



ANFÖRANDE

DATUM: 2006-04-04
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Nationalekonomiska föreningen

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

■ Inflationens målet och penningpolitiken

Inledning

Att diskutera penningpolitik i Nationalekonomiska föreningen har blivit en tradition. Jag sätter stort värde på att ha blivit inbjuden att inleda kvällens debatt och jag hoppas att ni ska finna diskussionen stimulerande.

Jag vill ta tillfället i akt att diskutera de principiella grunderna för penningpolitiken. Jag kommer främst att fokusera på hur penningpolitik med inflationsmål *kan* och *bör* ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen.

I debatten hävdas från tid till annan att Riksbankens inflationsmål behöver kompletteras med olika mål för den reala ekonomin, t.ex. resursutnyttjandet eller sysselsättningen. De som förespråkar detta verkar argumentera att vårt inflationsmål innebär att Riksbanken bara bryr sig om hur priserna i ekonomin utvecklas. Till viss del var det så under de år då inflationsmålet ännu var nytt. Det primära för penningpolitiken var då att etablera trovärdighet för att inflationen verkligen skulle hållas på en låg nivå.

Att det idag finns en diskussion om de här frågeställningarna kan möjligen bero på att vi inte alltid har diskuterat olika avvägningar på ett lika direkt sätt som idag. Det har skett en gradvis utveckling i vårt sätt att resonera om penningpolitiken. Penningpolitik är ingen exakt vetenskap och Riksbanken är en lärande organisation. Vårt tänkande utvecklas både med de erfarenheter vi och andra centralbanker gör och med framsteg inom den nationalekonomiska forskningen. I det perspektivet är det också rimligt att då och då, så att säga, ta nytt avstamp och på ett samlat sätt redovisa hur vi i direktionen resonerar när vi utformar penningpolitiken. Jag vill betona att det handlar om att beskriva *principer* för hur vi resonerar nu. Det rör sig alltså inte om ett i grunden nytt sätt att *bedriva* penningpolitik på.

Mitt huvudbudskap är:

- Inflationens målpolitiken bedrivs med hänsyn till realekonomin.
- Det har skett en gradvis utveckling av vårt sätt att resonera om penningpolitiken.

- Vi har övergett handlingsregeln som baserades på konstant reporänta i prognoserna.
- Prognoserna för inflationen grundar sig numera på ett antagande om att reporäntan följer marknadens förväntningar.
- Stora variationer i tillgångspriser innebär risker som vi måste beakta.

Inflationsmål och hänsyn till realekonomin

Det mål för penningpolitiken som riksdagen har lagt fast är att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har operationaliserat målet till att den årliga ökningstakten i konsumentprisindex, KPI, ska uppgå till 2 procent men det innebär inte att utvecklingen av detta index är det enda som penningpolitiken baseras på.

För att motivera politikens uppläggning används ofta olika mått på s.k. underliggande inflation. Gemensamt för dessa mått är att KPI-index har rensats för pris-komponenter som historiskt sett har fluktuerat kraftigt. Ett sådant mått, UND1X, har fått särskild status. I det har effekterna av förändringar i indirekta skatter och subventioner och räntekostnader för egna hem rensats bort. På lång sikt är skillnaden mellan ökningen i KPI och UND1X liten. På kort sikt utvecklas däremot inflationen lite jämnare enligt UND1X än enligt hela KPI. Grunderna för de penningpolitiska besluten blir därför ofta lättare att förklara när inflationsprognoserna avser UND1X istället för KPI.

Att målet för penningpolitiken är en låg och stabil inflation beror på att det på sikt bara är prisutvecklingen i ekonomin som penningpolitiken kan styra. Hur tillväxt och sysselsättning långsiktigt utvecklas påverkas inte av att räntan sänks och höjs. Det bestäms istället av faktorer som produktiviteten, utbudet av arbete och kapital och av hur väl arbetsmarknaden – och ekonomin i stort – fungerar. Penningpolitikens viktigaste bidrag är att verka för att den makroekonomiska miljön är så stabil och förutsägbar som möjligt.

Samtidigt har penningpolitiken viss effekt på de kortsiktiga svängningarna i produktionen och sysselsättningen. Det anses vanligen önskvärt, inte bara med stabila priser, utan också med en så stabil realekonomi som möjligt. En viktig fråga är därför hur penningpolitiken kan bidra i det här avseendet.

Redan i förarbetena till den nya riksbankslagen ansågs det självklart att penningpolitiken inte kan utformas enbart med hänsyn till prisstabilitet. Arbetsgruppen som tog fram den nya riksbankslagen menade att Riksbanken, utan att åsidosätta det långsiktiga prisstabilitetsmålet, borde stödja de ekonomiskpolitiska målen om hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Men gruppen ansåg samtidigt att det följde naturligt av att Riksbanken är en myndighet under riksdagen. Några mål utöver prisstabilitet behövde därför inte lagfästas. Man menade också att det skulle vara olämpligt med flera lagstadgade mål eftersom penningpolitiken är ett trubbigt instrument och inte heller kan påverka hur t.ex. tillväxt och sysselsättning utvecklas på sikt. Frågan har med andra ord aldrig varit huruvida penningpolitiken *bör* ta hänsyn till realekonomin utan *hur* det bäst sker utan att målet om ett fast penningvärde åsidosätts.

I praktiken tar penningpolitiken hänsyn till realekonomin genom att vi inte siktar på att i alla lägen föra inflationen tillbaka till målet så snabbt som möjligt. När en avvikelse inträffar – vilket sker i stort sett hela tiden – är vår ambition normalt att se till att inflationen återförs till målet inom en tidsperiod av två år. Ett motiv till

■ att vi blickar framåt så här är att penningpolitiken verkar med fördröjning. Men det finns också ett hänsynstagande till den realekonomiska utvecklingen bakom tvåårshorisonten. Den skapar ett visst utrymme för avvägningar i inflationsmålspolitiken. Låt mig förtydliga.

Om vi bara brydde oss om inflationen skulle vi alltid vilja föra tillbaka inflationen till målet så snabbt som möjligt. Många gånger skulle det vara möjligt att nå målet snabbare än på två års sikt. Men vi skulle då behöva ändra räntan i större steg och oftare. En sådan politik skulle riskera att leda till oönskade fluktuationer i den reala ekonomin.

Det gäller framförallt i de lägen då inflationen har avvikit från målet till följd av s.k. *utbudsstörningar*. Det kan t.ex. röra sig om plötsliga stegringar av företagets produktionskostnader till följd av att priserna på råvaror och/eller energi stiger kraftigt. Resultatet kan bli att inflationen stiger över målet samtidigt som den ekonomiska aktiviteten utvecklas svagt. Omvänt kan ett fall i produktionskostnaderna leda till att inflationen bli lägre än målet samtidigt som resursutnyttjandet blir högre än långsiktigt hållbart. Om penningpolitiken i dessa fall skulle sikta på att föra inflationen till målet så snabbt som möjligt skulle det ytterligare förstärka svängningarna i realekonomin.

När den ekonomiska utvecklingen istället främst är driven av *förändringar i efterfrågan* är det inte en lika tydlig konflikt mellan prisstabilitetsmålet och ambitionen att dämpa fluktuationer i ekonomin. Om t.ex. efterfrågan faller blir följden normalt att även inflationstrycket avtar. En expansiv penningpolitik kan i det läget bidra till att stabilisera både inflationen och den realekonomiska aktiviteten. Det kan då vara motiverat att sikta på att uppnå inflationsmålet på kortare sikt än två år.

I praktiken är det förstås inte lätt att veta precis vilka störningar ekonomin har utsatts för och med en aktiv penningpolitik finns alltid en risk att den snarare förstärker än dämpar svängningarna i den reala ekonomin. Att det dessutom tar tid innan penningpolitikens fulla effekt har blivit synligt och att det är osäkert hur stort utrymmet för penningpolitisk stimulans är försvårar också politiken i praktiken. Man bör därför inte förvänta sig att penningpolitiken i någon större utsträckning ska kunna finjustera konjunkturläget.

Den här beskrivningen av vad penningpolitiken kan och inte kan göra är idag en vedertagen syn som finns väl beskriven inom forskningen om flexibel inflationsmålsstyrning.¹ Det går däremot inte att på teoretisk grund motivera att centralbanken siktar på att föra inflationen till målet inom en viss bestämd horisont. Samtidigt bortser de vanliga teoretiska modellerna för inflationsmålsstyrning från trovärdighetsaspekter. Om ekonomins aktörer känner stor osäkerhet om hur centralbanken avser att hantera målavvikelser kan det i förlängningen minska tilltron till inflationsmålet. I praktiken måste därför också sådana aspekter vägas in. Ett sätt att säkerställa tilltron till inflationsmålet är att centralbanken i förväg talar om hur långvariga avvikelser från målet som normalt kan accepteras. Det är i det här ljuset tvåårshorisonten bör ses: den sätter just en sådan gräns och anger hur stora hänsyn vi i normala fall anser oss kunna ta till den realekonomiska utvecklingen.

Flexibiliteten i penningpolitiken får absolut inte minska trovärdigheten för inflationsmålet på sikt och det är därför Riksbanken har valt att i normala fall föra inflationen till målet inom en tvåårshorisont.

¹ Se t.ex. Svensson, Lars E.O. (2003), "Monetary Policy and Real Stabilization", NBER Working Papers 9486, National Bureau of Economic Research.

Samtidigt är det inte ändamålsenligt att sätta upp restriktioner för penningpolitiken som alltid ska vara till hundra procent bindande oavsett det ekonomiska läget. Det kan – undantagsvis – uppstå situationer då också konsekvenserna av att föra inflationen till målet på två års sikt bedöms leda till oacceptabla variationer i den ekonomiska aktiviteten. När Riksbanken bedömer att det uppstår en sådan situation ska detta göras tydligt i förväg. Det ska framgå av inflationsrapporter och i samband med penningpolitiska beslut att vi förväntar oss att inflationen ska avvika från målet på längre sikt än två år, varför så sker och när vi räknar med att målet ska nås.

Ökad tydlighet om de principer som vägleder penningpolitiken

De här principerna för hur penningpolitiken utformas är i mångt och i mycket verdtaget tankegodt för den som följt den penningpolitiska diskussionen i Sverige och andra länder med inflationsmål. Men det har också, som jag nämnde inledningsvis, under senare år skett vissa förändringar som är värda att lyfta fram.

Eftersom det handlar om en gradvis utveckling av vårt arbete beror gränsen för vad som är att betrakta som nya inslag på hur lång tillbakablick man gör. En jämförelsepunkt som känns naturlig är det förtydligande om Riksbankens penningpolitiska strategi som gjordes 1999.²

Skillnaden mellan då och nu är att Riksbanken idag kan gå lite längre när det gäller hur vi kommunicerar de hänsyn till realekonomin som penningpolitiken tar. Jag tycker inte att det är särskilt konstigt att det skett förändringar på den här punkten. Möjligheten att över huvud taget utforma penningpolitiken med utgångspunkt inte bara i inflationsutsikterna utan också i hur produktion och sysselsättning utvecklas skapas av att inflationsmålet idag är väl förankrat i ekonomin. Den här trovärdigheten är ännu – i ett längre historiskt perspektiv – ett förhållandevis nytt inslag i den svenska ekonomin.

Att störningar på ekonomins utbudssida varit så vanliga under senare år har också gjort det mer angeläget att tydliggöra vår syn på hur penningpolitiken bör hantera de avvägningsproblem som då uppstår. Det har rört sig om allt från priseffekter av galna kor och störningar på energimarknaderna, till oväntade skift i produktiviteten. Om utbudschocker generellt sett varit mer frekventa under senare år än tidigare vill jag låta vara osagt, men utvecklingen har under alla omständigheter gjort det tydligt att förändringar i inflationen som inte i första hand beror på traditionella konjunkturvariationer är något som penningpolitiken ställs inför regelmässigt, inte bara undantagsvis.

Förtydligandet från 1999 kan ses som ett steg på vägen mot en mer nyanserad inflationsmålspolitik. Då rörde det sig om en ganska indirekt diskussion av behovet att ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen. Argumentet var att penningpolitiken inte borde försöka parera tillfälliga prisstörningar. Att Riksbanken arbetade med ett tvåårsperspektiv motiverades då av att penningpolitiken verkar med fördröjning.

I den beskrivning av vårt arbetssätt som jag nyss gjorde betonade jag att penningpolitiken i det korta perspektivet ofta kan handla om avvägningar mellan stabilisering av inflationen och realekonomin. Att Riksbanken i sådana lägen ska

² Se "Riksbankens inflationsmål – förtydligande och utvärdering", PM 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR eller Heikensten, L. (1999), "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och valutapolitik* 1999:1.

ta hänsyn till hur den ekonomiska aktiviteten utvecklas har, som jag redan noterat, stöd i förarbetena till den nya riksbankslagen.

Kommunikationen om penningpolitiken

Eftersom penningpolitiken i hög grad handlar om att fatta beslut under osäkerhet blir det viktigt att vi alltid är så öppna och tydliga som möjligt om på vilka grunder vi fattar våra räntebeslut. Intentionerna bakom penningpolitiken måste förstås och accepteras för att legitimiteten för vår verksamhet och vårt agerande i längden ska kunna bevaras. Med en väl avvägd tillämpning av inflationsmålpolitiken blir det särskilt viktigt att tydligt förklara motiven till de penningpolitiska besluten. Det får inte uppstå misstankar om att de avvägningar som görs används på ett godtyckligt sätt.

Riksbanken kommunicerar sin politik på en rad olika sätt, bland annat via pressmeddelanden och penningpolitiska protokoll, på presskonferenser och inte minst genom våra inflationsrapporter. I inflationsrapporterna analyserar vi de avvikelser från inflationsmålet som inträffat och publicerar prognoser för när inflationen väntas vara tillbaka på målet givet en viss utformning av penningpolitiken. Det här kan låta självklart, men låt oss leka med tanken att vi inte hade publicerat våra prognoser, något som alla centralbanker faktiskt inte gör. Då hade det inte varit möjligt att värdera och diskutera våra prognoser eller grunderna för våra beslut. Öppenhet är med andra ord en förutsättning för en kvalificerad debatt om penningpolitiken.

Tills ganska nyligen grundade sig Riksbankens inflationsprognoser på ett antagande om att reporäntan skulle vara konstant under hela prognosperioden. Prognoserna för inflationen baseras numera istället på ett antagande om att reporäntan utvecklas i linje med förväntningarna på de finansiella marknaderna.³ Räntebaserat antagandet som prognoserna bygger på är på så sätt mer realistiskt. Det har också underlättat för oss att i den penningpolitiska kommunikationen förhålla oss till hela räntebanan och inte bara till det allra senaste beslutet. Det här är ett steg i riktning mot ökad öppenhet. Det är viktigt att Riksbanken talar om *hur* inflationen ska föras tillbaka till målet. I debatten om penningpolitiken är det bra med ökad fokus på räntepolitiken i ett lite längre perspektiv och inte bara på det aktuella räntebeslutet. Det leder till en bättre diskussion om de avvägningar som penningpolitiken hela tiden ställs inför.

Antagandet om att reporäntan utvecklas i linje med förväntningarna på de finansiella marknaderna ska inte tolkas som ett ställningstagande om vilken räntebana Riksbanken anser är mest önskvärd, lika lite som antagandet om konstant reporänta var det. Om prognoserna för inflationen om två år ligger på målet betyder det visserligen att den av marknaden förväntade ränteutvecklingen kan vara en önskvärd bana för reporäntan. Men vi måste också värdera de förlopp för inflationen och den reala ekonomin som räntebanan väntas föra med sig. De penningpolitiska besluten och hur vi ser på marknadens ränteförväntningar baseras på en samlad värdering av dessa förlopp. För min egen del tycker jag att tiden är

³ Mer exakt antas reporäntan följa de implicita terminsräntor som kan utläsas ur avkastningskurvan för räntebärande värdepapper med olika löptider. De implicita terminsräntorna speglar inte exakt marknadens förväntningar om framtida reporäntor på grund av förekomsten av löptidspremier och andra former av riskjusteringar, men de ger en god approximation. För en utförligare beskrivning, se fördjupningsrutan "Prognoser på längre sikt och under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna" i Inflationsrapport 2005:2 och Alsterlind, J. & Dillén, H., "Penningpolitiska förväntningar och terminspremier", *Penning- och valutapolitik*, 2005:2.

■ mogen att ta ytterligare ett steg och publicera vår egen räntebana. Mina erfarenheter av ökad transparens har alltid varit goda.

I samband med övergången till det nya ränteantagandet har det varit naturligt att överge den enkla handlingsregel som tidigare användes för att förklara penningpolitiken och som utgick från prognoser baserade på konstant reporänta. Ett syfte med regeln var att den skulle vara enkel att förstå. Men samtidigt gav den ofta inte en tillräckligt god beskrivning av de penningpolitiska övervägandena. Bland annat gav handlingsregeln ingen vägledning om hur Riksbanken såg på ränteutvecklingen i framtiden. Med den gradvisa förskjutningen av politiken i riktning mot att – inom ramen för prisstabilitetsmålet – också beakta svängningarna i konjunkturen kunde också den här fokuseringen på inflationen vid ett visst tillfälle i framtiden övertolkas. Det är hela förloppet för inflationen och den reala ekonomin som faktiskt spelat och spelar roll för de penningpolitiska besluten, inte bara nivåerna vid tvåårshorisonten. Vad som händer bortom horisonten kan inte heller ignoreras. Världen tar inte slut om två år.

Ränte- och inflationsprognoserna kan tolkas på samma sätt som tidigare i den bemärkelsen att om prognosen för inflationen på två års sikt ligger över målet innebär det normalt att reporäntan kommer att behöva höjas i snabbare takt än marknads förväntningar. Det omvända gäller förstås om inflationsprognosen ligger under målet. Exakt i vilken takt räntan bör ändras påverkas dock av hela förloppet för inflationen och den realekonomiska utvecklingen.

Låt mig knyta de här principiella resonemangen till situationen vid vårt senaste penningpolitiska sammanträde. Att inflationen var låg och bedömdes förbli låg under en ganska lång tid framöver kunde tala för en något mer expansiv penningpolitik jämfört med marknads förväntningar, även om inflationen på två års sikt bedömdes vara nära målet. Men samtidigt behövde vi väga in att tillväxten i ekonomin bedömdes bli stark och att en fortsatt mycket expansiv penningpolitik riskerade att leda till överhettning i ekonomin. Den samlade bedömningen var att det bästa var att höja räntan.

Några aktuella penningpolitiska frågeställningar

Jag tänkte nu ta upp ett par aktuella frågor som under senare tid har förekommit i debatten om penningpolitiken. Syftet är att resonera om hur man kan se på dem i ljuset av de principiella resonemang om penningpolitiken som jag nyss har fört.

Problem att bestämma nivån på resursutnyttjandet

Den första frågan gäller hur penningpolitikens strävan att bidra till en stabil real-ekonomisk utveckling kan förklaras i mer konkreta termer. Vissa förespråkar att Riksbanken borde vara tydligare än vi är idag om vad som egentligen är en önskvärd bana för real ekonomin de närmsta åren framöver.

Låt mig här slå fast att diskussionen om reala *hänsyn* i penningpolitiken inte innebär att vi bör komplettera vårt prisstabilitetsmål med ett *mål* för tillväxten. Det är möjligen för vissa en semantisk fråga, vad som är skillnaden mellan *hänsyn* och *mål*. Att i allmänna termer tala om ett mål för real ekonomin ger fel signaler. Riksbanken har ett lagstadgat mål för penningpolitiken och det är att upprätthålla ett fast penningvärde. Därutöver försöker vi sätta räntan på ett sådant sätt att pen-

ningpolitiken – givet prisstabilitetsmålet – bidrar till att dämpa de kortsiktiga svängningarna i den reala ekonomin. Det finns ingen anledning att ändra på det.

Var den nivå ligger som innebär att resursutnyttjandet är vid sin normala nivå är vanskligt att kvantifiera. Uppskattningar av det så kallade produktionsgapet – dvs. skillnaden mellan den aktuella produktionsnivån och jämviktsnivån – kan variera mycket beroende på vilken metod man väljer. Det innebär exempelvis att försök att utifrån en analys av arbetsmarknaden uppskatta mängden lediga resurser kan ge en helt annan bild än när enbart BNP-data används för att beräkna produktionsgap. Utvecklingen under senare år med en stark tillväxt i produktionen och en fallande eller bara svagt stigande sysselsättning är ett exempel på hur motstridiga signalerna kan vara.

En svårighet i sammanhanget är att produktionsdata revideras med jämna mellanrum. Det gör det särskilt svårt att beräkna hur mycket lediga resurser det för närvarande finns i ekonomin. Bilden av hur högt resursutnyttjandet var vid en viss tidpunkt kan se annorlunda ut när nya data kommer in och tidigare utfall revideras. Som exempel kan nämnas att den första uppgiften om BNP-tillväxten i Sverige under första kvartalet 2005 låg på 1,4 procent medan de senaste beräkningarna tyder på att den i själva verket var 2,1 procent.

Att det finns så stor osäkerhet om en så central variabel som resursutnyttjande är naturligtvis ett problem. Allt vore betydligt enklare om det gick att kvantifiera resursutnyttjandet på motsvarande sätt som inflationen mäts. Men när nu det inte går tror jag man gör klokt i att inte ge sken av att besitta sådan exakt kunskap. Av liknande skäl har ju tidigare också precisa penningmängdsmått övergivits.

Samtidigt måste förstås ändå våra prognoser för tillväxten och inflationen i grunden utgå från en syn på var ekonomin befinner sig i förhållande till ett läge med normalt resursutnyttjande. I praktiken måste en stor mängd information från olika källor vägas ihop till en samlad bedömning. På basis av våra prognoser och vad vi tror oss veta om penningpolitikens effekter på kort och lite längre sikt kan vi sedan staka ut den ungefärliga färdriktningen.

Kopplingar till kreditexpansionen och huspriserna

Mycket av det jag har beskrivit så här långt är i sina huvuddrag en vedertagen syn på hur penningpolitik med inflationsmål bör bedrivas, även om det naturligtvis kan råda delade meningar om hur politiken bör se ut mer i detalj. Jag tänkte avslutningsvis beröra ett mer kontroversiellt ämne, nämligen samverkan mellan tillgångspriser och en stabil realekonomi med låg inflation.

Kreditvolymerna och tillgångspriser studeras i den löpande penningpolitiska analysen eftersom de påverkar, och påverkas av, variationer i inflationen och konjunkturen. Högre tillgångspriser leder t.ex. till positiva förmögenhetseffekter som i sin tur påverkar hushållens val mellan konsumtion och sparande och därmed den samlade efterfrågan i ekonomin och inflationen.

Till det här kommer att det är komplicerat att i det vanliga prognosarbetet fånga riskerna till följd av stora variationer i tillgångspriserna. Det är exempelvis svårt att på ett meningsfullt sätt siffrasätta riskerna kopplade till en ovanligt snabb ökning av bostadspriser och skuldsättning under lång tid. Det kan också röra sig om risker som ligger bortom den normala prognoshorisonten men bedöms vara så all-

■ varliga, om de inträffar, att det ändå är motiverat att på något sätt ta hänsyn till dem.

De senaste åren har bostadspriser och hushållens upplåning ökat i snabb takt, bland annat till följd av det låga ränteläget. Vi har uttalat att vi känner viss oro för att den här utvecklingen kan drivas för långt med risk för kraftiga korrigeringar i framtiden. En risk är att en kraftig inbromsning av husprisutvecklingen leder till att hushållen upplever skuldbördan som för hög och att de därför ökar sitt sparande i snabb takt. Det kan leda till att efterfrågan i ekonomin och inflationen viker kraftigt. I de avvägningar som ligger bakom våra beslut om räntan såg vi i början av året de här riskerna som ett skäl att inte skjuta en höjning framåt några månader – vilket jag annars tycker hade varit fullt möjligt med hänsyn till de prognoser vi i övrigt gör och den precision som prognoserna har.

Jag vill inte hävda att detta generellt behöver vara det optimala sättet att hantera den här typen av risker i avvägningarna för penningpolitiken. Sambanden mellan kreditvolym, tillgångspriser å ena sidan och penningpolitik och den reala ekonomin å andra sidan är idag inte tillräckligt väl kartlagda för att man ska kunna dra några entydiga policy slutsatser. Till bilden hör att vår erfarenhet av avreglerade finansmarknader ännu begränsas till ett fåtal konjunkturcykler. Samtidigt kan vi inte ignorera de risker för den framtida inflationen och konjunkturen som vi bedömer att utvecklingen på bostadsmarknaden är förknippad med. Som jag påpekade nyss, världen tar inte slut om två år. Det faktum att vi inte sitter inne med säkra svar om effekterna av snabb kreditexpansion ska, enligt min mening, inte hindra oss att agera på ett sätt som i varje fall inte förvärrar riskerna.

Sammanfattning

Låt mig avsluta med att sammanfatta mitt huvudbudskap här ikväll.

- Det har skett en gradvis utveckling i vårt sätt att resonera om penningpolitiken. Jämfört med det förtydligande om Riksbankens penningpolitiska strategi som gjordes 1999 kan vi idag gå lite längre när det gäller hur vi kommunicerar de hänsyn till realekonomin som penningpolitiken tar.
- När vi fattar beslut om räntan försöker vi – givet vårt övergripande mål att upprätthålla ett fast penningvärde – också dämpa fluktuationerna i realekonomin
- Detta sker genom att vi inte siktar på att i alla lägen föra inflationen till målet så snabbt som möjligt. När en avvikelse inträffar är vår ambition i normala fall att se till att inflationen återförs till målet inom en tidsperiod av två år.
- Vi tillämpar inte längre den enkla handlingsregeln som utgick från prognoser baserade på konstant reporänta. Regeln bidrog bland annat till för stor fokusering på just tvåårshorisonten i förhållande till inflationens utveckling över tiden.
- Prognoserna för inflationen grundar sig numera på ett antagande om att reporäntan utvecklas i linje med marknadens förväntningar. Det nya ränteantagandet underlättar för oss att i den penningpolitiska kommunikationen förhålla oss till hela räntebanan.

- - Stora variationer i tillgångspriser innebär risker som vi måste beakta, även om den teoretiska analysen av tillgångsprisernas betydelse ännu inte är fullt utvecklad.