

## Hur ser direktionen på penningpolitiken?

### NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2012-05-11

Sammanfattade av  
Birgi Filppa, Karin  
Sirén och Elisabeth  
Gustafsson

*Pehr Wissén*

Jag hälsar alla välkomna till detta medlemsmöte i Nationalekonomiska Föreningen. Jag vill först säga några ord om föreningen. Föreningens stadgar antogs den 29 januari 1877. Från år 1878 har föreningens förhandlingar – ni sitter just nu i en förhandling – dokumenterats. De finns inskannade på föreningens hemsida. De förhandlingar vi har i dag kommer också att läggas ut på hemsidan. Om ni tittar på hemsidan kommer ni att tycka att den ser ut som om den också beslutades 1878, men den är under omarbeting och kommer snart att bli finare och mer modern.

Föreningen har mellan fyra och sex möten om året med olika teman. Senast diskuterade vi utbildningspolitik – jättespännande – och i juni kommer vi att ha riksbankschefen här igen för ett årligt möte. På våren brukar riksbankschefen vara här på ett möte, på hösten finansministern.

Detta säger jag för att vi hoppas få lite fler studenter i föreningen. Ska föreningen fortfarande finnas kvar 2077 behöver vi fylla på underifrån. 200 kr är vår medlemsavgift. Det skulle vara jätteskojigt att få in fler studenter. Jag vill speciellt uppmuntra – det har jag försökt göra via lärare – våra studenter att delta i debatten.

Upplägget på mötena brukar vara sådant att någon håller ett anförande på ca 45 minuter, sedan kommenterar någon en kvart och sedan kommenterar en annan en kvart och så vidtar en diskussion. Så ska vi inte ha det den här gången. I dag har vi hela Riksbankens direktion

här. Det sitter sex personer i direktionen och de träffas sex gånger om året för penningpolitiska möten. Det som sägs protokollförs noggrant, det är en väldigt transparent verksamhet. Det är så många i direktionen därför att man vill ha många åsikter. Det finns ett gammalt ekonomskämt om att ställer man samma fråga till fem ekonomer så får man fem olika svar.

Det är olika åsikter i direktionen och det ska vara olika åsikter för att man ska få en livligare och mer spännande penningpolitisk debatt. Den brukar direktionen kommentera dels genom att resa runt i Sverige, dels genom att hålla tal som trycks och publiceras. Protokollen från de penningpolitiska mötena läggs ut på Riksbankens hemsida så att man kan se vad det är för olika åsikter som finns i gruppen av erfarna duktiga personer som utgör Riksbankens direktion.

Det är första gången i Nationalekonomiska Föreningen som vi försöker med det här formatet att vi har hela riksbanksdirektionen här och vi är jättegglada för att vi har fått den här möjligheten. Inledningsvis ska direktionsmedlemmarna tala i ordningen: Stefan Ingves, Karolina Ekholm, Per Jansson, Lars E O Svensson, Kerstin af Jochnick och Barbro Wickman-Parak. Det finns ingen djupare tanke bakom den ordningen. Inledarna får fem minuter var, sedan är ordet fritt för frågor.

Stefan Ingves är ekonomie doktor från Handelshögskolan och har varit på den här scenen förut i en annan roll och föreläst. Han har i flera år varit chef för avdelningen för monetära och finansiella system på IMF. Han sitter nu i ett stort antal sammanslutningar i Europa, bl a Basalkommittén för banktillsyn och ett antal sådana sammanhang.

*Stefan Ingves*

Nationalekonomiska Föreningen har funnits länge och penningpolitik har

*Ordförande:*

Pehr Wissén

*Inledare:* Stefan

Ingves, Karolina Ekholm, Per Jansson, Lars E O Svensson, Kerstin af Jochnick och Barbro Wickman-Parak, samtliga Riksbankens direktionsledamöter

*Övriga deltagare:*

Bengt Assarsson,

Noah Clason,

Cathrine Danin,

Tore Ellingsen, John

Hassler, Hannes

Malmberg, Hubert

Roslund och Erik

Åsbrink

också funnits länge. I den meningen kan man säga att penningpolitikens innehåll är ett slags evig fråga som alltid diskuteras och som sannolikt alltid kommer att diskuteras. Det som inte är helt gammalt när det gäller penningpolitik i Sverige är att det är sex personer som diskuterar penningpolitiken. Då blir det en evig fråga framgent – och är redan i dag – vad de sex personerna kan tänkas tycka. Med deras olika bakgrund, olika erfarenhet och lite olika syn på samhällsutvecklingen ligger det i sakens natur att det alltid kommer att finnas olika synpunkter och nyanser.

Utgångspunkten för det som vi pratar om i dag är penningpolitiken 2011. Diskussionen tar sin startpunkt i det underlag för utvärdering av penningpolitiken som vi skriver en gång om året och lämnar till riksdagen. Här vill jag verkligen betona att det är just ett underlag eftersom det är riksdagen som utvärderar penningpolitiken. Det är inte vi själva som gör det, utan det är riksdagens uppgift. Någon gång i juni kommer det ett betänkande där riksdagen har sina åsikter och några reflektioner över den förda politiken.

Sedan början av 1990-talet har penningpolitiken i Sverige väglett av ett siffrerat inflationsmål. Strävan är att hålla inflationen stabil kring 2 procent. Därutöver kan vi också när vi sätter räntan ta hänsyn till sysselsättning, produktion, vad i övrigt som sker i den svenska ekonomin eller i vår omvärld – det har alltmot kommit att handla om vad som sker i vår omvärld – men också sådana saker som sker i vår finansiella sektor, hur man ser på hushållens skuldsättning, transmissionsmekanismen och liknande.

När man funderar kring penningpolitiken 2011 är det viktigt att sätta startpunkten lite dessförinnan så vi vet vart vi kommer ifrån. År 2010 var ett i svenska ekonomiska sammanhang anmärkningsvärt år därför att vi hade en

tillväxt på 6,1 procent. Det är en tillväxt som ligger väldigt mycket högre än något slags normaltillväxt i Sverige. Med det som utgångspunkt präglades samtalet och funderingarna mycket av vad det egentligen innebär att man inte kan vänta sig att varaktigt ha en tillväxt på den nivån. Vad kan det tänkas innebära när det gäller inflationstakt och vad sker i ekonomin framöver när det är ganska sannolikt att tillväxten på ett eller annat sätt kommer att bli lägre?

Det är väldigt mycket av det som återspeglar samtalen och resonemangen kring 2011. Vi går in i 2011 med en väldigt hög tillväxt och har fortfarande en god återhämtning i svensk ekonomi. Resursutnyttjandet stiger snabbt och man ställer sig naturligtvis frågan: Vad kommer det att innebära när det gäller inflationstakten i Sverige och, inte minst, vad kommer det att innebära när det gäller inflationsförväntningarna?

Mot den bakgrunden tedde det sig naturligt att höja reporäntan vid tre tillfällen från 1,25 till 2 procent i juli. När vi kommer fram mot sommaren 2011 börjar bilden gradvis förändras därför att vi får en väldigt intensiv diskussion i USA om hur man ska hantera statsskulden där. Samtidigt kvarstår att hantera de olika bekymmer som finns i Europa. Tillväxten och tillväxtutsikterna försämras och de försämras mer än vad vi trodde när vi gjorde våra prognoser vid årets början.

När bilden klarnar på det sättet har man att fundera kring penningpolitikens innehåll och konsekvenser. Vi beslutar då att avstå från tidigare planerade räntehöjningar och överväger vart svensk ekonomi är på väg och hur det kommer att gå.

Om man kommer från en så pass hög tillväxt som den var tidigare så kommer man i den bästa av världar att gradvis gå tillbaka mot något slags normaltillväxt. Det är naturligtvis ett väldigt tilltalande

scenario. Men under loppet av hösten blir det allt klarare att det nog inte är riktigt så det kommer att gå, särskilt inte under slutet av året då det blir klart att tillväxten bromsar in kraftigt i Sverige, inte minst därför att det händer ganska mycket på exportsidan. Exportefterfrågan faller bort, framför allt under det sista kvartalet, i mycket större utsträckning än vad vi och många andra hade trott. Det här gör att inflationstrycket i ekonomin minskar och vi får byta fot. I december bestämmer vi oss för att sänka reporäntan till 1,75 procent.

I allmänna ordalag kan man säga att det under den här perioden rådde i stort sett samsyn om den allmänna ekonomiska utvecklingen. Vi kan alltid argumentera om några tiondelar hit eller dit när det gäller prognoser eller om någonting kan tänkas hända det ena eller det andra kvartalet. Men i stort sett var det inte så stora skillnader inom direktionen. Däremot var det en ganska livlig diskussion om vad utvecklingen kunde tänkas innebära för penningpolitiken.

Om man så ser på måloppfyllelsen under förra året så blev ökningen i KPI 3 procent, vilket inte är så märkligt om man beaktar att med våra räntehöjningar stiger boendekostnaderna, vilket påverkar KPI. Dessutom ökade boräntemarginalerna. KPIF, där vi räknar bort räntorna, var 1,4 procent. Prisökningarna hölls bl a tillbaka av att vi hade en måttlig utveckling av arbetskostnaderna per producerad enhet, vilket är anmärkningsvärt i sig givet de extremt höga tillväxtsiffror som vi hade under perioden innan. Kronan stärktes dessutom ganska kraftigt fram till början av 2011, vilket också bidrog till ett lägre pristryck.

För att summera 2011 kan man konstatera att det i tillväxttermer, trots att det blev en vikande konjunktur mot slutet av året, ändå var ett extremt gynnsamt år eftersom tillväxten slutade på 3,9 procent. Det var också glädjande att in-

flationsförväntningarna under hela den här perioden var väl förankrade kring målet på 2 procent. Så oavsett de svängningar i både inflationstakt och tillväxt som vi har observerat under den här perioden lever vi tack och lov för närvarande i en tid där inflationsförväntningarna på några års sikt tycks hålla sig ganska stadigt kring 2 procent.

*Pehr Wissén*

Karolina Ekholm är tjänstledig professor vid Nationalekonomiska institutionen på Stockholms universitet. Hon har varit medlem i Finanspolitiska rådet, har varit forskningsledare på SNS och har varit lärare och forskare på Handelshögskolan.

*Karolina Ekholm*

Du glömde det oerhört viktiga uppdrag jag hade i styrelsen för Nationalekonomiska Föreningen! Jag har varit på de här mötena ett antal gånger, men jag tror att jag aldrig har varit på ett som varit så välbesökt som detta.

När det gäller penningpolitiken är jag en av dem som konsekvent har reserverat sig mot de beslut som har fattats. Jag gjorde det under hela förra året och har även reserverat mig mot de beslut som vi har fattat det här året. Jag ska försöka förklara vad de här reservationerna handlar om. Som Stefan sade har det egentligen inte funnits någon större oenighet i direktionen när det gäller synen på det förväntade konjunkturförloppet i Sverige, utan där har vi varit ganska eniga. Men det har funnits olika uppfattningar om vad som skulle vara en lämplig penningpolitik givet det här konjunkturförloppet. Jag har varit en av dem som har förespråkats en mer expansiv penningpolitik eller en lägre reporänta och en lägre räntebana.

Jag har huvudsakligen haft två skäl att reservera mig. Det ena är ganska enkelt att förklara, det andra är lite mer tekniskt och involverat. Jag ska börja med

det enkla. Det är också det som med tiden kommit att bli det viktigaste.

Utgångspunkten för de penningpolitiska besluten och det sätt som vi har operationaliserat vår inflationsmålspolitik på är, som Stefan nämnde, att vi försöker stabilisera inflationen kring 2 procent och resursutnyttjandet kring något slags långsiktigt hållbar nivå. Eftersom penningpolitiken verkar med fördröjning måste besluten utgå från prognoser om den framtida utvecklingen. Det handlar om att hitta en penningpolitik som, givet utvecklingen i övrigt, väntas medföra att inflationen hamnar kring 2 procent och resursutnyttjandet kring en långsiktigt hållbar nivå. Sedan kan man i och för sig diskutera vad nivån på det långsiktigt hållbara resursutnyttjandet *de facto* är för någonting.

Låt oss då titta på de prognoser som de penningpolitiska besluten under 2011 och det här året har förknippats med. KPIF är, som Stefan nämnde, det mått på inflationen vi använder där vi har rensat bort effekterna av ränteförändringarna, som ju i stor utsträckning drivs av våra egna beslut. Inflationen mätt med KPIF har legat ganska långt under 2 procent under merparten av prognosperioden och arbetslösheten har inte kommit ned till vad som kan tänkas vara en långsiktigt hållbar nivå förrän alldeles mot slutet av prognosperioden. För mig har detta inte framstått som en riktigt väl avvägd penningpolitik. Inflationen har helt enkelt varit för låg och arbetslösheten för hög, inte bara just nu utan även i prognosen. I ett sådant läge har jag tyckt att det har varit motiverat med mer av penningpolitisk stimulans och har därför vid de flesta tillfällena reserverat mig till förmån för en lägre reporänta och egentligen vid alla tillfällen förra året till förmån för en lägre räntebana, dvs en lägre prognos för reporäntan framöver.

Nu ska jag komma till det mer tekniska och involverade argumentet och

det handlar om prognosen för utländska styrräntor som jag vid de flesta möten har reserverat mig mot. Jag anser att den har legat för högt i ljuset av tre faktorer. Den första är hur marknadens förväntningar har sett ut enligt prissättningen på marknaden. Den andra faktorn är vad utländska centralbanker själva har kommunicerat om sin penningpolitik där centralbanker, som Federal Reserve, Bank of England och i viss mån ECB, har kommunicerat att man har haft för avsikt att hålla mycket låga styrräntor under lång tid. Den tredje faktorn är slutligen de behov av finanspolitisk åtstramning som man ser i USA, euroområdet och Storbritannien.

Jag bedömer att den finanspolitiska åtstramning som länderna tvingas att genomföra kommer att kräva kompensation i termer av en expansiv penningpolitik. Det innebär att den kan komma att bli mer expansiv än vad man normalt skulle förvänta sig, givet konjunkurläget.

Varför spelar prognosen för utländska styrräntor roll? Jo, den spelar roll för att det är svårt att tro att den svenska styrräntan skulle kunna avvika väldigt mycket från omvärldens styrränta utan att det fick stora konsekvenser för växelkursen. Allt annat lika skulle man förvänta sig att ökade skillnader i marknadsräntor gentemot utlandet skulle leda till en förstärkning av kronkursen. Det är inget man skulle önska sig i ett läge där inflationen och resursutnyttjandet redan är låga, eftersom en förstärkning av växelkursen tenderar att trycka ned inflationen och resursutnyttjandet ytterligare.

Att jag har bedömt prognosen för utländska styrräntor som för hög implicerar alltså att jag också tycker att prognosen för den svenska reporäntan har blivit för hög. Ett annat sätt att uttrycka detta är att säga att jag tror att reporäntebanan, om den implementerades och var helt trovärdig och inorporerad i mark-

nadsförväntningarna, egentligen skulle leda till ännu lägre inflation och resursutnyttjande än vad som har legat i våra prognoser. Som jag har sagt tidigare har jag tyckt att de har legat för lågt redan i utgångsläget.

Nu har reporäntan inte fullt ut inkorporerats i marknadsförväntningarna, utan för det mesta har förväntningarna på den svenska styrräntan legat betydligt lägre. Det tror jag är ett viktigt skäl till att kronan inte har förstärkts mer än vad den har gjort även om den, som Stefan nämnde, förstärktes en hel del under framför allt 2010.

Man kan spekulera i varför förväntningarna utifrån marknadsprissättningen har legat så pass mycket lägre än reporäntebanan. Jag tror att det kan finnas flera olika skäl till detta, men ett skäl kan vara att många marknadsaktörer utgår från att de svenska styrräntorna inte kan ha så stora avvikelser från utländska styrräntor utan att det skulle få icke önskvärda konsekvenser för kronkursen. Sedan tycker jag personligen att det är ett problem att marknadsräntorna har avvikit från reporäntebanan så mycket och så länge som de har gjort.

Jag ser en risk att reporäntebanans värde som penningpolitiskt instrument minskar om den konsekvent hamnar väldigt långt från förväntningarna. Banan är ett potentiellt instrument för att påverka förväntningarna om framtida korträntor och genom det marknadsräntor med längre löptider. Men om det råder en för stor diskrepans mellan den bana som vi publicerar och förväntningarna kan banan kanske inte fullt ut fylla den funktionen. Det är något som jag tycker skulle vara olyckligt.

#### *Pehr Wissén*

Per Jansson är också ekonomie doktor, docent i nationalekonomi från Uppsala universitet. Han har bl a varit biträdande prognoschef på Konjunkturinstiti-

tutet, statssekreterare på Finansdepartementet och chef för avdelningen för penningpolitik på Riksbanken.

#### *Per Jansson*

För mig och Kerstin är den här situationen lite speciell, för här gäller det penningpolitiken 2011, men vi var ju inte medlemmar av direktionen under det året. För mig är situationen kanske lite enklare än för Kerstin, för jag var i alla fall på Riksbanken, som chef för avdelningen för penningpolitik. Det gör att jag trots allt inte har några större problem att prata om penningpolitiken under denna period.

Jag tänkte ta mig friheten att backa tillbaka till sommaren 2010, som jag tycker är en bra startpunkt eftersom det var vid den tidpunkten som räntecykeln började vända. Det skedde efter mycket stora och drastiska sänkningar av räntan 2008 och 2009 till en nivå på 0,25 procent.

Det budskap jag vill föra fram är att jag tycker att den förda penningpolitiken sett i backspegeln har varit ganska lyckad och kanske t o m lite modig – ett ord som jag nog inte skulle använda på engelska, men på svenska tycker jag att det fungerar bra. Jag vill gärna med några exempel illustrera hur jag har kommit fram till denna bedömning. Det förtjänar då att påpekas att jag här givetvis inte kan gå igenom alla aspekter som var relevanta vid respektive beslutstillfälle.

Som jag redan varit inne på gjordes en första höjning av reporäntan från en mycket låg nivå, 0,25 procent, sommaren 2010. Utgångspunkten var här att ekonomins återhämtning skulle bli förhållandevis stark, vilket skulle göra det lämpligt att försiktigt börja höja räntan. Mot slutet av året när SCB publicerade tillväxtutfallet för det tredje kvartalet blev det klart att svensk ekonomi hade kännetecknats av en rekordstark tillväxt under hösten, 8,7 procent i uppräknad

årstakt. Även tillväxten för fjärde kvartalet 2010 som SCB publicerade i april 2011 blev mycket snabb, drygt 5 procent. Riksbanken hade alltså haft rätt i att återhämtningen under andra halvan av 2010 skulle bli stark men i efterhand skulle det visa sig att tillväxtuppgången ändå underskattades ganska påtagligt. Detta gjorde det förstås inte mindre lämpligt att försiktigt börja höja räntan sommaren 2010.

Återhämtningen fortgick under 2011. Parallellt med detta så fortsatte Riksbanken att successivt höja reporäntan. Resultatet var att reporäntan uppgick till 2 procent i juli 2011. Låt mig här passa på att betona att en reporänta på 2 procent fortfarande är en låg ränta, dvs penningpolitiken är vid en sådan räntnivå alltså jämt nivåmessigt expansiv. Jag tycker att det är viktigt att betona detta eftersom det ibland i debatten har låtit som om den penningpolitiska diskussionen handlat om huruvida politiken ska vara kontraktiv eller inte. Men så har alltså inte varit fallet utan diskussionen har hela tiden handlat om vilken grad av expansivitet som bör känneteckna penningpolitiken. Detta tror jag är en viktig sak att hålla i minnet.

I september 2011 fanns planer på att fortsätta att höja reporäntan. Men i detta läge avstod direktionens majoritet från att genomföra de planerade räntehöjningarna. Det är mitt andra exempel på att penningpolitiken under perioden varit lyckad och modig. Det huvudsakliga skälet till att man avstod från de planerade räntehöjningarna var att osäkerheten i den internationella ekonomin hade tilltagit rejält under sommaren. USA hade betydande svårigheter att få ihop sin budget och världens börser kännetecknades av tvära kast upp och ner.

Poängen jag vill göra här är att det i detta läge definitivt inte var självklart att avstå från de tidigare planerade höjningarna av reporäntan. Tillväxten i svensk

ekonomi hade fortsatt att vara stark under båda första och andra kvartalet 2011. För ett starkt ekonomiskt läge talade också Konjunkturinstitutets enkäter som vid den tiden visade på ett resursutnyttjande på ungefär en normal nivå. Till bilden hörde att KPI-inflationen låg en bra bit över 3 procent och det fanns en oro för att detta skulle sätta spår i lönebildningen och inflationsförväntningarna. Så det fanns en hel del faktorer och omständigheter som talade för att man borde fortsätta att höja reporäntan, men det gjorde man alltså inte.

Sett i backspegeln tycker jag att man måste säga att det var klokt av Riksbanken att inte fullfölja de planerade räntehöjningarna. Både i september och oktober hölls reporäntan oförändrad på 2 procent.

Mitt tredje och sista exempel på att penningpolitiken under denna period varit lyckad och modig hänger samman med de sänkningar av reporäntan som gjordes i december 2011 och februari 2012. Utgångspunkten för dessa räntesänkningar var att den internationella oron hade tilltagit ytterligare och nu skulle komma att sätta mer rejäla spår i svensk ekonomi. Men det var inte så att detta hade bekräftats i form av lägre svenska BNP-siffror utan bedömningarna fick göras mot bakgrund av olika skymjuka data såsom enkätundersökningar m m.

När det gällde BNP-data så fortsatte SCB tvärtom att publicera mycket starka siffror. Utfallet för tredje kvartalet uppgick till 6,6 procent i uppräknad årstakt. En annan siffra som talade för bra fart i svensk ekonomi var utfallet för timlönerna. Det uppgick till 5,3 procent för tredje kvartalet. KPI-inflationen låg samtidigt alltså långt över målet på 3 procent. Avtalsrörelsen hade inte sparat ur men ändå visat tendenser till att generera löneökningar som i alla fall låg över Riksbankens prognoser.



Slutsatsen av allt detta är alltså att det i december 2011 och februari 2012 fanns en hel del information och faktorer som talade för att inte sänka reporäntan. Men majoriteten i direktionen valde ändå att göra detta. SCB har efter dessa beslut publicerat en mycket svag utfallsiffra för BNP-tillväxten fjärde kvartalet 2011. Det menar jag stödjer att även dessa penningpolitiska beslut har varit lyckade och modiga.

#### *Pehr Wissén*

Tack, Per! Lars E O Svensson var under en längre period professor i internationell ekonomi på Stockholms universitet och sedan professor på Princetonuniversitetet i USA. Han har en jättelång lista på prestigefyllda sammanhang han har suttit med i och positioner han har uppehållit. Lars är högt internationellt ansedd och har framför allt jobbat på området penningpolitik, växelkursteori, växelkurspraktik och internationell makro.

#### *Lars E O Svensson*

Jag anser att penningpolitiken ska fokusera på att stabilisera KPIF-inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå och inget annat. I riksbankslagen står det att målet för penningpolitiken ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde. I regeringspropositionen som introducerade riksbankslagen står det också att Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Hög sysselsättning är förstås samma sak som högsta *hållbara* sysselsättning. I början på varje penningpolitisk rapport skriver Riksbanken i linje med detta att man ska stabilisera sysselsättningen runt en långsiktigt hållbar utvecklingsbana. Det är i praktiken samma sak som att sta-

bilisera arbetslösheten runt en långsiktigt skattad hållbar nivå. Därför vill jag fokusera på arbetslösheten och inte på ett antal andra, tämligen skakiga mått på resursutnyttjandet. Jämfört med andra mått på resursutnyttjandet har arbetslösheten större samband med hushållens välfärd, är bättre förstådd och känd bland allmänheten, mäts ofta och med mindre måtfel och revideras sällan.

Med mitt synsätt gäller det då att vid varje penningpolitiskt möte välja en räntebana så att den med motsvarande prognos för inflation och arbetslöshet bäst stabiliserar inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Det ska inte vara så att en lägre eller en högre räntebana leder till bättre målpuppfyllelse för både inflation och arbetslöshet. Om inflationen är för låg och arbetslösheten för hög behöver man inte vara någon expert på penningpolitik för att inse att en lägre ränta är bättre.

Sådant här ser man särskilt tydligt om man tittar på det s k fyrfältsdiagram som jag brukar ha med mig på de penningpolitiska mötena och som visas i protokollen. Där kan man tydligt jämföra olika räntebanor och de prognoser för inflation och arbetslöshet de medför och vilken räntebana som verkar leda till bäst resultat. Diagrammen är enligt min mening mycket användbara för att välja räntebana, för att motivera räntebanan och för att utvärdera penningpolitiken.

Jag har som många av er vet reserverat mig till förmån för en lägre ränta och en lägre räntebana sedan lång tid tillbaka – fr o m april 2009 – eftersom prognosen för KPIF-inflationen har legat under målet och prognosen för arbetslösheten har legat högre än på en långsiktigt hållbar nivå. Karolina framhöll också detta. Argumenten för en lägre ränta och räntebana styrks ytterligare om man tar hänsyn till Karolinas resonemang om prognosen för utländska styrräntor, som jag håller med om.

Jag anser också att man inte ska åsidosätta prisstabilitetsmålet och stabilisering av arbetslösheten runt en hållbar nivå för att bedriva någon slags *leaning-against-the-wind*-politik i Sverige med en stram penningpolitik i tron att man då förbättrar den finansiella stabiliteten, t ex genom att begränsa bolånetillväxten. Jag kan inte se att det finns något teoretisk eller empiriskt stöd för att en högre styrrenta under normala förhållanden skulle ha någon signifikant effekt på den finansiella stabiliteten i Sverige.

I stället finns det mycket bättre instrument inom makrotillsynen som kapitalkrav och bolånetak. Kapitalkraven har nyligen stärkts. Bolånetak infördes för ett tag sedan. Sedan finns det nya instrument, de sk Liquidity Coverage Ratio och Net Stable Funding Ratio. Dessa instrument har en större och mer riktad effekt på den finansiella stabiliteten och bolånetillväxten. Med Riksbankens stabilitetsrapporter och Finansinspektionens rapport om bolånemarknaden finns också mycket god information om eventuella risker. Jag tycker alltså att man ska göra precis som man gör i Storbritannien och bedriva en penningpolitik och finansiell stabilitet separat, med separata kommittéer med separata mål och separata instrument. Om man blandar ihop penningpolitik med finansiell stabilitet blir det också mer eller mindre omöjligt att utvärdera penningpolitiken eftersom en svag penningpolitik kan skyllas på en strävan till finansiell stabilitet.

Inflationsförändringarna har i Sverige blivit förankrade vid inflationsmålet trots att den genomsnittliga inflationen har varit lägre än inflationsmålet. Som jag har diskuterat i protokollet ett par gånger och också visar i en uppsats som finns på min hemsida på Stockholms universitet innebär detta att den långsiktiga Phillipskurvan inte längre är ver-

tikal, i motsättning till vad vi alla, även jag, har trott.<sup>1</sup> Den långsiktiga Phillipskurvan lutar faktiskt. Det innebär att en genomsnittlig inflation lägre än målet får en real kostnad i form av en genomsnittligt högre arbetslöshet. Då blir det viktigt att inte ha en bias mot för stram penningpolitik.

I stället gäller det att se till att inflationsmålet är symmetriskt och att genomsnittlig inflation under en längre period, som i Kanada, Storbritannien och euroområdet, hamnar nära målet. Man ska t ex inte vara rädd för att skjuta över inflationsmålet om det behövs för att snabbare få ned arbetslösheten mot en långsiktigt hållbar nivå. I Sverige har tyvärr den genomsnittliga inflationen hamnat ett gott stycke under målet de senaste 15 åren. Det har givit upphov till en betydande real kostnad i form av högre genomsnittlig arbetslöshet under denna period.

#### *Pehr Wissén*

Tack! Kerstin af Jochnick arbetar vid Riksbanken sedan årsskiftet. Hon har också arbetat vid Finansinspektionen och har varit ordförande i någonting som kallas för Committee of European Banking Supervisors. Närmast innan hon denna gång kom till Riksbanken hade hon uppgiften som verkställande direktör vid Bankföreningen.

#### *Kerstin af Jochnick*

Precis som Per sade har jag inte varit med om besluten under 2011, så jag kommer att ta ett lite större perspektiv och försöka nyansera och redovisa mer konkret om penningpolitiken och vilka frågor som jag tycker är svåra just nu.

Det finns tre frågor som jag skulle vilja lyfta fram. Den första frågan är omvärlden och omvärldsberoendet. Hur beroende är vi av vad som händer i om-

<sup>1</sup> Svensson, Lars E O (2012), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target," Working Paper, [www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net).



världen? Den andra frågan är just den som Lars tog upp – sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Det är förmodligen som att svära i kyrkan här, men jag kommer ändå att ta upp det eftersom jag tror att det finns ett samband. Den tredje frågan är makrotillsynen. Lars nämnde detta också. Makrotillsyn har blivit mycket av ett modeord bland reglerings- och centralbanksmänniskor. Vi talar mycket om det, men vi har svårt att få det på plats. Därför tror jag att det är viktigt att ha ett ökat fokus på denna fråga.

Om man börjar med omvärldsberoendet. Det räcker inte att vi är duktiga själva. Vi har goda finanser och vi har en stabil finanssektor här i Sverige, men vi är väldigt beroende av vad som händer i vår omvärld och framför allt av vad som händer ute i Europa. Kanske är det så att vi behöver vara ännu bättre när det blir ännu sämre där ute. Det är någonting som vi måste bära med oss. Vi vet att vi fick ett stort BNP-fall efter krisen 2008-09. Det var det största BNP-fall vi har haft efter andra världskriget. Vi vet att 35 procent av vår varuexport går till euroområdet. Det visar att vi verkligen måste försöka hjälpa till i Europa så att vi får ordning på saker och ting. Det är först då som vi också kan bli självständiga och kan bedriva en effektiv penningpolitik.

När det gäller skuldproblemen i Europa är det de största problemen vi har att hantera just nu. Vi kan förstås inte hantera det, men vi kan följa det på avstånd. Vi är involverade i många diskussioner och vi ser att många av länderna ute i Europa har gigantiska problem. De står inför stora beslut vad gäller åtstramningar och vad gäller strukturella förändringar. Man måste genomföra beslut som kommer att vara väldigt kännbara i många länder. Detta kommer att ta tid. Det innebär att vi kommer att ha en svag tillväxt i Europa under de närmaste åren.

Det är lätt att bli missmodig och negativ när man talar om Europa. Det är därför viktigt att man också måste lyfta upp att det har hänt saker under detta år. Vi måste även bära med oss att Europa egentligen är ett stort fredsprojekt. Det är 27, snart 28, länder som ska komma överens. Det gör att det tar tid i sådana här situationer när man måste ta samarbetet ett steg vidare. Vi har hanterat den akuta frågan när det gäller Grekland och skuldavskrivningen där. Vi har ett beslut om den sk finanspakten, vilket är väldigt bra. Men det måste också resultera i konkreta åtgärder. Vi kan inte bara formulera ett avtal, utan det hela måste också genomföras och man måste få trovärdighet i genomförandet.

Det finns också annat, t ex ECBs lån, som har givit positiv effekt, i alla fall inledningsvis. Det har bidragit till att marknaderna har fungerat mycket bättre. Men de stora ECB-lånen reser andra frågor som det inte är fulltransparens omkring. Vi måste förstå bättre vilka det är som sitter på ECB-pengarna och vad det är de finansierar. Det finns en risk med det europeiska banksystemet att man lite grann surfar på vågorna av ECB-pengar och inte genomför de rekonstruktioner som verkligen behövs i många länder. Det är också en stor utmaning för Europa att verkligen säkerställa att man genomför och ser till att vi har friska banker. Det är också en viktig fråga för marknadernas funktionssätt.

Vad gäller den inhemska efterfrågan, och det som vi också tittar på när vi fattar de penningpolitiska besluten, har konsumtionen varit svag under 2011. När vi tog vårt penningpolitiska beslut i februari tyckte jag precis som majoriteten att vi borde gå mot en sänkning med 25 punkter. I april, när vi stod inför nästa penningpolitiska beslut, var den information som kom under våren ändå relativt väl i linje med den prognos som vi hade lagt fram i februari. Därför tyckte

jag att det fanns anledning att ligga kvar på 1,5 procent i april.

Jag ska säga några ord om sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Stabila finansiella marknader är en förutsättning för att penningpolitiken verkligen ska få ett bra genomslag. Min bedömning är att vi i alla fall behöver diskutera vad det nuvarande låga ränteläget, om det blir bestående under en längre tid, kan skapa för incitament. Låga räntor under längre tid skulle kunna skapa obalanser i ekonomin. Det leder mig också in på det som kallas just makrotillsyn. En av de första åtgärderna i Europa var att man skapade det sk Europeiska systemriskrådet. Det är inrättat just för att få en bättre analys av de europeiska systemriskerna och koppla de europeiska systemriskerna till utvecklingen såväl i enskilda större bankkoncerner och finansiella koncerner som utvecklingen i den reala ekonomin. Tanken är inte bara att man ska analysera utan också ha verktyg som man kan använda sig av om man identifierar en sådan skulduppbyggnad.

I Europa har man bildat Europeiska systemriskrådet och i Sverige utreder vi det hela under finanskriskommittén. Jag tror att det är en av de viktigaste frågorna för framtiden att få detta på plats och se till att det finns någon som har ansvaret och som också tidigt identifierar och kan vidta åtgärder om vi tror att det skulle behövas.

#### *Pehr WIssén*

Tack, Kerstin! Nu kommer Barbro Wickman-Parak. Också Barbro har tidigare arbetat vid Riksbanken. Hon var bl a ekonom på Posten och Postgirot och chefsekonom på SBAB innan hon tillträdde.

#### *Barbro Wickman-Parak*

Tack så mycket! Jag ska inte bli sur på dig Pehr för att du placerade mig sist, men man kan ju fråga sig om det efter så lång

talartid finns så mycket kvar att säga om den penningpolitik som vi bedriver. Jag ska inte gå in så mycket på det som hände 2011. Stefan har ju mycket tydligt visat hur vår penningpolitik följde de olika faser som ekonomin genomgick. Per har beskrivit hur tankegångarna gick. Jag tillhörde majoriteten under den här perioden så jag passade på att slicka i mig lite grann under Pers beskrivning och jag tycker att det ändå i efterhand har visat sig vara en ganska bra politik som vi har fört.

Jag tänkte mer reflektera kring prognoser och penningpolitik. Jag tillhör dem som nagelfar statistiken ordentligt för att kunna bilda mig en uppfattning om konjunkturläget och om vilka drivkrafter som finns framåt. Jag har hållit på med det här ganska länge och en sak som jag har lärt mig är att man inte ska ha någon övertro på exaktheten i de mått vi använder oss av för att bedöma konjunkturläget.

Statistiken är ofta motstridig och revideras dessutom ofta. Vi kan ta ett exempel från förra året då revisionen av nationalräkenskaperna gav vid handen att produktiviteten inte varit så gynnsam som tidigare versioner visat. Det är viktigt att veta att den bild man har av historien och läget vid en given tidpunkt i efterhand kan ha visat sig vara felaktig. Detta är en insikt som jag bär med mig när jag ska besluta om penningpolitiken. Man ska inte läsa in för mycket i enskilda siffror. Min devis är att man ska ha lite is i magen inför oväntat svaga eller starka siffror. En siffra som brukar åsamka besvikelsevägor eller glädjerus är t ex månadssiffror över sysselsättningen i USA. Vid det här laget borde vi alla ha lärt oss att de svänger hej vilt.

Låt mig bara ta ett exempel som visar hur känslorna kan påverkas snabbt. Per nämnde sommaren förra året när vi hade debatten om det amerikanska skuldtaket. Då kom en sysselsättningssiffra i au-

gusti från USA som visade att inga jobb överhuvudtaget tillkom den månaden. Detta skapade en chockvåg på de finansiella marknaderna. Tre månader senare hade man reviderat siffran, som visade på ett plus på 80 000-90 000. Så kan det vara. Åtminstone jag kan inte negligera detta när jag tänker på prognoser och hur jag förhåller mig till prognoser.

Jag har nog ett både lite tråkigt och konservativt förhållningssätt till prognoser. Men det beror på att jag tror att det är det som håller i det långa loppet. Därför tycker jag att successiva anpassningar och prognoser alltid är viktiga. Att anpassa prognoserna allteftersom man får ”mer på fötterna”, som man brukar säga, minskar riskerna för att gå ordentligt fel åt det ena eller andra hållet och hamna snett i penningpolitiken. Jag måste säga att när jag tittar på hur vi på Riksbanken gör prognoser är det just detta förhållningssätt som vi har. Jag tycker att den svit av prognoser som vi gjorde förra året är en god illustration till detta. Sedan ska vi alltid ha en beredskap att om omständigheterna så kräver göra större justeringar och också vara beredda att ta snabbare kliv i räntetrappan. Där tycker jag att hösten 2008 är ett utmärkt exempel.

Detta för mig till en allmän syn på hur räntepolitiken ska bedrivas i normalfallet. Jag har framfört detta många gånger: Jag tycker att man i normalfallet ska bedriva penningpolitiken gradvis. Det har sin grund i den typ av tänkande kring prognoser och prognosers osäkerhet som jag nyss redovisade.

Jag tänkte nu säga några ord om Riksbankens stabiliseringspolitiska roll. Som det var tänkt när man inrättade den oberoende Riksbanken skulle den kunna agera oberoende av politik och valvinder. I dag tycker vi allihop – nästan alla åtminstone, tror jag – att detta är ett bra arrangemang. Dessutom är beslutsvägarna i penningpolitiken korta – mycket kortare än vad som gäller i finanspoliti-

ken. När man väl har kommit till beslut där kanske man har hamnat fel i konjunkturcykeln. Jag tycker att det är absolut nödvändigt att vi har utvärderingar av hur Riksbanken sköter det jobb som har delegerats till oss.

Men jag tycker att det är lika viktigt att påpeka att när man gör det måste man ha i åtanke att penningpolitiken, precis som finanspolitiken, bygger på prognoser och att det, även om beslutsvägarna är korta, tar tid innan effekter av en ränteförändring arbetar sig igenom ekonomin. Jag skulle vilja säga att inte heller penningpolitiken kan ”finetuna” vare sig inflation eller resursutnyttjande.

Dessa självklarheter kanske inte skulle behöva sägas. Men jag tycker att det då och då blir en lite för stor sak att den genomsnittliga inflationen mätt över en längre tid med några tiondelar har understigit målet. För min del är detta ett acceptabelt resultat givet, som jag nyss nämnde, de förutsättningar som gäller för penningpolitiken. De avvikelser som vi har haft kan dessutom förklaras av positiva störningar på utbudssidan. Ta t ex mitten av 2000-talet när vi fick en kraftig produktivitetsökning. Det var ingen som förutsåg det – inte heller Riksbanken. Detta påverkade tillväxten positivt och höll samtidigt nere inflationen.

Nu har vi haft en låg inflation. Både Per och Stefan redogjorde för att de låga enhetsarbetskostnaderna och förstärkningen av kronan spelat in. Men när vi tittar framåt ser vi att enhetsarbetskostnaderna ökar och går in i en annan fas. Tittar vi framåt förväntar vi oss bara en svag appreciering av kronan så att den nedpressande effekten på inflationen därifrån avtar. När vi tittar på den prognos som vi har för KPIF-inflationen ser vi att den hamnar på ungefär 2 procent i slutet av vår prognosperiod. Jag tycker att detta är viktigt, för det är prognoser som styr penningpolitiken och inte dagens låga inflation, som jag ibland tycker

får väl stort utrymme i den penningpolitiska debatten.

När jag har sagt detta vill jag samtidigt säga att jag på intet sätt förringar avvikelser från målet. Det är viktigt att vi alltid analyserar och diskuterar detta. Vi ska givetvis bedriva en penningpolitik som inte systematiskt skjuter under inflationsmålet så att produktion och sysselsättning i onödan blir lägre än vad de annars skulle ha blivit.

#### *Pehr Wissén*

Tack Barbro! Du fick sista ordet. Jag tycker att den här rundan väl visar de olika ståndpunkter som finns i direktionen. Därmed lämnar jag ordet fritt för frågor, synpunkter och ytterligare åsikter.

#### *Bengt Assarsson*

Jag kommer från Nationalekonomiska institutionen vid Uppsala universitet. Jag finner det lite olyckligt när penningpolitik i den politiska debatten alltför ofta hamnar i kortsiktiga diskussioner, t ex om hur man ska sätta räntan för dagen. I stället borde varje utvärdering av penningpolitiken ske över en längre tidsperiod. Jag har gjort detta för Sverige och publicerat fem artiklar om detta under de senaste åren.

Jag tänkte säga något kort om vad jag har kommit fram till. Jag har ekonometriskt beräknat någonting som jag kallar för underliggande inflation. Man kan säga att det är en trend i inflationstakten i KPI. När jag gjorde det fann jag att från 1995 och fram till 2011 låg den underliggande inflationen hela tiden under 2 procent. Jag hade inte riktigt räknat med det, men det var så.

Redan av en sådan information tycker jag att man kan dra slutsatsen att det är något fel med penningpolitiken. Jag gick därför vidare med frågan och tittade på sex andra länder. Man kunde kanske vänta sig att man har skjutit under i andra länder också. Eller har de lyckats

förankra den underliggande inflationen kring sitt inflationsmål? Jag tittade på Sydkorea, Australien, Nya Zeeland, euroområdet, Storbritannien och Kanada. Hade samma sak hänt i dessa länder? Nej, så var det inte. Det är bara i Sverige som vi har skjutit under på detta sätt.

Vi har skjutit *under* målet och det är sämre än att skjuta *över* målet. När man skjuter under målet, speciellt i de fall där inflationsförväntningarna ligger över den faktiska eller underliggande inflationen – inflationsförväntningarna har legat kring 2 procent i Sverige – blir de reala effekterna av den här politiken väldigt kännbara.

Nästa fråga jag ställer mig blir därför: Vad kan detta ha fått för reala effekter? Jag har i en makroekonomisk modell räknat ut detta. Jag beräknar vad räntan skulle ha varit i Sverige under perioden 1995–2011 så att inflationen skulle ha kommit att pendla kring 2 procent i stället för kring 1,3. Det svar jag får är att i genomsnitt skulle räntan ha varit 0,8 procentenheter lägre. Det hade skapat en sysselsättning motsvarande omkring 50 000 fler sysselsatta i genomsnitt. Alldeles nyligen har jag sett att också Lars E O Svensson har gjort beräkningar med en helt annan metod men kommit fram till ett svar på frågan i ungefär samma storleksordning som jag själv fick.

Inflationen i Sverige har alltså i genomsnitt varit 0,7 procentenheter lägre än målet. Här i dag har jag hört från Barbro Wickman-Parak att några tiondelar kanske inte är så farligt. I en kommentar till artiklar i *Dagens Industri* fick jag läsa samma kommentar från Irma Rosenberg. I ett svar på en artikel i DN Debatt fanns en liknande kommentar från Per Jansson. Jag vill då påminna om att 1,3 procent är 35 procent under 2 procent.

#### *Stefan Ingves*

Jag jobbade på Riksbanken också på 1990-talet och jag har väldigt svårt att

känna igen mig i den här beskrivningen, i varje fall om man menar att den innebär att vi skulle ha haft en bias i vårt agerande. Man måste komma ihåg att när inflationsmålet infördes hade vi en historia med en mycket hög inflation och höga inflationsförväntningar och det var därför ytterst svårt att över huvud taget bedöma med vilken hastighet inflationstakten skulle komma ned och hur det skulle gå till.

Allting är naturligtvis enkelt med facit i hand när man tittar på olika medelvärden och tidsserier efteråt. Men om man tittar på dem som satt i Riksbanken under 1990-talet – om vi tar det som utgångspunkt – är jag helt övertygad om att ingen av dessa över huvudtaget funderade i termer av att man på något sätt systematiskt i genomsnitt skulle lägga sig under inflationsmålet. Något sådant fanns över huvudtaget inte i tankevärlden hos de människor som var med och startade upp inflationsmålpolitiken.

Sedan är det en helt annan sak – och det är upp till de ekonomiska historikerna – att i ett längre tidsperspektiv göra en bedömning och resonera om hur det kommit sig att man hamnat någon annanstans än på precis 2 procent. Så kommer det sannolikt alltid att vara, men jag känner i varje fall inte igen mig i den verklighetsbeskrivning som görs här.

#### *Barbro Wickman-Parak*

Jag vet inte om ni använder er av samma inflationsmått, men för den underliggande inflationen, som Lars brukar talar om, mellan 1995 och 2011 är snittet 1,7 procent. Vad jag försökte säga är att vi naturligtvis ska diskutera avvikelser, men jag tycker också, precis som Stefan, att det alltid är lätt med facit i hand. När vi har beslutat om penningpolitiken har vi gjort det på grundval av prognoser och vi har inte, lika lite som några andra, exakt kunnat förutse vad som ska hända i den reala ekonomin.

Jag nämnde nyss produktivitetschocken. Jag vet inte om du, Bengt, förutsåg den i förväg, i så fall var du ganska ensam om det. Asienkrisen är ett annat exempel där vi fick ett oerhört lågt internationellt pristryck och inflationen blev oväntat låg. Så jag tror att man måste analysera vad som har legat bakom avvikelserna och inte så enkelspårigt tala om hur dålig politiken har varit. När det gäller beräkningar av de reala kostnaderna har jag inte sett några fullständigt övertygande sådana.

#### *Per Jansson*

Det blir lite upprepning från oss alla, men jag tycker att det här är en viktig fråga så jag vill också göra en kommentar. Som Barbro sa kan man, beroende på exakt vilken tidsperiod och vilket mått man tittar på, räkna sig fram till lite olika resultat när det gäller målavvikelsen. Det är en aspekt som måste beaktas när man för den här diskussionen.

En annan aspekt är att man inte får glömma bort var man kommer ifrån. På 1970- och 1980-talen var inflationen ca 8 procent. Den varierade dessutom mycket kraftigt runt denna höga nivå. Då blir det lätt lite perspektivlöst att prata om en målavvikelse på ett par tre tiondelar, eller vad man nu räknat sig fram till. Samtidigt står det helt klart att Riksbanken alltid ska sträva efter att hamna så nära 2 procent som bara är möjligt. Vi har ju själva lanserat detta mål, så det vore ju väldigt konstigt om det inte skulle vara det vi strävar efter.

Det har gjorts en rad viktiga ekonomiskpolitiska reformer i Sverige under 1990-talet. Jag tycker att jag ser varje dag, när jag läser i tidningarna om hur det går för andra länder, hur viktiga och betydelsefulla dessa är. Förändringarna som gjorts på det penningpolitiska området är en integrerad del i dessa reformer. Det går inte att exakt slå fast vad just förändringarna på det penningpoli-

tiska området har haft för betydelse men att Sveriges ekonomiska politik numera fungerar mycket bättre än tidigare och mycket bättre än i många andra länder är tveklöst.

#### Lars E O Svensson

En sak är om man skjuter under målet med några tiondelar hit eller dit. Det är en sak för sig. En annan sak är om detta får realekonomiska konsekvenser. Det senare tycker jag är en mycket större och viktigare fråga. Mina beräkningar visar att det kan ha blivit så mycket som 0,8 procentenheter högre genomsnittlig arbetslöshet under 15 år. Det är alltså väldigt mycket. KPIF och KPIX har skjutit under lite mindre, som Barbro påpekade. Det är alldeles riktigt. Men om man gör om beräkningen och skattar den långsiktiga Phillipskurvan med KPIX- och KPIF-inflationen blir den långsiktiga Phillipskurvan lite flackare så kostnaden i form av högre genomsnittlig arbetslöshet blir fortfarande ungefär lika stor. Detta tillsammans med en del andra test av robustheten i min skattning, som rapporteras i min uppsats, tyder på att skattningen på 0,8 procentenheter faktisk är ganska robust.

Det är viktigt att lägga till att skattningen naturligtvis fortfarande är preliminär och förtjänar en noggrann granskning för att se om den verkligen håller.

#### John Hassler

Jag ska fokusera på det faktum att inflationen under den senaste 15-årsperioden har varit lägre än 2 procent. Stefan och Barbro svarade egentligen på en annan fråga, nämligen om det finns en bias, en systematik, i det här. Det är förstås en väldigt viktig fråga, men det jag skulle vilja ha svar på är: Hur viktigt tycker ni att det är att under en 15-årsperiod träffa ganska exakt? Eller med andra ord: Hade det varit avsevärt mycket bättre

för Sverige om man hade lyckats nå två-procentmålet exakt, eller är det inte så viktigt?

#### Stefan Ingves

Det är naturligtvis ingen nackdel att komma så nära som möjligt, men givet den osäkerhet som råder tycker jag inte att man ska förvänta sig att inflationen ens som genomsnitt över en lite längre period alltid kommer att hamna på exakt 2 procent. Det händer så oerhört mycket i vår omvärld och i svensk ekonomi som vi helt enkelt inte *ex ante* klarar av att ta hänsyn till. I någon mening får man nöja sig med *close enough*.

Det är alltid en fråga i sig vilken tidsperiod man ska titta på. Man kan också titta på inflationstakten sedan 1290 – det finns historiska tidsserier som sträcker sig så långt tillbaka i tiden – eller någonting sådant. I dag är inte inflationen så förskräckligt långt från 2 procent, men man kan naturligtvis välja vilken tidsperiod man vill diskutera.

#### Barbro Wickman-Parak

Eftersom du nämnde mig ska jag säga att jag naturligtvis hade önskat att den skulle kunna ligga alldeles tätt på målet, men jag tror att det är väldigt svårt att få det dithän. Det beror precis på det jag sade, att vi baserar penningpolitiken på prognoser. Man måste begripa att vi inte har någon kristallkula i Riksbanken lika lite som någon annan. Just under den period som vi studerar har vi haft många faktorer som alla har drivit åt samma håll, nämligen varit nedpressande på inflationen. Hur mycket vi än skulle vilja tror jag att det faktum att vi måste luta penningpolitiken mot prognoser kommer att göra att det är oerhört svårt att pricka exakt.

#### Per Jansson

Jag tror också att det är väldigt svårt att göra en kvantifiering och besvara frå-



gan. Om man tar Lars skattning och vad det skulle ha betytt för arbetslösheten måste man göra en del ganska modiga antaganden för att komma fram till den siffran. Det är en intressant analys som görs, men man måste ha klart för sig att det inte är någon enkel beräkning på något sätt.

Vi har sedan inflationsmålet infördes haft en genomsnittlig tillväxt i Sverige som är högre än tidigare. Arbetsmarknaden kanske inte har fungerat så bra som vi hade hoppats på i termer av genomsnittlig arbetslöshet, men jag har väldigt svårt att se och tro att detta är ett problem som beror på penningpolitiken. Är det verkligen rimligt att tro att den höga arbetslösheten bland unga människor beror på räntan? För mig handlar det mycket mer om att det finns grupper som av olika strukturella skäl har mycket svårt att få fotfäste på arbetsmarknaden. Vi bör i sammanhanget t ex fundera kring hur svensk lönebildning fungerar, vad det finns för incitament att söka arbete och den typen av frågor. För mig är det andra politikområden som måste in i diskussionen.

#### *Karolina Ekholm*

När det gäller frågan om hur inflationen har förhållit sig till inflationsmålet bakåt i tiden är det förstas viktigt att reda ut varför utfallet har blivit vad det har blivit och vad det har fått för konsekvenser. Men för mig, i den position jag nu är i, spelar det inte någon större roll hur det har sett ut bakåt i tiden. Det som är gjort är gjort. Det som är viktigt nu är hur penningpolitiken ska se ut framöver. För mig har en viktig faktor varit att verkligen försäkra mig om att utfallen framåt i tiden blir lite mer symmetriska än vad de har varit bakåt i tiden. Det har varit ett skäl till att jag har velat gå lite fortare fram och förespråkat lite större räntesänkningar. Jag har velat att vi kommer upp till 2 procents inflation,

inte mot slutet av prognoshorisonten varenda gång utan någon gång lite tidigare.

#### *Lars E O Svensson*

Åter till frågan om det är så svårt eller möjligt att få genomsnittlig inflation rakt på målet: Kanada har lyckats mycket väl likaså Storbritannien, sedan mitten av 1990-talet. Euroområdet och USA har också lyckats väl under de senaste tio åren. Det verkar vara fullt möjligt för andra länder att hålla genomsnittlig inflation under en längre period på eller mycket nära målet.

Det faktum att inflationen i Sverige hamnat betydligt under målet säger förstås ingenting om *varför* detta skett. Det är en separat fråga att försöka förklara varför det har blivit så. Det är också en separat fråga vilka slutsatser man ska dra inför framtiden. Mina slutsatser är likadana som Karolinas. Det är mycket viktigt att framdeles se till att genomsnittlig inflation ligger på målet. Man får t ex inte vara rädd för att skjuta över målet ibland; det måste man göra om genomsnittet ska ligga på målet.

Det är också viktigt, när man avviker så mycket som vi gör, med både inflationen under målet och arbetslösheten över en rimlig långsiktigt hållbar nivå, att ganska snabbt komma tillbaka till ett normalläge.

#### *Barbro Wickman-Parak*

Det är väl ingen som inte tycker att vi ska tillbaka till vårt mål. Men med tanke på den låga inflationen i dag kan ni väl inte mena att penningpolitiska beslut kan komma åt den, utan den är vad den är. Det är prognosen som styr vår penningpolitik och den rör sig försiktigt mot 2 procent.

#### *Karolina Ekholm*

I prognosen når man inte upp till 2 procent förrän ganska sent. Det är klart att

det är prognosen som vi hela tiden tittar på, men det handlar om att komma upp till 2 procent tidigare i prognosen än vad som nu är fallet.

#### *Lars E O Svensson*

Hade man fört Karolinas och min politik under det senaste året hade vi i dag legat mycket bättre till, med en högre inflation närmare målet och en lägre arbetslöshet närmare en hållbar nivå. I efterhand är det klart att vår politik hade varit bättre.

#### *Stefan Ingves*

Det är mer en hypotetisk fråga, för det är inte den politik som har förts.

#### *Per Jansson*

Jag vet inte riktigt vilken politik det är, för det har funnits en mängd olika förslag och vid varje reservationstillfälle har banorna sett helt olika ut. Jag vet inte vilken politik som i så fall skulle implementeras och inte heller hur man i så fall skulle räkna på vad den hade åstadkommit.

#### *Barbro Wickman-Parak*

Jag blir lite förvånad att du säger så, Lars. Det där trodde jag inte att du skulle komma med. För det första är det ett kontrafaktiskt påstående, för det andra har du inte heller varit glasklar i din argumentation. Jag kan bara konstatera att här har vi väldigt olika utgångspunkter när vi beslutar om penningpolitiken. Jag gräver oerhört mycket i konjunkturen och försöker ta den som avstamp för min syn, medan du inte förrän nu 2012 har sagt någonting som skulle visa att du har en avvikande syn på de grundläggande drivkrafterna i ekonomin. Jag vill inte föra den här diskussionen här, den för ingenstans, men jag skulle vilja säga att själv skulle jag vara oerhört försiktig med att säga att det visat sig att jag hade rätt. En mer grundläggande utvärdering

av penningpolitiken den senaste tiden, vad som var ”rätt” eller ”fel”, kan göras först om några år.

#### *Lars E O Svensson*

Jag vill tillägga att det väl knappast finns någon som inte vet om att jag har velat ha en lägre ränta och en lägre räntebana. En lägre ränta och räntebana resulterar i en högre inflation och lägre arbetslöshet.

#### *Hubert Roslund*

Mitt namn är Hubert Roslund och jag är chef för den globala strategiska portföljförvaltningen på Royal Bank of Scotlands Non Core Division.

Först av allt skulle jag vilja tacka er för en mycket stimulerande och öppenhetig diskussion. Sedan skulle jag vilja ställa er en fråga om era framtida förväntningar och era reservplaner.

Vi är i ständig kontakt med kunder, mäklare, analytiker m m i Europa, Asien och USA och ser – såväl i en mängd indikatorer som i konkreta diskussioner och förhandlingar – ett oerhört kärvt omvärldsläge, framför allt i Europa. Vi ser hur effekterna av riskrallyt från vinterns och vårens LTROs har klingat av, med den möjliga och oönskade bieffekten att bankerna i en del av Europeriferin nu är, om möjligt, än mer ansträngda på grund av hur en del av dem delvis verkar ha använt dessa medel till s k *carry trades*. Vi ser också risken för tilltagande uttagsanstormning i länder i Europeriferin och en ständigt ökande risk för en splittring av Euroblocket.

Med anledning av detta skulle jag vilja höra hur ni ser på dessa risker och vad ni har för reservplaner, förutom den mer traditionella räntepolitiken.

#### *Erik Åsbrink*

Jag vill framföra mitt tack till er alla som ställer upp på en sådan här debatt. Det är underhållande att lyssna till er och det

är en oerhörd kontrast mot hur det var förr i tiden. En minsta antydning om avvikande uppfattning ledde till räfst- och rättarting. Det här är ett steg framåt i öppenhet och transparens.

Min fråga gäller det som Lars E O Svensson snuddade vid i sin inledning, nämligen problem med att ha flera mål och ansvaret för den makrofinansiella tillsynen. Vad är Riksbankens uppfattning? Vem ska ha ansvaret i framtiden? Är det Riksbanken eller är det Finansinspektionen, ett nyskapat organ eller ett samarbetsorgan med de befintliga institutionerna? Det skulle vara intressant att höra.

#### *Tore Ellingsen*

Jag vill återvända till prognoser, det har varit mycket tal om det, och fråga: Hur viktigt är det att man har rätt om sitt eget beteende? Jag brukar råda mina studenter: Försök aldrig slå marknaden! Marknaden har förväntningar om vad era framtida reporäntor kommer att bli. Där ser det ut som att ni ofta tar risken eller chansen att försöka slå marknaden. Ni publicerar en annan prognos än den som marknaden har visat tecken på. Vad är filosofin bakom det och tycker ni att det har varit lyckat hittills?

#### *Cathrine Danin*

Jag läste en artikel, troligtvis skriven av Lars, för något år sedan om att man skulle kombinera inflationsmålet med andra sorters mål och undrar lite hur man från Riksbankens sida ser på att inte bara ha ett inflationsmål utan kombinera det med andra.

#### *Noah Clason*

Ni verkar lite åtskilda i era tankar om penningpolitiken. Jag undrar om det är beroende på ideologiska skillnader mellan er, eller om det har att göra med att ni vill kombinera den med finansiell stabilitet. Det vore kul om ni kunde ar-

gumentera med varandra för att se om ni förstår varandra rätt.

#### *Hannes Malmberg*

Jag tänkte på prognosuppfyllelsen sedan 1995. Det är oundvikligt att tänka på prisnivåmålet. 1,5 procent är inte en så stor miss, men det är 7,5 procent om man lägger ränta på ränta i prisnivåmiss under de här 15 åren. Skulle det vara bättre att minska variansen och att marknaden fick sina inflationsförväntningar med en väldigt stor precision på tre-fyra års sikt?

#### *Pehr Wissén*

Vi har nu alltså frågor om vi ska ha något mer mål än inflationsmålet, en institutionell fråga om vem som ska ta hand om stabilitetsfrågorna, om det är Riksbanken, en fråga om att göra prognoser på sig själv, varför man avviker från marknadsprognoser och vad era grundläggande skillnader beror på, om det är ideologiska skillnader eller annat.

#### *Per Jansson*

Jag kan försöka ta någon fråga. När det gäller Tores fråga är grundidén att penningpolitiken blir mer potent om man också kan påverka människors ränteförväntningar. Nivån på den korta riskfria räntan, reporäntan, för stunden är ju viktig. Men det handlar kanske framför allt om hur räntan utvecklas i framtiden. Det talas ibland om "management of expectations". Med det menas att man söker underlätta framtidsplaneringen för hushåll och företag. Det är den grundläggande idén bakom att ha en egen räntebana.

Vi har haft en del utbyte med Nya Zeeland, som har använt en egen räntebana långt före Sverige. En sak som de sade till oss var: Räkna inte med att ni kommer att kunna styra marknadsräntorna med hög precision! Det kommer att vara ganska stora skillnader mellan

olika prognoser över reporäntan, t ex de som marknaden gör och de som centralbanken själv gör. Jag trodde kanske själv att det inte skulle vara så stora skillnader, för jag tänkte att vi kontrollerar ju reporäntan perfekt, så i någon mening måste ju det som vi säger gälla – åtminstone på kort sikt. Ofta har vi också förmåga att tydligt påverka marknaden på kort sikt. Men redan ganska snart uppstår inte sällan ganska stora avvikelser.

Att avvikelserna ofta är stora kan vara lite förvånande men jag upplever inte att det lett till några problem. Vi har lärt oss att leva med detta och tycker att det finns andra fördelar med att ha en egen räntebana.

En fördel har med tydlighet och kommunikation att göra. Man kan t ex se att när Stefan numera chattar i anslutning till räntebeslut kommer det mycket frågor om hur boräntan kommer att utveckla sig om något år eller två. Då är det en stor fördel att kunna ha sin egen räntebana som utgångspunkt och med enkla tumregler resonera om vad som blir en rimlig bolåneränta. Det är mycket mer fruktbart och tydligt än att lägga till eller stryka något adjektiv i ett pressmeddelande, som Fed höll på med förr och vissa andra centralbanker fortfarande gör i dag.

#### *Kerstin af Jochnick*

Jag ska försöka svara på frågan om utvecklingen i Europa. Vi balanserar fortfarande på en väldigt skör tråd. När vi publicerade vår rapport i april kunde vi räkna hem att det hade hänt en hel del positiva saker som ändå gör att man kan tro att framtiden blir lite mer positiv. Men sedan har vi haft valen i Grekland och Frankrike, som reste nya frågetecken. Det gäller särskilt i Grekland.

Vi har alltså väldigt stora problem i Europa och vi balanserar på en skör tråd. Vi har sagt att det kommer att vara en gropig väg. Man kommer att ta sig ige-

nom, men frågan är hur och hur lång tid det tar. Vi hoppas ändå att man är på rätt väg. Men det kommer förmodligen att bli en hel del bakslag innan detta är helt klart och det kommer att innebära låg tillväxt för Europa.

Frågan om makrotillsyn som kom upp här tycker jag är en viktig fråga. Jag ser det som att vi har penningpolitiken och makrotillsynen på plats och vi behöver makrotillsynen för att se till att vi har finansiell stabilitet och för att den finansiella marknaden ska kunna stödja den reala ekonomin. Vem som sedan ska ha detta ansvar är en fråga som nu utreds av finanskriskommittén. Riksbanken gör en hel del analyser på området och vi har god kompetens vad gäller finansiell stabilitetsanalys, så det är självklart att Riksbanken bör vara involverad.

I avvaktan på att finanskriskommittén kommer med sitt utredningsförslag har vi inrättat ett makrotillsynsråd tillsammans med Finansinspektionen där vi diskuterar de frågor som är viktiga. Men jag tror att det är viktigt att detta kommer på plats och att det blir ett uttalat ansvar så att ingenting faller mellan stolarna.

#### *Barbro Wickman-Parak*

Jag vill bara säga något om marknadsräntor och vad de säger om de penningpolitiska förväntningarna. Vi vet att det inte är något exakt mått på de penningpolitiska förväntningarna. Vi försöker justera för riskpremier, men det är inte säkert att det lyckas. I orostider kan förändringarna vara stora. Det var den ena saken.

Det andra är att vi faktiskt inte vet vad den s k marknaden har för reala prognoser för inflation och tillväxt. Vi måste lägga en ränta som är konsistent med den bild vi har av realekonomi och inflation framöver.

Jag kan lägga till något om frågan ifall det har med ideologiska skillnader

att göra när det gäller hur man tycker att makrotillsynen ska ske. Jag tror knappast att så är fallet. Det här är en fråga om institutioner, men jag kan ändå säga så här: Hur man än vrider och vänder på det kommer centralbanken att ha en betydande roll. Vi kommer under alla omständigheter att behöva ha en samordning mellan vad vi gör med räntepolitiken och hur vi använder makrotillsynsverktygen eller ”macroprudential tools” som är den internationella beteckningen.

#### *Lars E O Svensson*

När det gäller frågan om vem som ska ha ansvaret för den finansiella stabiliteten är det upp till finanskriskommittén att utreda detta och föreslå hur det ska ordnas. Min egen uppfattning är att det nog är en ganska lämplig ordning att Finansinspektionen fortsätter att ha regleringsmakten. Det provisoriska samverkansrådet mellan Riksbanken och Finansinspektionen, där vi och Finansinspektionen diskuterar vilka åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten som kan vara motiverade, är väl en alldeles utmärkt start, tycker jag. Men det är upp till finanskriskommittén att föreslå en permanent ordning.

Beträffande frågan om fler mål för penningpolitiken än inflationen, så är det just det som en så flexibel inflationsmålspolitik handlar om. En flexibel inflationsmålspolitik handlar om att inte bara stabilisera inflationen runt inflationsmålet utan också att stabilisera realekonomin. Det jag förespråkar är således att penningpolitiken ska stabilisera inflation och arbetslösheten. De är de två målvariablerna som penningpolitiken ska bry sig om, enligt min mening.

När det gäller Tores fråga om räntebanor och förväntningar kan jag hålla med om vad Per sa. Sedan kan jag tillägga att just nu ligger marknadsförväntningarna och marknadsräntorna mycket läg-

re än vad som skulle vara fallet om Riksbankens räntebana hade varit trovärdig. Själv tycker jag att det är ganska bra att den svenska ekonomin nu stimuleras av lägre marknadsräntor på detta sätt. Om räntebanan skulle bli trovärdig över en natt skulle en femårsränta kunna stiga med så mycket som 1,5 procentenheter, som jag visar i en bild i protokollet. Det vore mycket negativt för den svenska ekonomin.

När det gäller frågan om vad som är ideologi eller inte när det gäller hur man ser på penningpolitik och finansiell stabilitet föredrar jag att bara försöka förklara hur jag själv ser på saken. Jag överläter till andra att förklara hur de ser på saken.

#### *Karolina Ekholm*

Jag får sälla ganska rejält bland frågorna om vi ska hinna med. Låt mig bara ta upp frågan om hur det kommer sig att vi har så olika uppfattningar. Jag tycker att det är viktigt att ha det som Stefan inledde med i åtanke: Det var hela idén bakom konstruktionen med att låta penningpolitiken vara föremål för kommittébeslut att man skulle ha en grupp som kunde ha lite olika invinklingar på problematiken. Jag tycker inte att man ska känna något obehag inför det faktum att vi har olika uppfattningar.

Sedan har de olika åsiktsskillnaderna kommit att bli ganska cementerade under senare tid på Riksbanken. Man kan fundera över vad det beror på. Jag tror inte att skillnaderna egentligen ligger i att vi har olika mål. Jag tror att det kanske har funnits perioder när vissa mer än andra i besluten har vägt in faktorer som har att göra med finansiell stabilitet eller utveckling på bostadsmarknaden. Jag har själv gjort det vid tidigare tillfällen och försökt att vara tydlig och explicit om detta. Men jag har inte gjort det sedan sommaren 2010 och jag har försökt att explicit förklara att sedan Finansinspektionen kom med sitt bolånetak tyck-

er jag att de har tagit över stafettpippen när det gäller att dämpa utvecklingen på bostadsmarknaden.

Men att vi har olika bakgrund påverkar nog det sätt beslutsfattande går till på. För mig är det viktigt att som underlag för besluten ha någonting som kopplar förväntade konsekvenser till olika beslutsalternativ. Det är någonting som också figurerar i underlaget till utvärdering av penningpolitiken. Jag har gärna velat sitta och titta på hur olika räntebanor skulle vara förknippade med olika typer av prognoser och sedan välja bland dem. Det är mitt intryck att t ex Barbro kanske inte tycker att det är så relevant. För henne är det viktigare med den osäkerhet som finns i en massa andra element i prognosen som hon kanske tycker att det är mer centralt att fokusera på. Det kommer sig säkert av att Barbro har en bakgrund som prognosmakare och det har inte jag. Jag har en bakgrund som akademiker och jag har suttit i Finanspolitiska rådet och funderat över hur myndigheter fattar beslut och utifrån vilka underlag. Det hela kommer sig alltså lite av att vi har lite olika bakgrund, tror jag.

#### *Lars E O Svensson*

Jag vill också gärna svara på den intressanta frågan om prisstabilitetsmål, mot bakgrund av kostnaderna i termer av högre genomsnittlig arbetslöshet av genomsnittlig inflation under målet. Man kan tänka sig ett prisstabilitetsmål som frågeställaren sa i form av en bana för prisnivån som ökar med 2 procent per år. Om man följer den blir automatiskt den genomsnittliga inflationen under en längre period 2 procent. Det skulle lösa problemet med stabilisering av den genomsnittliga inflationen under en längre period. För- och nackdelarna med prisstabilitetsmål har diskuterats en hel del i litteraturen. Att det leder till att den genomsnittliga inflationen stabiliseras på

längre sikt ökar fördelarna med ett prisstabilitetsmål.

#### *Barbro Wickman-Parak*

Jag ska säga något om detta med arbetslösheten som mål. Lars framställer det som någonting okomplicerat. Det är det inte. För att komma fram till ditt beslut om räntan laborerar du med inflationens avvikelse från målet och arbetslöshetsgapet. Rent teoretiskt kan det se bra och enkelt ut. Men för att få fram arbetslöshetsgapet måste man ställa den faktiska arbetslösheten och prognoserna för den i förhållande till någon sorts långsiktig jämviktsnivå som jag tror att vi vet väldigt lite om. Även om vi skulle veta att den är 5,5, som du preliminärt har sagt att den ska vara – vilket jag tycker är ganska svårt att tro på – är frågan i vilket perspektiv vi skulle kunna nå dit. För min del, med de problem som jag ser på arbetsmarknaden, tror jag inte att det är realistiskt att vi med hjälp av penningpolitiken skulle kunna nå dit i det tidsperspektiv som vi arbetar med i penningpolitiken.

#### *Stefan Ingves*

Tiden lider, så jag ska bara summera upp och göra några reflektioner kring de tankar som har väckts och de frågor som har ställts här.

Karolina berörde alldeles nyss, och jag talade om det inledningsvis, att vi är sex personer som ska fatta de här besluten. Låt mig säga att jag i min roll sysselsätter mig en hel del med det jag brukar kalla för beslutsfattandets natur. Vad innebär det att rigga en beslutsprocess på ett sådant sätt att sex personer varannan månad åstadkommer ett beslut? Det ska vara ett beslut som också är kommunicerbart i den meningen att det går att berätta en berättelse om vad beslutet innehåller på ett sådant sätt att så många som möjligt i det svenska samhället kan förstå det.

Tyvärr ger oss teorin nästan ingen



vägledning där. Det är inte alls många som har sysselsatt sig med denna frågeställning. Vad innebär det när sex personer ska snacka ihop sig för att åstadkomma ett beslut? Det är någonting som vi alla sex lever med hela tiden, hur vi ska göra någonting av detta som fungerar och som är kommunicerbart. Det är en utmaning för oss alla när det gäller att föra detta samtal på ett sådant sätt att det går att förstå vad summan av resonemangen blir. För den som önskar forska på ämnet beslutsfattandets natur i penningpolitik finns det mycket att göra. Jag vet inte om man skulle forska just på oss, som någon sade här, men det går ju bra det med!

Det fanns också en frågeställning om tidshorisont. Om jag talar enbart för mig själv tycker jag att det är en oerhört relevant fråga och frågeställning. Många har berört prognoser på olika sätt och det blir fort så att osäkerheten ökar väldigt snabbt ju längre in i framtiden man blickar. Det innebär för min del att det tenderar att alltid finnas ett visst element av närsynthet när man ska fatta besluten. Det är svårt att hantera frågeställningar som: Vad betyder det här om fem år, om åtta år eller någonting sådant? Det är sådana saker som man ändå på något sätt behöver fånga från tid till annan och det är nog så svårt.

Jag har en reflektion kring det här med räntebanan och alla frågeställningar kring den. Ska Riksbanken ha en egen räntebana eller inte? En lite mer teknisk reflektion kring det här som jag tycker glöms bort i dagsläget är att det svenska penningpolitiska styrsystemet, alltså hur vi egentligen bedriver penningpolitik i det dagliga, är extremt minimalistiskt. Vi drar in ungefär 30 miljarder från banksystemet över natten och det är där vi sätter räntan – inte mer än så. Att tänka sig att man i ett sådant minimalistiskt system skulle lyckas styra femårsräntorna är inte någonting vi diskuterade intensivt tidigare. Vi förväntar oss inte

att ha denna förmåga. Sedan har detta på något sätt försvunnit under vägen. Det vore naturligtvis trevligt om vi hade förmågan fullt ut, att bara genom att dra in 30 miljarder från banksystemet under natten kunna styra alla räntorna längs med yieldkurvan. Men jag tror inte att man ska ha sådana förväntningar när det gäller *the daily running of the business*.

Karolina berörde inledningsvis – och jag vet att detta har varit en viktig fråga också för Lars i olika sammanhang – hur man ska hantera växelkursen och skillnaden mellan svenska och utländska räntor. Modellen kräver med sin obönhörliga logik att detta hänger ihop. Men i verkligheten påverkas växelkursen av en mängd olika faktorer. Då måste vi ändå göra växelkursprognoser så gott det går. Det är ett dilemma för alla som håller på med svensk penningpolitik att det är på det sättet. Det är ohyggligt svårt att göra växelkursprognoser, man får liksom leva med det. Vi gör ändå så gott vi kan.

Ett antal frågeställare och många här i panelen har berört det som numera kallas för *macroprudential*, makrotillsyn på svenska, dvs att på ett eller annat sätt införa begränsningar för den finansiella sektorn i syfte att minska risken för finansiella kriser.

Låt mig säga så här: Alla dessa begränsningar, om de är bindande, gör att det blir dyrare att låna. Det är bara ett annat sätt att höja räntan och jag tror att det är så de flesta människor uppfattar det. Det innebär att oberoende av var aktiviteterna är lokaliserade och oberoende av vilka mekanismer man använder för att åstadkomma besluten, vilka de nu är, kommer penningpolitik och makrotillsyn alltid att hänga ihop. Om det skulle vara så att de glider isär kraftigt tror jag att det skulle skapa mycket stora spänningar inom den finansiella sektorn. Det skulle i sin tur leda till en massa bekymmer med transmissionsmekanismen.

På ett eller annat sätt – vad det nu kan tänkas betyda framgent när det gäller beslutsfattande – behöver dessa frågor hänga ihop för att vi ska kunna föra ett begåvat samtal som i någon mening är en lagom blandning när det gäller makrotillsyn och penningpolitik.

*Pehr Wissén*

Tack! Jag tror inte att det är många andra länder i världen där man kan få vara med om ett möte som detta. Vi ska vara tack-samma för att vi har kunnat ha det här och tackar direktionen för en intressant debatt.