så jag tror att en majoritet av oss i direktionen ser på saken.

När hushållens upplåning nått den "kritiska punkten" går inte att fastställa med någon precision. Så länge konjunkturen utvecklas väl, arbetsmarknaden stärks, inkomsterna ökar, förmögenheterna stiger och hushållen ser framtiden an med tillförsikt är allt gott och väl. Men i ett annat konjunkturläge med ökad osäkerhet på arbetsmarknaden kan hushållens beteende ändra riktning; de kan börja konsolidera sina balansräkningar. Det går i så fall ut över deras konsumtion och förvärrar tendenserna till nedgång i ekonomin. Ju högre skuldbörda desto större risker för betydande konsekvenser. Om huspriserna i ett sådant läge faller får hushållen se sina tillgångar urgröpta samtidigt som skulderna finns kvar. I en sådan situation vill hushållen amortera istället för att låna, vilket dämpar efterfrågan. Oviljan att ta nya lån kan kvarstå i hög grad även om Riksbanken

försöker motverka efterfrågefallet med en expansiv penningpolitik. Vi får i detta fall vad som ibland kallas en balansräkningsrecession<sup>8</sup>. Det kan också innebära att bankerna får stora svårigheter att finansiera sig. När processen väl är igång är den svår att häva med penningpolitiska lättnader; det visar inte minst det amerikanska exemplet. Hamnar man där är det för sent! Det bör alltså undvikas.

Det må vara att sannolikheten är liten för att det jag här målat upp ska inträffa, men om det inträffar blir konsekvenserna oerhört kostsamma.

Som jag inledningsvis nämnde bedömer jag att redan våra prognoser för inflation och resursutnyttjande, alltså högst "konventionella" penningpolitiska argument, talar för höjd ränta. Gradvis höjda räntor bidrar också rimligen till att hushållens upplåning går in i en lugnare fas och det minskar riskerna för smärt samma korrigeringar av finansiella obalanser längre fram. Det tycker jag är bra, även om det så som jag ser det alltså inte är nödvändigt för att motivera att räntan bör höjas.

Finansiella obalansers betydelse för konjunktursvängningarna fångas tyvärr inte så bra i våra modeller. Här återstår det mycket spännande utvecklingsarbete. Det faktum att finansiella obalansers inverkan på makroekonomin kan ligga bortom de prognoshorisonter som vi arbetar med i penningpolitiken får inte heller innebära att vi ignorerar dem. Vi måste noga följa utvecklingen av huspriserna och hushållens skuldsättning och efter bästa förmåga analysera indikationer på att hotande finansiella obalanser håller på att byggas upp och ta hänsyn till detta i våra penningpolitiska överväganden.

### *Vad kännetecknar en väl avvägd penningpolitik?*

I slutändan tvingas man som penningpolitisk beslutsfattare att utifrån våra bedömningar av ekonomins utvecklingstendenser ta ställning till olika penningpolitiska handlingsalternativ. Finns det då några riktlinjer som man kan ta hjälp av? Och vad kännetecknar egentligen en väl avvägd penningpolitik? Avvägningarna handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabilisering av inflationen runt inflationsmålet och stabilisering av realekonomin. Vad som vid varje given situation är en väl avvägd penningpolitik, är svårt att över-sätta till precis och praktisk penningpolitik. Vad som avses med att stabilisera inflationen är förhållandevis lätt att förstå men innebörden av att stabilisera realekonomin är inte lika självklar. I praktiken tolkar man det ofta som att resursutnyttjandet ska stabiliseras kring sin normala nivå. Jag tycker att det är en ganska rimlig tolkning och det är inte lätt att argumentera för något helt annat.

På Riksbanken närmar vi oss begreppet väl avvägd penningpolitik genom att ta fram prognoser över bland annat inflation och resursutnyttjande under olika penningpolitiska handlingsalternativ. Därefter försöker vi välja det handlingsalternativ som gör att prognoserna ser så bra ut som möjligt, det vill säga prognoser där inflationen och resursutnyttjandet så bra som möjligt stabiliseras kring inflationsmålet respektive sin normala nivå. Det kan låta enkelt och självklart men är i praktiken inte så lätt.

<sup>8</sup> Begreppet balansräkningsrecession infördes för att förklara de problem som Japan brottades med under 1990-talet, se Koo, R.C., *Balance Sheet Recessions: Japans Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, Wiley 2003. Lars Nyberg diskuterar balansräkningskanalen utförligare i talet "Efter krisen – nya tankar i penningpolitiken" publicerat 2010-12-06.



■ För det första är det långt ifrån självklart vilket mått på resursutnyttjande som är bäst och vi i direktionen kan ha lite olika åsikter om detta sinsemellan.<sup>9</sup> Vi arbetar ständigt med att förbättra måtten för resursutnyttjandet och det är viktigt. Men som jag ser det kan vi inte upphöja något mått som varande det enda sanna. Det klokaste är att fortsätta att använda flera olika mått som vägledning.

För det andra uppstår det i bland situationer där det finns en konflikt mellan att stabilisera inflationen och att normalisera resursutnyttjandet och olika beslutsfattare kan då göra olika avvägningar. Detta har dock inte varit något problem under senare tid då såväl det underliggande inflationstrycket som resursutnyttjandet har varit lågt.

För det tredje bör man enligt min mening ta hänsyn till ekonomins utvecklingstendenser bortom prognoshorisonten även om det inte är möjligt att göra fullständiga prognoser över längre perioder. Låt mig kort redogöra för hur jag resonerar.

Som jag nämnde tidigare kan man säga att bedömningarna i den senaste penningpolitiska uppföljningen målar upp en bild på längre sikt där resursutnyttjandet börjar bli ansträngt och inflationen riskerar att bli hög, det vill säga det motsatta förhållandet jämfört med den rådande makrobilden. Jag var dock villig att till en viss gräns acceptera dessa långsiktiga tendenser eftersom jag måste väga in behovet av att med en expansiv penningpolitik motverka den låga inflationen och det relativt svaga resursutnyttjandet som bedömdes råda den närmaste tiden. Den penningpolitiska avvägningen innebär i dagsläget att understödja en fortsatt återhämtning och samtidigt förhindra att långsiktiga tendenser till överhettning blir alltför starka. Om man helt bortser från obalanser på längre sikt finns det en risk för att man senare tvingas ompröva penningpolitiken, vilket i rådande situation skulle kunna innebära drastiska räntehöjningar längre fram.

### *Några avslutande reflektioner kring penningpolitiskt beslutsfattande*

Varje penningpolitiskt beslut föregås av en lång period av beredning som följer ett väl utstakat schema. Modeller ger konsistens och stadga åt prognosarbetet men inslaget av bedömningar är oundviklig. Ekonomerna i staben bidrar med sina bedömningar, vi i direktionen med våra. I själva verket är framtagandet av beslutsunderlaget en ganska komplicerad process där alla inblandade får vara beredda att kompromissa.<sup>10</sup> Som ni alla vet så finns det sällan två ekonomer som tycker precis likadant. Så den slutprodukt som kommer fram, det vill säga prognoserna över den reala ekonomin, inflationen och tillhörande räntebana, kan inte till 100 procent överensstämma med vars och ens bedömning. Man kan känna tveksamhet inför vissa delar, vilja framföra en mer nyanserad syn på analysen i andra delar och så vidare. Men till syvende och sist måste vi, var och en i direktionen, sätta ner foten och fatta ett beslut. Om det är så att ens egen bedömning i något viktigt avseende avviker alltför mycket från bedömningen i beslutsunderlaget kan man reservera sig.

I detta tal har jag lyft fram några svårbedömda faktorer, exempelvis bedömningen av penningpolitiska förväntningar och synen på väl avvägd penningpo-

<sup>9</sup> För en utförligare diskussion om hur resursutnyttjande kan mätas, se talet "Potentiell BNP, resursutnyttjande och penningpolitik" av Svante Öberg daterat 2010-10-07 och fördjupningsrutan "Drivkrafterna bakom trenderna i ekonomin kan analyseras med en produktionsfunktion" i den penningpolitiska rapporten från oktober 2010.

<sup>10</sup> För en redogörelse av hur det penningpolitiska besluts materialet tas fram se talet "Den penningpolitiska beslutsprocessen" av Irma Rosenberg daterat 2008-06-13.

litik, som har förekommit i de penningpolitiska diskussionerna under senare tid. Slutsatsen är att hur välgjort beslutsunderlaget än är så kan det aldrig bli heltäckande eller tolkas på ett entydigt sätt. Jag har tidigare berört att utvecklingen i den finansiella sektorn och effekterna på den reala ekonomin inte kan fångas på något bra sätt. Jag har också, i samband med diskussionen om hushållens upplåning, berört hur vi kan bedöma effekter på längre sikt. Eftersom vi inte kan göra meningsfulla prognoser på hur lång sikt som helst måste vi avgränsa prognoshorizonten. Men den är inte huggen i sten i bemärkelsen att den ska hindra oss från att fundera kring problem som kan torna upp sig på några års sikt.

Därtill finns det riskscenarier som är svåra att fånga i prognostermeter. Även om man har ambitionen att basera det penningpolitiska beslutet på så kallade väntevärdesriktiga prognoser där uppåt- och nedåtrisker balanserar varandra så bör man vara medveten om svårigheterna med detta. I praktiken har sådana prognoser svårt att fånga allt på ett perfekt sätt. Därtill kan man i praktiken vilja gardera sig för vissa utfall som man anser vara särskilt skadliga och som man därför vill undvika till varje pris. Till exempel kan ett dåligt scenario där en kollaps av en tillgångsbubbla leder till en deflationssituation som det är svårt att ta sig ur tillmätas större vikt än ett scenario med hög inflation. Erfarenheterna från Japan under 1990-talet illustrerar detta. Bedömningar av detta slag måste beaktas i det penningpolitiska beslutet.

Sensmoralen av allt detta är att penningpolitiken inte kan reduceras till en mekanisk avläsningsövning. Hur genomarbetat ett penningpolitiskt beslutsunderlag än är så kommer det alltid att finnas flera svårbedömda och viktiga aspekter som man som beslutsfattare måste ta ställning till. Det är viktigt att dessa aspekter diskuteras från flera olika perspektiv. Det är bland annat därför vi har en direktion bestående av ekonomer med olika bakgrunder och kompetenser. Det är bra och viktigt att vi för en allsidig debatt om penningpolitiken i Riksbanken och inte bara utanför huset. Min tro är att det leder till bättre penningpolitiska beslut.