



ANFÖRANDE

DATUM: 2005-11-09
TALARE: Vice riksbankschef Kristina Persson
PLATS: Aktiespararna Lidingö

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

■ Penningpolitiken igår, idag och imorgon

Tack för inbjudan att komma hit till Aktiespararna Lidingö ikväll och tala om penningpolitiken, det som är mitt jobb och – antar jag – ert intresse, eftersom ni sparar i aktier. För den som investerar i företag är det självfallet viktigt att erhålla en god (riskjusterad) avkastning. En penningpolitik som bidrar till låg och stabil inflation ger minskad osäkerhet, tydligare spelregler och bättre förutsättningar för tillväxt. Jag tänkte inleda med en tillbakablick på penningpolitiken de senaste 10 åren och beskriva förloppet när vi gick över till inflationsmål efter den ekonomiska krisen i början av 1990-talet. Därefter vill jag kort diskutera det aktuella ekonomiska läget, beröra vilka förändrade villkor som jag ser framför mig och vad de kan komma att innebära för penningpolitiken i framtiden.

Från ekonomisk kris till 10 år med inflationsmål

Många av er minns och påverkades på olika sätt av den ekonomiska krisen i början av 1990-talet. Det var då grunderna för dagens penningpolitik lades fast, när den fasta växelkursen som mål för penningpolitiken övergavs och ersattes av ett explicit inflationsmål. Den processen förstås förmodligen bäst i ljuset av den ekonomiska politik som bedrevs under decennierna före krisen så låt mig därför inleda med en kort tillbakablick.

Den ekonomiska politik som fördes under 1970- och 80-talet innebar att nominella löner och priser steg snabbare än i vår omvärld. Samtidigt hade vi som mål att hålla en fast växelkurs, något som förutsatte att inflationen i Sverige utvecklades i någorlunda samma takt som i de länder som var våra viktigaste handelspartners. Men pris- och löneutvecklingen ledde gång på gång till kostnadskriser som till slut tvingade fram devalveringar av kronan och undergrävde trovärdigheten i växelkursåtagandet. Växelkursjusteringarna bidrog också till att nödvändiga rationaliseringar och effektiviseringar uteblev. Devalveringarna stärkte visserligen vår konkurrenskraft tillfälligt men gav ekonomin nya inflationsimpulser och när pris- och lönespiralen snurrat ett par varv hade en ny kostnadskris uppstått. Att utvecklingen inte gynnade den reala svenska tillväxten eller reallönerna är tydligt, både om man jämför med andra tidsperioder och med andra länder, till exempel de nordiska länderna, Tyskland och Österrike (diagram 1).

■ När det fasta växelkursmålet till slut gavs upp i november 1992 efter ett misslyckat försök att försvara kronan – ni minns förmodligen alla marginalräntehöjningen till 500 procent – så var det efter ytterligare en kostnadskris. Kring årsskiftet 1993 såg det mörkt ut för svensk ekonomi – vi stod mitt i en internationell lågkonjunktur, bankkrisen var ett faktum, räntorna var höga och arbetslösheten steg snabbt. Under perioden med fast växelkurs hade finanspolitiken haft hela ansvaret för stabiliseringspolitiken medan penningpolitiken varit bunden till att försvara den fasta kronkursen. Att finanspolitiken inte hade stramats åt tillräckligt i samband med den överhettning som bland annat kreditavregleringen bidrog till, var uppenbart. Det var hög tid att radikalt "bryta med historien" men hur skulle man gå tillväga?

En ny stabiliseringspolitisk regim

För att leda Sverige ur krisen och skapa förutsättningar för en stabilare och mer gynnsam ekonomisk utveckling genomfördes nu ett genomgripande regimskifte. Statsfinanserna konsoliderades och finanspolitiken underställdes efterhand regler – utgiftstak och saldomål – för en långsiktig balans i de offentliga finanserna. Penningpolitiken inriktades mot att upprätthålla ett fast penningvärde. Räntan, som under perioden med växelkursmål hade varit ett verktyg för att balansera valutaflöden, skulle nu användas för att påverka efterfrågeläget i ekonomin i syfte att stabilisera prisutvecklingen.

Det nya målet för penningpolitiken, att verka för låg och stabil inflationstakt, annonserades i januari 1993 och tillämpades i termer av konsumentprisindex (KPI) från och med 1995. Att tillämpningen dröjde något berodde i viss utsträckning på att ekonomin just utsatts för kraftiga inflationsimpulser, framförallt till följd av försvagningen av kronan efter det att den fasta växelkursen övergivits.

Målet för penningpolitiken, vilket ytterligare manifesterades genom att skrivas in i riksbankslagen 1999, är att "upprätthålla ett fast penningvärde" och Riksbankens tolkning av detta är att inflationen skall hållas kring 2 procent per år, mätt som den årliga förändringen i konsumentprisindex (KPI). Runt målet finns också ett toleransintervall på plus/minus 1 procentenhet. Att hålla inflationen på precis 2 procent hela tiden är knappast möjligt och att hela tiden finjustera räntan i det syftet skulle snarare riskera att förstärka svängningarna i ekonomin än att stabilisera dem.

När Riksbanken förändrar styrräntan, den s.k. reporäntan, påverkas den samlade efterfrågan och i förlängningen även inflationen genom olika "kanaler" i ekonomin – kostnaden för att låna, incitamenten att spara och, via växelkursförändringar påverkas exporten och importen. För att en ränteförändring ska få full effekt via dessa kanaler tar det tid; man brukar räkna med att det tar ungefär 1-2 år. Penningpolitiken bedrivs därför med denna tidshorisont. Genom att påverka efterfrågeläget i ekonomin försöker vi styra inflationen på 1-2 års sikt mot målet på 2 procent.

Vi bedriver dock en så kallad flexibel inflationsmålspolitik. Riksbanken kan välja att bortse från effekter som bidrar till att inflationen tillfälligt avviker från målet. Det sker regelmässigt när det gäller till exempel indirekta skatter, hushållens räntekostnader för boende, eller utbudsstörningar som bedöms vara tillfälliga. I praktiken baseras idag penningpolitiken främst på ett inflationsmått, UND1X, som är rensat från just räntekostnader för egna hem, samt de direkta effekterna av förändringar i indirekta skatter och subventioner.

■ Dessutom, om en störning skulle bidra till att inflationen avviker mycket kraftigt från målet på två års sikt blir det en bedömningsfråga hur snabbt den bör återföras till målet för att inte åstadkomma onödiga svängningar i den reala ekonomin, d.v.s. i tillväxt och sysselsättning. Riksbanken publicerade 1999 ett förtydligande som upprepade den ursprungliga målformuleringen men som också innehöll klargöranden för hanteringen av dels tillfälliga effekter, dels kraftiga avvikelser från målet.

Varför inflationsmål?

Syftet med att införa ett prisstabilitetsmål var framförallt att på ett tydligt sätt bryta med historien av inflationschocker, devalveringar och dålig real tillväxt. Vid en längre tillbakablick så ser perioder med en gynnsam ekonomisk utveckling också ut att ha varit förknippade med en låg och stabil inflationstakt (diagram 2). Prisstabilitet ger inte bara bättre och säkrare förutsättningar för att fatta ekonomisk-politiska beslut. Ett långsiktigt och trovärdigt åtagande att uppfylla inflationsmålet ger också minskad osäkerhet i bedömningen av framtida inkomster, vilka i slutändan bestämmer (det fundamentala) värdet på olika typer av tillgångar, till exempel aktier. Ju större risken är att man inte får tillbaka sina investerade medel plus den avkastning man vill ha, desto större ersättning kräver man förstås för att investera/låna ut sina pengar. Jämför exempelvis med hur det var i Sverige under delar av 1980-talet (efter avregleringen) när systemet med ränteavdrag i kombination med inflationschocker i princip gjorde att man fick betalt för att låna medan det istället kostade att spara! Förutsättningarna för att fatta kloka ekonomiska beslut blir således bättre när prisstabilitetsmålet är uppfyllt.

Samma resonemang kan appliceras på lönesättningen i ekonomin. Under 1970- och 80-talet tvingades löntagarna gång på gång att komma med höga nominella lönekrav eftersom inflationen "åt upp" deras köpkraft. Reallöneökningarna uteblev nästan helt medan de nominella löneökningarna drev upp priserna med återkommande kostnadskriser som följd. En låg och stabil inflationstakt ger helt andra förutsättningar för en stabilare och bättre utveckling av de reala lönerna.

Penningpolitiken och aktiemarknaden

Eftersom jag har förmånen att få tala inför en grupp aktiesparare vill jag passa på att göra en liten utveckling om kopplingarna mellan penningpolitiken och aktiemarknaden. Jag har redan nämnt att en låg och stabil inflationstakt skapar goda förutsättningar för en gynnsam ekonomisk utveckling och den långsiktiga utvecklingen på aktiemarknaden. Men omvänt har också börsutvecklingen viss betydelse för penningpolitikens utformning. Priset på olika tillgångar som till exempel aktier är i sig viktiga för dynamiken i ett lands tillväxtförlopp och inflationsutveckling. Stiger exempelvis aktiekurserna stimuleras hushållens konsumtion och företagets investeringar och tvärtom. Det påverkar i sin tur i förlängningen prisutvecklingen. Aktiemarknaden påverkar alltså, liksom bostadsmarknaden, Riksbankens penningpolitiska beslut.

Sedan 1960- och 70-talet har svenskarna sparat allt mer i aktier, både direkt och via fonder och försäkringar och marknaden har utvecklats mycket under perioden. Avkastningen på aktier har varit mycket god sett över de senaste 30 åren men det har också varit en resa med ganska kraftiga svängningar. Jag tänker på perioder med övervärdering som följts av kraftiga prisfall, till exempel i samband

med finanskrisen och senare IT-bubblan. Trots dessa perioder med fallande aktievärden har andelen aktier i hushållens förmögenheter ökat och börsutvecklingen har därigenom blivit allt viktigare för hushållens konsumtionsbeslut och för inflationen.

Ett annat skäl att intressera sig för aktiemarknaden är dess betydelse för effektiviteten och därmed för tillväxten. En effektiv värdepappersmarknad fyller många viktiga funktioner, exempelvis som informationsbärare, kanal för riskhantering och kapitalförmedlare. En optimalt fungerande aktiemarknad med rationella investerare hjälper till att allokera investeringar till de projekt som har bäst förväntad avkastning. Det ställer förstås krav på rationellt beteende och aktiva, kunniga och välinformerade investerare. Utvecklingen av aktiemarknaden har gått snabbt och förutom de rent tekniska faktorerna bidrar också regelverk, bättre information och utbildningsinsatser, exempelvis genom sammanslutningar som Aktiespararna, till att skapa en så effektiv aktiemarknad som möjligt. Men marknaden fungerar naturligtvis inte alltid perfekt och det är inte svårt att hitta episoder med flockbeteende och kraftiga överreaktioner när prissättningen inte har avspeglat fundamentala faktorer. Jag tänker till exempel på IT-bubblan i slutet på 1990-talet.

Hur har det gått sedan övergången till inflationsmål?

Riksbanken blev den 4:e centralbanken i världen att bedriva penningpolitik med ett explicit och lågt inflationsmål. Först av alla var Nya Zeeland, tre år före Sverige, följt av Kanada och Storbritannien.¹ Ser man tillbaka på utvecklingen sedan övergången till inflationsmål måste sägas att penningpolitiken har fungerat väl i Sverige. Efter en inledande period med relativt höga räntor och en åtstramande politik har inflationstakten skiftat nedåt och stabiliserats på en låg nivå (diagram 3).

En viktig skillnad jämfört med 1970- och 80-talet är att man lyckats etablera trovärdighet kring målet för penningpolitiken, vilket i sin tur kan sägas vara en förutsättning för att politiken ska lyckas. Att trovärdigheten för inflationsmålspolitiken ganska snabbt förstärktes från och med mitten av 1990-talet är väldigt tydligt om man granskar inflationsförväntningar under perioden (diagram 4). Från relativt höga nivåer i de undersökningar som genomfördes strax efter övergången till inflationsmål, stabiliserar den förväntade inflationen successivt kring målet på 2 procent. Prisstabiliteten tycks inte heller ha uppnåtts till priset av kraftigare svängningar i reala ekonomin än tidigare, något som man på vissa håll befarade inför regimskiftet. De realekonomiska fluktuationerna tycks ha varit mindre än under decennierna före krisen i början av 1990-talet, och vi har haft en betydligt bättre utveckling både vad gäller real tillväxt och reala löner.

Har inflationen varit för låg?

Från 1995 till september 2005 har KPI-inflationen i genomsnitt legat på ca 1,1 procent vilket ligger inom vårt toleransintervall, men klart under målet på 2 procent. Den genomsnittliga UND1X-inflationen har däremot varit högre, ca 1,9 procent mellan 1995 och 2004, vilket framförallt beror på att räntorna och därmed också räntekostnaderna för egna hem successivt fallit under perioden. De senaste två åren har prisökningstakten mätt som UND1X dock blivit lägre, i ge-

¹ Även Chile och Israel var tidigt ute med att införa inflationsmål, 1990 respektive 1991, men inflationen och målen var betydligt högre än i övriga "pionjäreländer".

■ nomsnitt ca 0,9 procent. Anledningarna till detta är flera, bland annat starkare produktivitet utveckling än vi väntade oss och överraskande låga importpriser. Orsakerna till den låga inflationen är i stor utsträckning faktorer som ligger utanför Riksbankens kontroll. De penningpolitiska besluten baseras på en *prognos* över den framtida utvecklingen och det hör till sakens natur att det ofta inträffar oförutsedda händelser.

Men med facit på hand är det enligt min mening uppenbart att utrymme hade funnits för Riksbanken att föra en mer expansiv penningpolitik än vad som blev fallet. Vi var dock långtifrån ensamma om att felbedöma inflationsutvecklingen. I princip alla andra prognosmakare, om än i olika utsträckning, gjorde ungefär samma prognosmisstag. Vi underskattade alla effekterna av den globala inflationsnedväxlingen och de låga importpriserna och vi felbedömde produktivitet utvecklingen som blev betydligt starkare än väntat.

När man utvärderar situationen och bemöter frågan om en alltför stram penningpolitik har hållit tillbaka efterfrågan är det viktigt att komma ihåg att prognosmisstagen främst berör faktorer på ekonomins utbudssida och att penningpolitiken under de senaste åren trots allt varit expansiv vilket inte minst återspeglats i hushållens ökade upplåning och stigande tillgångspriser, främst på bostäder men även på aktier. Även de långa räntorna är mycket låga, likviditetssituationen i företagen är generellt sett mycket bra och lönsamheten god.

Man kan också notera att i samband med att Riksbanken sänkte reporäntan i juni på grund av en svagare konjunkturutveckling än väntat i början av året, höjdes vissa röster som varnade för att de låga räntorna skulle kunna leda till alltför kraftig kreditexpansion och för höga bostadspriser. Den avvägningen, mellan efterfrågeutvecklingen de närmsta två åren och de risker som är förenade med bland annat hög skuldsättning, är fortfarande relevant och aktuell, vilket jag strax återkommer till.

Penningpolitiken, produktiviteten och jobben

En konsekvens av den höga produktiviteten är att sysselsättningen inte har förbättrats särskilt mycket, trots flera år med god tillväxt. Det är inte sannolikt att sambandet mellan konjunktur och sysselsättning har försvunnit men – vilket har varit tydligt under den här konjunkturuppgången – förhållandet kan mycket väl variera mellan olika konjunkturcykler. Vi har producerat allt mer men med allt färre anställda. En tänkbar orsak till den höga produktivitetstillväxten är tidigare investeringar inom framförallt IT. En annan är att det skärpta konkurrenstrycket, som bland annat har sitt ursprung i internationaliseringen av ekonomin, har tvingat företagen att effektivisera sin produktion. Detta är i grunden positivt då produktivitetstillskotten bidrar till ökade inkomster, investeringar och tillväxt vilket på sikt bör leda till nya arbetstillfällen. Mycket tyder på att allt fler företag nu närmar sig den gräns där man inte längre klarar av att möta den ökande efterfrågan utan att nyanställa. Vi börjar alltså se vissa tecken på en vändning men frågan om arbetsmarknaden och vad penningpolitikens utformning betyder för sysselsättningen är fortsatt viktig.

Till vilken del kan problemen på arbetsmarknaden sägas bero på att Riksbanken förde en alltför stram penningpolitik? Om vi hade lyckats förutse den höga produktiviteten hade vi sannolikt fört en något mer expansiv politik men mitt svar är ändå att det är att överskatta penningpolitikens verkningkraft och möjligheter

om man tror att det på något tydligt sätt skulle ha löst problemen på arbetsmarknaden. En stor del av arbetslösheten är *strukturellt* betingad och varierar alltså inte med konjunkturen. Jag tror inte att det skulle ha inneburit så mycket högre konsumtion och investeringar om reporäntan åren 2002 och 2003 i genomsnitt hade varit exempelvis en halv procentenhet lägre. Min bedömning är således att det troligen skulle ha lett endast till en marginellt lägre arbetslöshet.

Om man vill åstadkomma en varaktig förbättring av sysselsättningen krävs istället åtgärder som på olika sätt stimulerar arbetsmarknadens funktionssätt och leder till höga investeringar och ett gott företagsklimat. Ett skäl till problemen på arbetsmarknaden kan vara att vi inte riktigt har hunnit med i den strukturomvandling som följer i globaliseringens spår eller, annorlunda uttryckt, att vi inte tillräckligt snabbt klarat av att anpassa oss till det ökade omställningstrycket när exempelvis tillverkningsindustrin utmanas av låglöneländer i Östeuropa och Asien.

För att sammanfatta: Vår titt i backspegeln leder till slutsatsen att det penningpolitiska regimskiftet varit lyckat, trots att perioden sedan mitten av 90-talet varit en ganska turbulent tid att bedriva penningpolitik i. Det har till exempel förekommit perioder med stor finansiell oro och extraordinära händelser av olika slag. Exempelen är många: Asien- och Ryslandskriserna, IT-bubblan, terroråden den 11 september 2001 för att nämna några. Dessutom har livsmedelspriserna och olika energipriser, inte minst oljepriserna, periodvis varierat kraftigt av olika skäl, som krig, naturkatastrofer och torra somrar.

Jag vill nu ge en kort resumé av det aktuella ekonomiska läget och därefter avsluta med några tankar om framtida utmaningar för penningpolitiken.

Det aktuella ekonomiska läget

Som ni förmodligen noterat valde vi i direktionen att lämna reporäntan oförändrad vid vårt senaste möte i slutet av oktober, ett beslut som också var vad marknadens aktörer väntade sig.

Situationen för svensk ekonomi ser ljus ut. Vår prognos innebär att konjunkturen kommer att stärkas framöver, en utveckling som stöds av att den ekonomiska politiken är fortsatt expansiv. Det finns orosmoment, främst det höga oljepriset och de globala obalanserna, som bidrar till osäkerhet kring den internationella konjunkturutvecklingen. Vår bedömning i den senaste inflationsrapporten är emellertid att inflationsriskerna är balanserade, d.v.s. att riskerna för en svagare prisutveckling balanseras av riskerna för högre inflation. Liksom tidigare finns det också anledning att beakta att hushållens upplåning och huspriserna fortsätter att stiga snabbt.

Jag delar inflationsrapportens analys och beslutet att lämna reporäntan oförändrad. Samtidigt anser jag att det finns anledning att känna viss oro över hållbarheten i konjunkturutvecklingen. Det finns redan vissa tecken på en inbromsning i USA som sannolikt hänger samman med de svåra stormarna som drabbat landet, att inflationen tycks ta fart och med den amerikanska centralbankens räntehöjningar.

Det har länge stått klart att det måste ske en inbromsning av den inhemska efterfrågan i USA för att de globala obalanserna ska kunna korrigeras. Risken är dock att justeringen av obalanserna kommer alltför abrupt och att det sker i kombination med snabbt fallande fastighetspriser. En sådan utveckling skulle i sin tur kunna leda till en snabb inbromsning av konsumtionen. Om detta sker utan en upp-

■ gång i euroområdet kan det bli problematiskt för svensk ekonomi, eftersom en så stor del av vår export går dit. Tecknen på en uppgång i Europa är än så länge få och tillväxten i Storbritannien har dämpats kraftigt. I detta läge skulle det kunna behövas mycket mer än bara en gemensam penningpolitik i Europa.

En svagare utveckling i USA kan också minska intresset i Kina att placera sitt sparande i amerikanska statspapper, vilket skulle kunna pressa upp de långa marknadsräntorna ytterligare. Detta skulle ske i en nedgång, samtidigt som effekterna av oljeprisökningarna fortsätter att driva upp inflationen. Enligt min mening finns det således en uppenbar risk för att den internationella konjunkturen viker av, kanske redan nästa år eller året därpå. Dilemmat är att det i så fall kommer att ske i ett läge där räntorna redan är låga i många länder, vilket begränsar penningpolitikens utrymme att motverka utvecklingen.

Om vi bara ser till Sverige ser det ekonomiska läget gynnsamt ut och förutsättningarna finns således för en positiv konjunkturutveckling. Företagen uppvisar god lönsamhet, investeringarna håller på att ta fart och det finns tecken på att läget på arbetsmarknaden förbättras. Det är den internationella bilden och dess effekter på Sverige som jag anser vara oroande. En möjlig internationell inbromsning de närmaste två åren skulle kunna medföra att tillväxten inte når den nivå som Riksbankens huvudscenariot i den senaste inflationsrapporten indikerar.

En annan fråga som påverkar Riksbankens penningpolitiska överväganden är utvecklingen på bostadsmarknaden. Överdrivna tillgångsprisökningar kan leda till kraftiga sättningar längre fram. Med en större andel skulder i förhållande till inkomsterna och med kortare bindningstider på lånen än tidigare, är det troligt att penningpolitikens genomslag på hushållens konsumtion kan bli kraftigare och snabbare än tidigare. Dessutom ingår det i Riksbankens uppdrag inte bara att värna om prisstabiliteten utan också om den *finansiella* stabiliteten. Det är ytterligare en orsak till att vi noga följer utvecklingen av skuldsättningen i ekonomin och prisutvecklingen på fastighetsmarknaden. Ekonomiska störningar kan leda till att avvägningar mellan pris-, realekonomisk och finansiell stabilitet måste göras och till att alla mål inte kan uppfyllas samtidigt.

Framtida utmaningar för penningpolitiken

Vissa faktorer av betydelse för penningpolitiken förändras inte med den svenska konjunkturen. Dit hör effekterna av globaliseringen. Globaliseringen och den ökade konkurrensen från låglöneländer som Kina och Indien har som jag tidigare nämnt bidragit till lägre inflation genom importpriserna, en ökad konkurrens och ökad press på strukturomvandlingen. Detta ställer krav inte bara på penningpolitiken utan också på struktur- och finanspolitik. Utflyttningen av tillverkning och tjänster behöver inte betyda högre arbetslöshet och lägre tillväxt om de nyskapande krafterna är lika starka i det land där jobben försvinner. Dessutom måste rörligheten på arbetsmarknaden vara god. Åtgärder för att underlätta att arbetskraft kan flytta mellan sektorer är avgörande för att vi skall kunna undvika exempelvis ökad långtidsarbetslöshet. Det ställs krav på förändrad kompetens och möjligheter till omskolning för dem som förlorar jobben inom de sektorer som läggs ned.

Omställningsprocesser kan vara smärtsamma för den som drabbas, men strukturomvandling innebär också något positivt. Lägre kostnader och produktivitetsvinster gör att investeringar och arbetstillfällen kan flyttas till andra, mer förädlade produkter och tjänster. Gamla sektorer eller företag som slås ut skapar utrymme

för ny sysselsättning inom områden där landet ifråga har komparativa fördelar eller inom inhemsk tjänsteproduktion som inte är konkurrensutsatt i samma utsträckning som tillverkningsindustrin. Man bör också ha i åtanke att många snabbväxande låglöneländer som Kina förmodligen kommer att öka sin import lika mycket som exporten. Vad kan vi erbjuda dessa länder i framtiden? Inom de områden där vi har våra komparativa fördelar finns framtida exportmöjligheter och arbetstillfällen.

Penningpolitiska utmaningar

Att priserna på importerade varor under en period tenderat att bli lägre än vi tidigare trodde, väcker frågan om vilket mått på inflationen vi egentligen bör koncentrera oss på. En fråga som ställts är om Riksbanken borde bortse från den importerade inflationen och istället fokusera på den inhemskt genererade inflationen. Utgångspunkten för det argumentet är att eftersom Riksbanken ändå inte kan påverka den importerade inflationen bör vi inrikta penningpolitiken mot det vi främst kan påverka. Låt mig ge ett enkelt exempel på varför jag inte tror att denna utgångspunkt håller.

Självklart är det så att det pris i utländsk valuta som en utländsk producent får betalt för sina varor är helt utanför Riksbankens kontroll. Men när varan importeras till Sverige måste svenska importörer, till exempel grossister, växla till sig utländsk valuta för att betala varorna. Med andra ord spelar penningpolitiken, via dess effekter på växelkursen, roll för vilket pris i kronor räknat som importören måste betala för varorna. När sedan importören ska sälja sina varor på den svenska marknaden måste den ha ett nät med återförsäljare som säljer produkten. Därigenom spelar det svenska kostnadsläget, exempelvis löner och lokalhyror, också en roll för vilket pris återförsäljaren måste ta ut för varorna. Naturligtvis har även efterfrågläget betydelse för vilket pris de kan sätta. Med andra ord är traditionella utbuds- och efterfrågeförhållanden på den svenska marknaden viktiga för det slutliga pris som svenska konsumenter får betala för de importerade varorna. Det finns studier som tyder på att de inhemska kostnadskomponenterna kan utgöra så mycket som 75 procent av det slutliga priset.² Att argumentera för att Riksbanken inte kan påverka den importerade inflationen är därför att göra det lite för lätt för sig. Däremot kan det vara så under rådande omställningsprocess, att det är fullt rimligt att låta inflationen understiga (eller i en annan situation, överstiga) inflationsmålet under en period. Detta ligger inom ramen för den flexibla inflationsmålspolitik som Riksbanken bedriver. En flexibel inflationsmålspolitik innebär ju att vi alltid gör avvägningar om hur stora avvikelser från inflationsmålet som kan accepteras, och att vi kan låta det ta lite längre tid innan inflationen återförs till målet.

En annan utmaning är det låga ränteläget. Just nu ligger Riksbankens styrränta på en historiskt låg nivå trots att vi befinner oss i en konjunkturuppgång, åtminstone om vi ser till tillväxten den senaste tiden och den tillväxt som vi förutser för de närmaste åren. Samtidigt kan det inte uteslutas att inflationen fortsätter att vara låg under en längre tid. Om konjunkturen skulle vika av tydligt blir problemet att det inte finns så särskilt stort utrymme för ytterligare penningpolitisk stimulans. Riksbanken riskerar i så fall att sakna medel för att hantera sitt stabiliseringspolitiska uppdrag. Om vi å andra sidan fortsätter att ha väldigt låga räntor i kombina-

² Burstein, Ariel, Martin Eichenbaum, och Sergio Rebelo (2005), "Large Devaluations and the Real Exchange Rate", *Journal of Political Economy*, Vol. 113, No. 4, August 2005, pp. 742-784.

- tion med hög tillväxt finns risk att vi får en situation på bostadsmarknaden som i ett senare skede kan förorsaka obalanser.

Att bedriva en flexibel penningpolitik innebär att ha beredskap för att möta den här typen av ekonomiska störningar. Därför pågår ett arbete inom banken med att förtydliga de principer från 1999 som anger hur Riksbankens inflationsmål ska tillämpas och de avvägningar som ibland bör göras mellan inflationen, stabiliteten i den realekonomiska utvecklingen och i det finansiella systemet. Det handlar inte om några grundläggande förändringar av den penningpolitiska strategin men kan bidra till att underlätta förståelsen av hur den tillämpas.

Tack för ordet!