



ANFÖRANDE

DATUM: 2005-02-18
TALARE: vice riksbankschef Kristina Persson
PLATS: Stockholm Strand Rotary klubb

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

■ Penningpolitik i en låginflationsekonomi

Inledning

Tack för inbjudan att medverka i detta morgonseminarium! Jag tänkte inleda med att redovisa hur jag ser på de aktuella konjunktur- och inflationsutsikterna, inklusive de risker som är förknippade med bl.a. upplösningen av de rådande globala obalanserna. Det gör jag mot bakgrund av att årets första penningpolitiska protokoll publicerades i förra veckan, i vilket direktionens diskussion den 27 januari redovisades. Därefter tar jag upp Riksbankens uppdrag, olika sätt att bedriva penningpolitik samt vad den låga inflationen kan innebära för penningpolitiken framöver.

Det aktuella penningpolitiska läget

Nyhetsflödet efter jul har dominerats av den stora flodvågskatastrofen som drabbat länderna kring Indiska Oceanen. Trots omfattningen och vidden av denna katastrof kan följderna för världsekonomin antas bli mycket små. Det har i vart fall varit slutsatsen från de olika internationella möten som ägt rum efter jul.

Den internationella konjunkturen väntas således fortsätta att förstärkas och resursutnyttjandet i världsekonomin gradvis bli allt högre under de kommande åren. Inflationen har stigit något i de flesta länder, främst som en följd av det stigande oljepriset. Inflationen exklusive olja däremot, har inte stigit i samma takt. Det finns gott om lediga resurser i flera av de största ekonomierna och konkurrensen har på senare år ökat i många branscher. Den internationella inflationen bedöms således sammantaget bli relativt måttlig de kommande åren.

Det ekonomiska läget i USA och Euroområdet

I USA fortsätter konjunkturen att förbättras. Det fjärde kvartalet i fjol ökade BNP i USA med 0,8 procent jämfört med föregående kvartal, bl.a. till följd av kraftigt

■ ökade investeringar. Detta återspeglar ett gynnsamt investeringsklimat i USA med historiskt höga vinster och framtidstro hos företagen. Indikatorer över tillväxtutsikterna för det fjärde kvartalet ger en positiv bild av aktivitetsnivån i den amerikanska ekonomin.

I takt med att resursutnyttjandet ökat har Federal Reserve, den amerikanska centralbanken, höjt styrräntan från 1 till 2,5 procent. Mycket talar för att fortsatta höjningar är att vänta under våren. Inflationen beräknas stiga framöver bl.a. till följd av att försvagningen av dollarn de senaste månaderna ger USA en dyrare import. I huvudscenariot i Riksbankens senaste inflationsrapport väntas den amerikanska ekonomin fortsätta att utvecklas starkt under 2005 och 2006.

Ett orosmoment för såväl USA som världen som helhet, är de stora underskotten i den amerikanska ekonomin. Under tredje kvartalet i fjol uppgick bytesbalansunderskottet till 165 miljarder dollar, vilket motsvarar ca 6 procent av BNP. Siffror för november visar att det har fortsatt att växa till en ny rekordnivå på drygt 60 miljarder dollar. Detta kan föra med sig ränte- och valutakursförändringar som kan få stora konsekvenser för världshandeln.

En stor del, eller ca 40 procent, av Sveriges export går till euroområdet och därför är konjunkturutvecklingen där extra viktig för oss. Återhämtningen av ekonomin i euroområdet går långsamt. Tillväxten under det tredje kvartalet var lägre än väntat. De indikatorer som finns för fjärde kvartalet ger en splittrad bild. I Tyskland, som är en viktig marknad för svenska produkter, finns vissa tecken på en ljusning. Efter flera år av omfattande besparingar bör det finnas ett uppdämt behov hos företagen att investera. Samtidigt dämpas exporten av att euron har stärkts mot främst dollarn.

Det ekonomiska läget i Sverige

När det gäller Sverige har Riksbanken haft en positiv syn på konjunkturutvecklingen det senaste året. Den internationella efterfrågan har ökat snabbare än väntat och framförallt tjänsteexporten har överraskat positivt.

Den ekonomiska politiken bidrar också till de relativt ljusa tillväxtutsikterna. Räntorna är historiskt låga och med förslagen i regeringens budgetproposition blir finanspolitiken mer expansiv. Hushållens konsumtion fortsätter att växa stabilt framöver, samtidigt som företagens investeringar också ser ut att ta fart igen efter att ha utvecklats svagt under några år. Sammantaget gör detta att tillväxten under 2004 väntas uppgå till ca 3,7 procent, för att därefter dämpas något och ligga runt 3 procent 2005 och 2006, vilket är en ganska hög tillväxt i historisk jämförelse.

Trots den goda tillväxten är inflationen i Sverige mycket låg - i januari uppgick den till 0,4 procent mätt som den årliga förändringen av UND1X. Framförallt beror den låga inflationen på överraskande låga importpriser. Andra orsaker är den starka produktivitetutvecklingen, kronförstärkningen det senaste halvåret, framförallt mot dollarn men även mot euron, liksom låga elpriser. Mycket talar för att

vi inte heller under det kommande året kommer att se något nämnvärt inflationstryck. Därför var det naturligt att vi i vårt räntebeslut i slutet av januari beslutade att inte höja räntan. Min personliga uppfattning är att det nog kommer att dröja ett tag innan en räntehöjning blir aktuell.

Riskbilden

Mot denna tämligen ljusa bild kan man ställa ett stort antal risker för att tillväxt- och inflationsprognoserna inte kommer att uppfyllas under de kommande två åren. Den viktigaste riskfaktorn är hur underskotten i USA kommer att korrigeras. Kommer det att ske via en stor växelkurskorrigerings av dollarn och vilka blir i så fall konsekvenserna för världsekonomin?

Flertalet bedömare är eniga om att de stora underskotten i USA inte är hållbara. Den försvagade dollarn väntas visserligen kunna leda till en viss stabilisering av bytesbalansen, men eftersom USA:s import är ca 1,5 gånger större än dess export, skulle det krävas en kraftig inbromsning av importen eller en ännu kraftigare ökning av exporten för att en minskning ska kunna ske.

Samtidigt är det efterfrågan i USA som i hög grad utgjort lokomotiv för världsekonomin under senare år. Den expansiva ekonomiska politiken har bidragit till detta och även resulterat i ett mycket stort sparandeunderskott. Inlödet av kapital sker bl.a. genom att asiatiska centralbanker köper amerikanska statspapper. Kina har på senare tid stått för ca en tredjedel av USA:s behov av upplåning utomlands. På så sätt har både Kina och Japan byggt upp mycket stora valutareserver av dollar.

Logiken i denna förlustbringande affär (om dollarn fortsätter att förlora i värde) är att Japan och Kina på så sätt kan upprätthålla en låg värdering av de egna valutorna, vilket underlättar fortsatt export till USA och andra länder. För Kina betyder den omfattande exporten arbetstillfällen och inkomster i en ekonomi där fortfarande en mycket stor del av befolkningen lever på u-landsvillkor. Snabb tillväxt innebär växande välstånd vilket kan medföra stabila sociala och politiska förhållanden. För att växla över från en exportdriven till inhemsk efterfrågan i snabbare takt i Kina – vilket måste ske i framtiden - krävs emellertid institutionella och andra reformer som tar tid att genomföra. Särskilt den finansiella infrastrukturen är i stort behov av utveckling och förändring.

Varifrån ska efterfrågan komma när ekonomin stramas åt i USA? Den svaga tillväxten i Europa och osäkerheten om utvecklingen i den japanska ekonomin gör att någon tydlig ersättare för USA i lokomotivrollen inte finns. Kina har visserligen på senare tid blivit världens tredje största handelsnation men kan knappast ensamma agera draglok. Den inhemska efterfrågan i Europa skulle behöva ta fart men den uppgång som pågår här är långsam och hålls tillbaka av strävan att bekämpa underskotten i de offentliga budgetarna, bl.a. i länder som Tyskland, Italien och Frankrike.

■ Hur sannolikt är det då att Kina släpper kopplingen till dollarn under den närmaste tiden? De flesta bedömare tror att det blir en gradvis, långsam och försiktig väg mot rörlig växelkurs i Kina. Om dollarförsvagningen fortsätter kommer det således även framöver vara euron som får ta en stor del av anpassningen vilket kommer att påverka Europas konkurrensförmåga och tillväxt negativt.

En annan viktig faktor för tillväxten är hur räntorna kommer att utvecklas. Det finns inte mycket som tyder på att det federala budgetunderskottet kommer att minska i tillräcklig utsträckning. Det är oroväckande, i synnerhet som man på sikt kommer att få kraftigt stigande kostnader för bl.a. sjukvård, hälsa och pensioner. Därmed finns en uppenbar risk för stigande marknadsräntor i USA som kan utlösa fallande huspriser, vilket i sin tur skulle kunna dämpa den privata konsumtionen. En minskning av de offentliga utgifterna skulle också få en åtstramande effekt men på sikt leda till en mer balanserad utveckling och därmed förhindra en alltför snabb ränteuppgång.

En annan riskfaktor är oljepriset. Eftersom USA är mer oljeberoende än länderna i euroområdet, är den amerikanska ekonomin känsligare för oljeprisförändringar. Om oljepriset ligger kvar på en hög och fluktuerande nivå kan det ge en dämpande effekt på tillväxten i USA.

Sammantaget betyder den här bilden av stora globala obalanser en klar risk för en mer dämpad tillväxt under den närmaste tvåårsperioden. Frågan är hur snabbt det kan komma att ske. Ett lugnt förlopp betyder en mjukare dämpning medan snabba kast kan betyda en rejäl försvagning av världsekonomin och därmed också bromsa Sveriges ekonomiska utveckling framöver.

Utöver de konkurrensproblem som en allt starkare euro innebär för Europa finns också frågan hur vi ska kunna möta konkurrensen från låglöneländer, såväl de nya medlemsländerna i EU som tillväxtekonomierna i Asien. Skillnaderna i arbetskraftskostnader är mycket stora. Den hårdnande konkurrensen ställer stora krav på omställningsförmåga i den svenska ekonomin. Vad kan Sverige göra för att behålla och dra till sig nya investeringar som kan skapa arbetstillfällen och försörjning här? De svenska investeringarna är bland de lägsta i Europa och de måste rimligen öka som andel av BNP för att säkerställa fortsatt tillväxt.

De globala växelkursanpassningarna kan leda till mer dämpad tillväxt och utgör således sammantaget en stor osäkerhetsfaktor framöver. Ombalanseringen av efterfrågan mellan valutaområdena tar tid och relativprisförändringarna via valutorna skapar på samma sätt som inflation en osäkerhet som kan ha en negativ effekt på såväl investeringar som efterfrågan.

Riksbankens uppdrag och inflationsmålspolitiken

Riksdagen har bestämt att Riksbankens mål ska vara att upprätthålla ett stabilt penningvärde och Riksbanken har sedan definierat detta till att motsvara en årlig förändring i inflationen mätt som konsumentprisindex (KPI) på två procent med en tolerans för avvikelser på plus/minus en procentenhet. I praktiken väljer vi att oftast titta på ett mått (UND1X) som räknar bort effekten av förändringar i indi-

■ rekta skatter och subventioner, samt räntekostnader för egna hem – d.v.s. det man kan kalla politiska eller administrativa beslut.

Räntebesluten baseras på prognoser över prisutvecklingen på ett till två års sikt. Om prognoserna ligger högre än inflationsmålet höjs i normalfallet räntan och vice versa. Med andra ord justeras styrräntan normalt så att inflationen, med beaktande av riskbilden, på 1-2 års sikt ska ligga i linje med målet.

Riksbanken införde den nuvarande regimen med flytande växelkurs och ett inflationsmål 1993, efter ett antal decennier med fast valutakurs. Det har inneburit ett nytt sätt att arbeta där vi med penningpolitikens hjälp försöker anpassa tillväxten i ekonomin till vad inflationsmålet tillåter. En vanlig liknelse är att ekonomin är som ett fordon med vissa egenskaper vilka gör den möjlig att köra i vissa hastigheter men inte i andra. I så fall är vi i direktionen chauffören som använder styrräntan för att gasa eller bromsa. Om bilen kör för fort, börjar det lukta bränt om däckerna och vi riskerar att köra av vägen, d.v.s. priserna stiger och vi måste höja räntan för att bromsa hastigheten. Omvänt gasar vi när bilen går för långsamt genom att sänka styrräntan.

I själva verket är liknelsen med en bil något missledande. För det första är det svårt att veta exakt i vilken hastighet som ekonomin faktiskt utvecklas. Den statistik som vi använder oss av när vi bedömer tillväxten i ekonomin innehåller felaktigheter, ger ingen heltäckande bild av det ekonomiska läget och produceras dessutom med eftersläpning. Ett annat problem är att det är svårt att veta exakt hur lång tid det tar innan en ränteförändring ger önskad effekt. Eftersom det tar tid - vi räknar med en tidshorisont på ett till två år innan den s.k. transmissionsmekanismen har verkat genom det ekonomiska systemet - måste vi göra en bedömning av hur ekonomin kommer att se ut på sikt.

Att förutse framtiden är svårt av många skäl, inte bara på grund av bristerna i statistiken utan också därför att ekonomin hela tiden förändras. Ekonomin kan komma att drabbas av olika typer störningar, t.ex. ökade elpriserna när det var brist på vatten i dammarna och priset på kött och andra livsmedel steg när korna i Europa drabbades av olika sjukdomar. Det är svårt att på ett tidigt stadium avgöra vad som är tillfälliga förändringar i ekonomin och vad som är varaktiga. En ytterligare faktor som komplicerar bilden är att inflationsförväntningarna i samhället i hög grad påverkar pris- och lönebildningen, och därmed inflationen.

Med andra ord har bilen - för att fortsätta med liknelsen - imma på framrutan, en hastighetsmätare som är mycket svår att avläsa, och pedaler som ibland är tröga och ibland lätta att trampa ned.

Hur kan vi få ekonomin att gå lagom fort?

Det finns något förenklat två olika sätt att beskriva penningpolitik med inflationsmål: Det ena är att utgå från en enkel penningpolitisk regel där räntan sätts som en funktion av den aktuella inflationstakten och det s.k. produktionsgapet, vilket är ett mått på skillnaden mellan faktisk och potentiell produktion och speg-

lar resursutnyttjandet i ekonomin.¹ Vid ett negativt produktionsgap är den faktiska produktionen lägre än den potentiella, vilket innebär att det finns gott om lediga resurser i ekonomin. Pris- och löneökningarna är då små och inflationen som regel under målet.

Vid ett positivt produktionsgap är förhållandena de omvända, resurserna är överansträngda och den alltför höga efterfrågan genererar ett inflationstryck i ekonomin. Enligt regeln bör räntan alltså höjas om tillväxten är högre än den potentiella och inflationen högre än inflationsmålet och tvärtom när det omvända gäller. När faktisk och potentiell produktion sammanfaller är ekonomin i balans och inflationen är normalt sett i linje med målet, förutsatt att politiken är trovärdig.

Ett vanligt argument för att bedriva penningpolitik på detta sätt är att centralbankens kunskap om ekonomins funktionssätt är så pass begränsad att en prognosbaserad penningpolitik ändå inte kan utformas på ett tillräckligt bra sätt. Prognoser som slår fel kan dessutom ge centralbanken trovärdighetsproblem, vilket skulle vara ett skäl till att föredra en enkel handlingsregel.

Den andra metoden, som flertalet centralbanker inklusive Riksbanken tillämpar är att göra prognoser över hur ekonomin kommer att utvecklas på ett par års sikt och anpassa penningpolitiken därefter. En komplikation med denna metod är att något oväntat alltid kan inträffa som gör att ekonomin utvecklas i en annan riktning än den som man har förväntat sig. Därför måste hänsyn tas till olika risker när styrräntan bestäms. Prognoserna utformas av experter som har tillgång till olika statistiska metoder och modeller. Resultaten presenteras ofta i form av ett huvudscenari och ett eller flera alternativa scenarier.

En penningpolitik som baseras på prognoser kräver mer information om ekonomin än vad som är fallet vid en enkel regel och det finns enligt kritikerna en risk att prognosmakarna överskattar sin förmåga, vilket skulle kunna leda till att resultaten blir sämre än vid ett mindre komplicerat angreppssätt. Förespråkarna för metoden å andra sidan menar att den kunskap som ändå finns bör utnyttjas till fullo.

Eftersom många fler variabler måste analyseras vid en prognosbaserad penningpolitik än vad som är fallet vid en enkel regel, är det svårare för utomstående aktörer att bedöma hur centralbanken kommer att agera. En prognosbaserad penningpolitik ställer därför höga krav på öppenhet och tydlighet mot omvärlden och förmåga att kommunicera.

Det finns också andra fördelar med en prognosbaserad penningpolitik. Eftersom den är framåtblickande kan centralbanken åtminstone försöka förutse kommande problem eller strukturella förändringar och möta dem med en anpassning av räntan. Att snabbt kunna agera är väsentligt eftersom penningpolitiken verkar med viss eftersläpning och den samhällsekonomiska kostnaden för en stigande infla-

¹ Detta är den s.k. Taylor-regeln. Den amerikanske ekonomiprofessorn John B. Taylor är Under Secretary for International Affairs på [U.S. Department of Treasury](https://www.treasury.gov/). Han har formulerat en enkel räntesättningsregel som kommit att kallas för Taylorregeln och som fått bred spridning. Detta är ett exempel bland många på penningpolitiska regler.

tion blir lägre om den kan hejdas i ett tidigt skede. En annan fördel är att centralbanken inte blir lika låst som vid en regel, utan kan beakta alternativa scenarier och risker. Dessa bedömningar kan dessutom löpande uppdateras i ljuset av ny information om den ekonomiska utvecklingen.²

Bristerna i beslutsunderlaget och svårigheten att förutse vad som faktiskt kommer att hända i framtiden innebär att förmågan att värdera och väga samman en stor mängd komplex information är det som ytterst skiljer en träffsäker penningpolitik från en sämre. Omdömet, eller "judgement" har följaktligen stor betydelse för hur bra resultatet i slutändan blir. Detta talar för en prognosbaserad penningpolitik som ger större utrymme för bedömningar än den enkla handlingsregeln.

Öppenhet och kommunikation

Valet av penningpolitisk strategi har en avgörande betydelse för den externa kommunikationen. En god kommunikation med omvärlden är extra viktig för centralbanker som använder sig av en prognosbaserad penningpolitik. Det är därför viktigt att Riksbanken är öppen med hur vi ser på den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna och hur vi resonerar om avvägningarna i penningpolitiken. Syftet är just att skapa förståelse för vad som styr räntebesluten och en uppslutning kring inflationsmålet hos den svenska allmänheten.

Detta är också en förklaring till att vi i direktionen ofta är ute och talar. Öppenhet och tydlighet från vår sida kan bidra till att stabilisera förväntningarna om inflation och ränteutveckling och minskar risken för oro på de finansiella marknaderna. Inflationsförväntningarna spelar således en mycket viktig roll för penningpolitiken och av den anledningen följer vi noga hur de utvecklas.³ Penningpolitikens kanske viktigaste uppdrag är att påverka inflationsförväntningarna eftersom det är via marknadsräntan och inte korträntan i sig, som efterfrågan i ekonomin påverkas. Därför är betydelsen av kommunikation och trovärdighet så central. Om vi förmår att föra ut vårt budskap ökar vi möjligheterna för en lyckosam penningpolitik.

Penningpolitik i en låginflationsekonomi

Riksbankens handlingsregel, som säger att styrräntan ska ändras när inflationen ligger över eller under målet på ett till två års sikt är långtifrån så mekanisk som den ibland uppfattas. I det förtydligande som direktionen gjorde 1999 framgår

² Se Governor Ben S. Bernanke i "The Logic of Monetary Policy" (2004). I sitt tal diskuterar Bernanke för- och nackdelar med att följa en enkel penningpolitisk regel jämfört med en prognosbaserad penningpolitik. Se också Apel, M. Nessén M., Söderström U. & A. Vredin (1999), "Olika sätt att bedriva inflationsmålspolitik – teori och praktik", Penning- och valutapolitik, 4, 13-42, Sveriges riksbank, där liknande resonemang förs och kopplas till uppläggningsen av penningpolitiken i Sverige.

³ Läs mer om detta i t.ex. Palmqvist S. & och L. Strömberg (2004) "Hushållens inflationsåsikter – historien om två undersökningar" i Penning- och valutapolitik, 4, Sveriges riksbank, 24-43.

■ att uppläggningsen av penningpolitiken i praktiken tar hänsyn till hur den reala ekonomin utvecklas.

Enligt förtydligandet kan det finnas skäl för Riksbanken att avvika från målet, om inflationen påverkas av en tillfällig störning som inte fullt ut hinner klinga av under den kommande tvåårsperioden, men som ändå inte bedöms ha någon varaktig inverkan på inflationsutvecklingen. En annan anledning till att avvika är om en större störning gör att en återgång till målet på ett till två års sikt är förenad med alltför stora oönskade effekter på den reala ekonomin.

Det finns många exempel på att vi har tagit den här typen av hänsyn under senare år. Vid årsskiftet 2002-03 t.ex. pressade stigande energipriser snabbt upp inflationen. Men eftersom de höga energipriserna väntades falla tillbaka helt så småningom såg vi dem som tillfälliga och valde att lämna reporäntan oförändrad.

När den nuvarande regimen med inflationsmål inrättades i början av 1990-talet hade den föregåtts av en lång period av hög och varierande inflation i såväl Sverige som andra länder. Många länder i världen genomgick ett motsvarande regimskifte ungefär vid denna tid. Detta bidrog till att den internationella inflationen sjönk rejält under 1990-talet från ca 30 procent till under 4 procent per år i genomsnitt.⁴

Inflationsmålsregimen och dess praktiska tillämpning har präglats av övertygelsen att hög och varierande inflation är skadlig för ekonomin. Nu lever vi i en värld med mycket svaga prisökningar på framförallt tillverkade varor. Finns det något i de nuvarande förhållandena som skulle kunna motivera en förändring av Riksbankens tänkande? Effekten av att Kinas och Indiens stora och snabbväxande ekonomier integreras i världsekonomin kommer med all sannolikhet att länge påverka tillväxten och inflationstakten i världen. Globaliseringen har fått en kraftig skjuts framåt. Även om det kan komma bakslag är det rimligt att tro att den utbudschock som lågprisexporten från Asien utgör kommer att fortsätta pressa priserna i världen under många år framöver. Kinas regering har satt som mål att mellan år 2000 och 2020 fyrdubbla ekonomin, såsom redan har skett under föregående tjugoförårsperiod. I Kina finns hundratals miljoner landsbygdsbor som drömmer om ett bättre liv i städer och om att få arbeta i moderna företag.

I Sverige kan vi se hur inflationen de senaste månaderna blivit lägre än vi räknat med, till följd av att prisutvecklingen på importerade varor har blivit svagare än väntat. Den produktivitetsuppgång som vi har sett och som också bidragit till att inflationen blivit så låg kan också hänga samman med den ökade globala konkurrensen. En annan dämpande effekt är att vänta från slopandet av importkvoterna för textilimporten.

Samtidigt finns det som vanligt skäl att tro att priserna på världsmarknaden kommer att öka i takt med att konjunkturen förbättras. Den snabba tillväxten i de nya industriländerna pressar också upp priserna på råvaror, inte minst olja. Därför är det osäkert hur länge det mycket låga importpristrycket kommer att bestå. Under alla omständigheter är detta en mycket viktig fråga för penningpolitiken

⁴ Se Rogoff, K. (2003), "Disinflation: An Unsung Benefit of Globalization?".

■ det närmaste året och på Riksbanken följer vi noga utvecklingen av importpriserna.

Låt mig avsluta med några tankar kring penningpolitikens utformning. Med tanke på att inflationen under en stor del av den kommande tvåårsperioden förutses ligga under målet tycker jag man kan hävda att det har funnits utrymme att sänka reporäntan något mer än vad vi har gjort den senaste tiden. Men jag har, i likhet med mina kollegor, valt att avstå från det. Det finns flera skäl till det - räntan måste inte alltid ändras när inflationsutsikterna avviker från målet.

Skälen är att tillväxten i utgångsläget är god. Problemen på arbetsmarknaden tror vi beror främst på strukturella förhållanden, de påverkas därför sannolikt bara marginellt av lägre räntor. Efterfrågan på arbetskraft väntas dessutom börja öka under 2005-06. Penningpolitiken i Sverige är redan expansiv, realräntan är låg, hushållens upplåning ökar snabbt och huspriserna stiger – och har gjort det en längre tid. Ännu lägre räntor skulle kunna spä på viljan att låna pengar ytterligare och medföra risker på sikt i form av en växande fastighetsprisbubbla.

Dessutom, om penningpolitiken ska försöka motverka de låga importpriserna fullt ut genom att driva upp de inhemska priserna t.ex. i tjänstesektorn skulle detta kunna leda till en inhemsk inflation som kan bli svår att stoppa om konjunkturen skulle fortsätta att utvecklas starkt en längre tid och resursutnyttjande därmed stiga.

Det förtydligande av penningpolitiken som gjordes 1999 kan således tillämpas på dagens situation: Av hänsyn till den reala ekonomins utveckling, d.v.s. tillväxten och sysselsättningen på litet längre sikt kan vi avstå från att justera räntan nedåt nu, även om en mekanisk tillämpning av vår handlingsregel skulle kunna tala för det.

Men om konjunkturen viker, t.ex. på grund av det riskscenario som justeringen av de stora underskotten i USA kan utlösa, då blir läget ett annat. Då kan jag se skäl att sänka styrräntan ytterligare, särskilt om det skulle vara förenat med en starkare krona. I en sådan situation vore det enligt min mening snarast en fördel att styrräntan i utgångsläget inte är ännu lägre än vad den är idag.

Litteratur

Apel, M. Nessén, M., Söderström, U. & A. Vredin (1999), "Olika sätt att bedriva inflationsmålspolitik – teori och praktik", *Penning- och valutapolitik*, 4, 13-42, Sveriges riksbank

Bernanke, B. "The Logic of Monetary Policy", Before the National Economists Club, December 2 2004, *The Federal Reserve Board*

Palmqvist, S. & L. Strömberg (2004), "Hushållens inflationsåsikter – historien om två undersökningar", *Penning- och valutapolitik*, 4, 24-43, Sveriges riksbank

Rogoff, K. "Disinflation: An Unsung Benefit of Globalization?", December 2003, *Finance & Development*