



# ANFÖRANDE

DATUM: 2008-09-19  
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak  
PLATS: Handelsbanken

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

## ■ Några reflektioner kring det aktuella läget

Hökar och duvor – ja, man må tycka vad man vill om det sättet att försöka artbestämma mig och mina kollegor i Riksbankens direktion, men det går inte att neka till att det har fått stort genomslag. Hur mycket begreppen förekommer i medierna varierar lite över tiden, beroende på hur stora åsiktsskillnaderna inom direktionen för ögonblicket antas vara. Inför det senaste räntebeslutet användes de ovanligt flitigt och det talades om en strid mellan direktionens hökar och duvor om vart räntan bör ta vägen.

Av det penningpolitiska protokoll som publicerades i förrgår framgår att jag tillhör duvläget, om jag nu själv ska hemfalla åt den här ornitologiska terminologin. Den *här* gången, skulle jag vilja tillägga – jag har inte för avsikt att profilera mig som en permanent duva, lika lite som jag har för avsikt att bli en permanent hök. Som penningpolitisk beslutsfattare kan man inte sätta sig i en förutbestämd fälla även om det skulle underlätta för dem som vill uttrycka sig i schabloner.

Av protokollet framgår också att direktionen var delad mitt itu, såsom det ju också hade spekulerats en del om. Det var alltså riksbankschefens utslagsröst som fick fälla avgörandet och som gjorde så att reporäntan höjdes istället för att hållas oförändrad.

Innan jag förklarar vad som låg bakom beslutet och redogör för min egen syn, skulle jag vilja säga något mer allmänt om det här jämna röstresultatet. Det finns en del observationer och reflektioner man kan göra och som jag tycker är värda att lyfta fram. Avslutningsvis tänkte jag säga något om den nya statistik som kommit in sedan vårt möte. Det har ju hänt en hel del den senaste tiden, inte minst på de finansiella marknaderna.

### Ovanligt med helt splittrad direktion

En första observation är att om man tittar tillbaka är det mycket ovanligt att direktionen varit splittrad mitt itu. Under de snart tio år som direktionen har existerat och de ungefär 85 penningpolitiska möten som hållits, har det faktiskt bara inträffat fyra gånger, om man räknar in det senaste mötet. Det vanligaste utfallet är – inte så oväntat – att direktionen varit enig i sitt beslut. Men ganska ofta, vid ungefär en tredjedel av mötena, har åtminstone någon ledamot reserverat sig mot räntebeslutet.

■ Som en randanmärkning kan det vara värt att poängtera att det sedan en tid tillbaka kanske märks lite mer än tidigare om vi är oeniga. Numera har vi ju också en prognos för reporäntan att ta ställning till. Vid exempelvis mötet i juli var alla i direktionen eniga om att höja räntan. Men tre av oss tyckte att prognosbanan för reporäntan framöver borde ligga något lägre. Den oenigheten lyftes fram en hel del i medierna och gav också en del ledtrådar som gjorde det lättare att prognostisera röstningen vid det senaste mötet.

Tidigare, innan vi började publicera ränteprognoiser, fanns det också olika uppfattningar inom direktionen om hur räntan borde utvecklas i framtiden. Men eftersom någon prognos för reporäntan inte publicerades – och det inte fanns något konkret att reservera sig mot – syntes eventuella motsättningar inte utåt. Förmodligen var det också så att reporäntans framtida utveckling då inte diskuterades lika mycket internt som idag.

## Oenighet ett hälsotecken

En andra sak jag tycker är värd att poängtera är att oenighet i direktionen inte ska ses som ett svaghetstecken. Så skulle man kanske kunna tolka det om man är av uppfattningen att vi i direktionen borde vara så pass kloka att vi helt enkelt kan "räkna ut" vilket beslut som är det enda rätta och enas kring det. Tyvärr är världen alltför komplicerad för att det ska vara möjligt. Och om det vore möjligt skulle det ju inte finnas något egentligt skäl att låta de penningpolitiska besluten fattas av en direktion på sex personer. Det skulle räcka med en enda klok beslutsfattare.

Men under de senaste decennierna har trenden gått åt andra hållet. Över hela världen har det blivit allt vanligare att låta de penningpolitiska besluten fattas av en grupp av individer – en kommitté eller direktion – snarare än av en ensam centralbankschef. Den förmodligen viktigaste förklaringen till det är att många centralbanker under den här perioden blivit mer självständiga. Och då har det setts som mer naturligt att delegera rätten att fatta beslut till en grupp av personer än till en enskild individ.

Den här utvecklingen har hur som helst gjort att forskningen om penningpolitiskt beslutsfattande i grupp börjat ta fart.<sup>1</sup> Ett resultat man kommit fram till är att grupper tenderar att fatta bättre beslut än enskilda individer.<sup>2</sup> Detta kan bero på att gruppens medlemmar exempelvis har olika bakgrund, kunskaper och erfarenheter som de tar med sig till den penningpolitiska diskussionen. De här skillnaderna sätter på olika sätt sin prägel på de beslut som gruppen fattar och gör att dessa tenderar att bli bättre än de beslut som de enskilda individerna skulle ha kommit fram till på egen hand – helheten blir så att säga större än delarna.

Det här gäller oavsett hur beslutet kommer till – genom röstning som i Riksbankens fall, eller på något annat sätt. Så det faktum att vi är oeniga ska ses som ett tecken på att allt fungerar på det sätt som det är tänkt. Det vore snarast förvånande om hela direktionen stod bakom varje fattat räntebeslut.

<sup>1</sup> För en översikt av forskningsläget, se t.ex. Blinder, A., "Making Monetary Policy by Committee", uppsats presenterad vid konferensen "International Experience with the Conduct of Monetary Policy Under Inflation Targeting", 22-23 July, 2008, Bank of Canada.

<sup>2</sup> Se t.ex. Blinder, A. och J. Morgan, "Are Two Heads Better than One? An Experimental Analysis of Group versus Individual Decision Making", *Journal of Money, Credit and Banking* 37, 2005, 789-811.

## ■ Läget ovanligt svårbedömt

Den tredje saken som jag skulle vilja poängtera är kanske den viktigaste. Det är att det jämna röstresultatet förstås mer än någonting annat är ett tecken på att läget är ovanligt svårbedömt – att det i hög grad står och väger. Jag tycker att det är viktigt att säga det eftersom det inte riktigt är den bild man fått av den debatt som förts. Där har istället oftast en oförändrad reporänta utmålats som det enda rimliga och självklara alternativet. Även om jag själv landade i slutsatsen att räntan borde hållas oförändrad måste jag säga att jag inte upplevde det som ett alltigenom så självklart beslut.

Med minsta möjliga marginal beslutade alltså direktionen att höja räntan med 0,25 procentenheter. Det var framförallt tre motiv som lyftes fram. För det första har inflationen fortsatt att öka. Den låg i juli på den högsta siffran sedan mitten av 1990-talet och långt över inflationsmålet. Den uppmärksammade revidering av KPI som SCB gjorde i förra veckan ändrar för övrigt inte mycket på den bilden, även om siffran för juni nu överstiger den för juli.

För det andra ligger även inflationsförväntningarna alltjämt högt. Olika mått ger lite olika bild, men samtliga ligger över inflationsmålet. För det tredje har kostnadstrycket ökat. Det hänger till stor del samman med att produktivitetstillväxten sedan en tid tillbaka varit överraskande svag.

Den bedömning som majoriteten gjorde var att en höjning behövdes för att inte prisökningarna på energi och livsmedel ska sprida sig till andra områden – för att inte den höga inflationen ska bita sig fast. Höjningen väntas bidra till att inflationen hamnar nära målet inom ett par år. Samtidigt väntas resursutnyttjandet minska men vara ungefär normalt i slutet av prognosperioden.

Samtidigt som reporäntan höjdes justerades banan för den framtida reporäntan ner jämfört med i juli. Det beror dels på att tillväxten bromsat in mer än väntat både i Sverige och i omvärlden, dels på att priset på olja och andra råvaror fallit tillbaka.

## Höjning kan vara ett sätt att värna om realekonomin på längre sikt

En vanlig reaktion på beslutet att höja räntan var att Riksbanken bryr sig för mycket om inflationen och för lite om den reala ekonomin. Jag tycker att det finns anledning att bemöta det påståendet.

Ett motiv för räntehöjningen var alltså att den behövdes för att hindra den höga inflationen från att bita sig fast. Det skulle kunna bli resultatet om prisökningarna på energi och livsmedel börjar sprida sig till andra områden. I förlängningen finns då en risk för att Riksbankens förmåga att hålla inflationen nere börjar ifrågasättas och förväntningarna varaktigt ställer in sig på en högre inflation. Det var vad som skedde på 1970-talet på många håll i världen, även om inflationen då fastnade på betydligt högre nivåer än vad det nu skulle handla om. Men även om nivåerna nu är lägre skulle det ändå kunna bli relativt kostsamt att föra tillbaka inflationen till målet. Det kan inte uteslutas att det skulle komma att kräva en ganska utdragen period med höga räntor och tillbakapressad efterfrågan.

En alltför expansiv politik idag skulle alltså kunna riskera att förr eller senare ge upphov till realekonomiska kostnader, som dessutom skulle kunna bli ganska stora. Jag tycker därför inte att det är korrekt att säga att räntehöjningen tyder på att Riksbanken inte bryr sig om realekonomin. Vad det handlar om är istället att

■ man genom att fokusera tydligt på inflationsmålet skulle kunna undvika större realekonomiska kostnader på lite längre sikt.

Det bör kanske tilläggas att prognosen i den penningpolitiska uppföljningen, som jag nyss konstaterade, innebär att resursutnyttjandet blir ungefär normalt, snarare än lågt, i slutet av prognosperioden. Så även utifrån det perspektivet skulle man kunna ifrågasätta påståendet att Riksbanken bryr sig för lite om realekonomin.

Alla de argument för en räntehöjning som vägde tungt för majoriteten är rimliga, som jag ser det. Så även om jag röstade för oförändrad reporänta så har jag respekt för majoritetens syn. Men det innebär inte att jag delar den. Man kan ha olika uppfattningar om hur stora riskerna är för att spridningseffekter ska uppstå och där har jag en annan syn än majoriteten.

### Min egen syn

Så hur resonerade jag, då? Som jag framhöll i protokollet såg jag redan vid det penningpolitiska mötet i juli tydliga tecken på en avmattning i den svenska ekonomin. De utfallssiffror och indikatorer som har kommit in sedan julimötet har pekat mot en tydligt svagare konjunktur. Resursutnyttjandet, såsom Riksbanken beräknar det enligt olika mått, bedöms i dagsläget visserligen ligga över det normala, men det sjunker i snabb takt. Kapacitetsutnyttjandet enligt SCB och Konjunkturinstitutet ligger visserligen ännu på en hög nivå men är på väg ner. Avmattningen i ekonomin har kommit snabbare och blivit mer markerad än vad som förväntades för bara någon månad sedan. Den spänner över både tillverkningsindustrin, tjänstenäringarna och handeln.

Hushållen har blivit tydligt mer pessimistiska inte minst när det gäller landets ekonomi och arbetsmarknaden. Exempelvis fanns det i Konjunkturinstitutets barometer i slutet av 2007 en övervikt på 40 procent av hushållen som trodde att arbetslösheten skulle vara lägre om ett år. Nu finns istället en övervikt på 50 procent av hushållen som tror att arbetslösheten är högre om ett år. Det försämrade stämningläget har åtföljts av en svagare privat konsumtion. Detta gäller främst för kapitalvaror, vilket ju är vanligt i början av en konjunkturedgång.

Men det är inte bara den privata konsumtionen som försvagats utan även investeringar och export. BNP-tillväxten har fått revideras ned både för 2008 och 2009. I prognosen förväntas visserligen en återhämtning 2009 i linje med omvärlden där Sveriges export bedöms bli en viktig drivkraft. Men jag är långtifrån säker på att någon sådan internationell konjunkturuppgång kommer till stånd. Utvecklingen i USA spelar här en nyckelroll och den återhämtning som väntas ta sin början nästa höst förutsätter att bostadsmarknaden där har stabiliserats, att återverkningarna av den finansiella krisen ebbat ut och att sysselsättningen börjat vända uppåt. Eftersom den internationella prognosen är i högsta grad osäker gäller det även den återhämtning som förutses komma till stånd här hemma nästa år.

När det gäller inflationen går det förstås inte att neka till att den idag är obekvämt hög. Men i utfallssiffrorna kan man, menar jag, inte se att prisökningarna på olja och andra råvaror resulterat i några spridningseffekter. Räntehöjningen i juli var ju också ett sätt att förhindra att sådana uppstår. Risken för spridningseffekter har också minskat under senare tid, dels på grund av att oljepriset och andra råvarupriser fallit, dels därför att konjunkturen viker.

Utvecklingen av produktiviteten har varit en besvikelse och vi har inte någon riktigt bra förklaring till varför den varit så svag. Den svaga produktiviteten håller uppe kostnadstrycket. Men jag var mer bekymrad över det tidigare, när konjunkturen var bättre och trycket på arbetsmarknaden högre. I det rådande konjunkturläget borde det vara svårt för företagen att föra kostnadsökningarna vidare till konsumentledet.

Inflationsförväntningarna finns det anledning att hålla ett öga på även fortsättningsvis eftersom de ligger en bit över inflationsmålet. Men min bedömning är ändå att de sjunker när konjunkturen försvagas och den faktiska inflationstakten går ned.

Sammanfattningsvis kan man säga att vi i direktionen var överens om en hel del – att konjunkturen försvagas, att inflationen dämpas och att räntan framöver kommer att kunna sänkas. Oenigheten handlade i huvudsak om att vi gjorde olika bedömningar av styrkan i förloppen och av hur mycket penningpolitiken måste hjälpa till för att få ner inflationen. Den bedömning jag landade i var att inflationen framöver kommer att röra sig mot målet, ungefär på det sätt som illustrerades i den penningpolitiska uppföljningen, utan att någon räntehöjning behövs. Jag röstade alltså för att reporäntan skulle lämnas oförändrad.

Jag ställde mig inte heller bakom reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen. Banan hade visserligen sänkts jämfört med bedömningen i juli. Men jag menade att styrkan i den ekonomiska nedgången mycket väl kan göra att det blir nödvändigt att sänka räntan mer än vad den nya banan indikerar.

## Ny statistik och utvecklingen på finansmarknaderna

Sedan vi fattade vårt räntebeslut har en del viktig statistik publicerats. Hit hör inflationssiffrorna för augusti som visade att KPI ökade med 4,3 procent på årsbasis. Det var 0,2 procentenheter mindre än vår prognos i den penningpolitiska uppföljningen. Nu vet alla som gör inflationsprognoser att det är svårt att pricka in månadsförändringar exakt och en prognosavvikelse på 0,2 procentenheter är inte anmärkningsvärd. En bidragande orsak till prognosfelet var att SCB i samband med att den nya siffran publicerades även reviderade ner inflationen för perioden januari till och med juli i år. Det är givetvis olyckligt att det sker felräkningar i en variabel som är så central för Riksbanken och många andra, men det ska påpekas att det är mycket ovanligt. Revideringen fick stort genomslag i medierna och det spekulerades i om Riksbanken hade fattat ett annat räntebeslut om felräkningen varit känd vid beslutstillfället. Julisiffran för KPI låg då på 4,4 procent medan den reviderade siffran är 4,1 procent.

Låt mig bara kort kommentera detta. Att mitt, och mina medreservanterns, beslut att förordna oförändrad ränta inte hade påverkats behöver knappast sägas. Om det skulle ha påverkat majoritetens beslut kan naturligtvis inte jag svara på. Men man ska komma ihåg att det är bearbetning och analys av en stor mängd information som leder fram till den samlade bedömningen av den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna. Och det är den prognos som man kommer fram till som är avgörande för räntebeslutet. Den utgick visserligen i vår senaste bedömning från att inflationen i utgångsläget var något högre än vad som nu visar sig vara fallet. Men penningpolitiken har inte sådan exakthet att den kan styra inflationen på någon tiondel när. Och, slutligen, inflationen i juli är hög och långt över inflationsmålet även efter det att siffran reviderats ned.

I diskussionen inför räntebeslutet lyfte jag, och även andra direktionsmedlemmar, fram de svaga arbetsmarknadsindikatorerna som unisont pekade mot en försvagad sysselsättningsutveckling, vilket också ligger i Riksbankens prognos. Efter beslutet har arbetskraftsundersökningen, AKU, för augusti presenterats. Den visar att sysselsättningen ökade med måttliga 0,5 procent på årsbasis och det var marginellt lägre än Riksbankens prognos.

Vid vårt septembermöte hade vi tillgång till snabbversionen av nationalräkenskaperna för andra kvartalet. De visade att BNP inte ökade alls jämfört med kvartalet innan och ökade med måttliga 0,7 procent på årsbasis (kalenderkorrigerat). När nu den reviderade NR-versionen publicerats kan vi se att tillväxten för de två första kvartalen justerats ner marginellt i båda fallen. Det innebär att tillväxten första kvartalet blev 2 procent på årsbasis och med hänsyn tagen till kalendereffekter. Motsvarande siffra för andra kvartalet var 0,6 procent. De nya siffrorna bekräftar alltså att det skett en skarp nedväxling i tillväxttakten och stödjer helt och fullt den bild som avtecknade sig vid vårt senaste möte.

Det stigande kostnadstrycket har varit en viktig faktor bakom den serie av räntehöjningar som Riksbanken genomfört. De nya NR-siffrorna visar att antalet arbetade timmar reviderats upp jämfört med den version vi hade att tillgå i september. Tillsammans med den marginella nedrevideringen av tillväxten innebär det att produktiviteten minskade mer än den preliminära siffran utvisade. Eftersom även arbetskostnaden per timme justerats upp visar de nya siffrorna att enhetsarbetskostnaderna ökade med 5,3 procent på årsbasis andra kvartalet. Det var nästan en procentenhet mer än i den preliminära NR-versionen.

Att produktiviteten är svag kan bero på att företagen inte hunnit anpassa sin arbetsstyrka när konjunkturförsvagningen kommit så hastigt på. Nu ser vi hur antalet lediga platser faller och anställningsplaner skruvas ner. En anpassning är på gång och då får vi se en återhämtning av produktiviteten vilket också ligger i Riksbankens prognos. Självfallet är stigande kostnader något som Riksbanken har anledning att noga analysera och följa. Men som jag tidigare nämnt är min syn att det med den svaga konjunktur som nu avtecknar sig är svårt att se att företagen ska kunna föra ökade kostnader vidare.

Vid vårt senaste räntemöte hade oljepriset fallit tillbaka från toppnivån i juli. Sedan dess har det fallit ytterligare.

Så några ord om utvecklingen på finansmarknaden. Vi ser nu en ny våg av intensifierad oro svepa över de internationella finansiella marknaderna. Det är inget nytt; det har vi fått leva med i drygt ett års tid. Från tid till annan har det sett ut som om situationen lugnat sig en del, men sedan har oron återkommit och tagit sig andra uttryck. Den allra senaste tiden har stora amerikanska investmentbanker och en del andra aktörer hamnat i akuta problem.

Var exakt det här kommer att sluta går inte att säga idag. Vi följer naturligtvis utvecklingen noga. Så här långt kan vi för Sveriges del konstatera att den finansiella stabiliteten är tillfredsställande. Svenska banker är bara marginellt involverade eftersom deras exponeringar mot den amerikanska marknaden är små. Men den svenska marknaden påverkas ändå märkbart av det som utspelar sig internationellt. Upplåningskostnaderna stiger och vissa finansiella marknader fungerar sämre än normalt. I går vidtog Riksgälden i samråd med Riksbanken åtgärder för att underlätta marknadens funktions sätt. Riksgälden kommer nu att emittera korta statsskuldsväxlar i ett antal extra auktioner. Det är mycket positivt och kommer att mildra bristen på den här marknaden som uppstått i spåren av den

■ globala finansiella oron. Riksbankens bedömning är att oron på de finansiella marknaderna inte påverkar den finansiella stabiliteten i Sverige. Vi kan konstatera att de svenska bankerna har haft flera år av god vinstutveckling och de är finansiellt starka. Men skulle bankerna få likviditetsproblem som skulle kunna hota den finansiella stabiliteten har vi beredskap att vidta likviditetsstödande åtgärder.

Det kommer att ta tid innan osäkerheten på finansmarknaderna klingar av och situationen stabiliseras på ett bestående sätt. Vi har redan sett hur den finansiella oron satt sina spår i den realekonomiska utvecklingen och osäkerheten om hur den slår på tillväxtutsikterna framöver kvarstår. I slutet av oktober är det dags för direktionen att göra en samlad bedömning av tillväxt- och inflationsutsikterna

### **Överdrivet fokus på det aktuella räntebeslutet**

Låt mig göra en avslutande reflektion. Det är naturligt och viktigt att penningpolitiken debatteras. Men ibland känns det som att väl mycket fokus hamnar på just det aktuella räntebeslutet. Att säga att det skrivits mycket om den senaste räntehöjningen är väl snarast en underdrift. Av den diskussion som förts på sina håll får man nästan intrycket att det är den som kommer att göra så att Sverige kastas in i en avgrunds djup lågkonjunktur. Man må tycka vad man vill om sådana profetior men jag tycker ändå att det är svårt att se att en räntehöjning på 0,25 procentenheter skulle kunna ha så avgörande betydelse.

I det här sammanhanget finns det något viktigt som hamnar lite i skymundan. Det är inte enskilda räntebeslut utan en serie av räntebeslut – en räntebana – som avgör vilka effekter penningpolitiken i slutänden får på inflationen och den reala ekonomin. Om vi om, säg, tre år blickar tillbaka så beror den utveckling vi kan se förstås inte bara på att Riksbanken höjde räntan i september 2008, utan också på vad som hände med räntan därefter – och i viss mån även dessförinnan. Och i den prognos som Riksbanken presenterade för ett par veckor sedan sänktes reporäntebanan och räntan ligger lägre än i julibedömningen under hela prognosperioden.

Skulle det dessutom visa sig att konjunkturen viker mer och inflationen faller snabbare än vad Riksbanken nu förutser finns det naturligtvis möjlighet att anpassa politiken därefter. Man kan förstås inte "retroaktivt" ta tillbaka en räntehöjning. Däremot kan man, om man ser att utvecklingen blir svagare, sänka räntan snabbare än vad man hade tänkt från början. Det finns alltså en flexibilitet i penningpolitiken, både uppåt och nedåt förstås, som inte ska underskattas.

Med det förtröstansfulla konstaterandet skulle jag vilja tacka för mig.