

Finansutskottet
Riksdagen
100 12 STOCKHOLM



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

DNR 2006-1217-STA

Direktionens yttrande över remiss av rapporten En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995 - 2005 (2006/07:RFR1) (060-1070-06/07)

2007-02-22

ESTABLISHED 1668

Sammanfattning: Direktionen instämmer i flertalet av rapportens rekommendationer; de ligger i linje med den pågående utvecklingen av penningpolitiken. Direktionen instämmer inte i att ett varaktigt över- eller underskridande av inflationsmålet avsiktligt skall kompenseras i efterhand med ett motsvarande under- respektive överskridande av målet och inte heller i att inflationsmålet bör definieras i termer av ett annat prisindex än KPI. Yttrandet avslutas med en diskussion om penningpolitiken under senare år.

1 Inledning

Riksbanken har inbjudits att lämna synpunkter på rapporten En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005 (2006/07:RFR1). Riksbanken lämnar två separata remissyttranden, ett från Riksbankens fullmäktige och ett från Riksbankens direktion. Detta remissyttrande avser de frågor som faller inom direktionens verksamhetsområde. Riksbankens fullmäktige avger samtidigt ett remissyttrande rörande de frågor som hör till fullmäktiges verksamhetsområde.

Direktionens yttrande omfattar vissa inledande allmänna synpunkter samt kommentarer till rekommendationerna 1 – 7 i det avslutande kapitlet och några av de frågor rapportens författare tar upp i tidigare kapitel. Yttrandet är disponerat på följande sätt. I avsnitt 2 ges några mer allmänna synpunkter på utvärderingen. I avsnitt 3 och 4 återges och motiveras direktionens ställningstaganden till de rekommendationer och förslag som rör genomförandet av penningpolitiken. I avsnitt 5 diskuteras de resonemang som förs i rapporten kring de senaste årens underskridande av inflationsmålet.

2 Allmänna synpunkter

Utvärderarnas sammanfattande omdöme är att Riksbanken står sig väl i jämförelse med de bästa centralbankerna i världen. Utvärderarna har i sin analys också funnit att det på vissa punkter finns utrymme för förbättringar av Riksbankens arbetsätt. Utvärderingen avslutas med sex rekommendationer om genomförandet av penningpolitiken (avsnitt 5.1) och tre rekommendationer om styrningen av penningpolitiken (avsnitt 5.2). Förutom dessa avslutande

■ rekommendationer innehåller utredningen ett antal mindre genomgripande förslag.

Riksbankens direktion ställer sig positiv till flertalet av de rekommendationer och förslag som ges. I flera fall har också steg redan tagits i den riktning som utvärderingen förordar. När det gäller vissa delar av analysen är direktionens slutsatser delvis annorlunda än de som dragits i utvärderingen.

Direktionen konstaterar att en stor del av rapporten utgörs av en principiell diskussion om vad forskningen har att säga om hur penningpolitik bäst bör bedrivas och om den allmänna uppläggningsen av penningpolitiken i Sverige. Endast en mindre del ägnas åt de penningpolitiska beslut som Riksbanken har fattat och den makroekonomiska utveckling de varit förknippade med.

Direktionen noterar i detta sammanhang att rapporten ger ett tydligt stöd åt den principiella uppläggningsen av penningpolitiken. I det avsnitt som redovisar slutsatserna från den nationalekonomiska forskningen om hur penningpolitik bäst bör bedrivas (kapitel 2) lyfts ett antal principer fram som centrala. Dessa principer är idag vägledande för den svenska penningpolitiken:

- Prisstabilitet bör vara penningpolitikens övergripande långsiktiga mål
- Penningpolitiken bör ha ett explicit mål för inflationen
- Inflationsmålet bör ligga mellan 1 och 3 procent
- Centralbanken bör ha möjlighet att utan regeringens inblandning fastställa styrräntan för att uppnå prisstabilitetsmålet
- Öppenhet och tydlighet är viktigt
- Större vikt bör läggas vid prognoser för inflation och produktion än vid intermediära (mellanliggande) mål som t.ex. penningmängd eller växelkurs
- Penningpolitiken bör inriktas på att stabilisera fluktuationer i både inflation och produktion/sysselsättning (inflationsmålspolitiken bör vara flexibel), men explicita mål för produktion och sysselsättning bör inte sättas upp
- Penningpolitiken bör inte styras av någon mekanisk handlingsregel

Utvärderingens principiella resonemang är ett viktigt bidrag, inte minst därför att de överlag förs fram på ett pedagogiskt sätt och innehåller en del förslag som Riksbanken har anledning att analysera närmare.

3 Rapportens rekommendationer

Rekommendation 1: Riksbanken bör förtydliga att flexibiliteten i inflationsmålsregimen innebär att den penningpolitik som banken bedriver syftar till att dämpa svängningar i både inflationen och sysselsättningen (produktionen).

Direktionen ställer sig positiv till rekommendationen, men vill samtidigt understryka att betydande steg redan har tagits i den riktning utvärderingen föreslår.

Riksbankens strategi är, och har under lång tid varit, att föra en flexibel inflationsmålspolitik där hänsyn tas till utvecklingen av både inflationen och den reala ekonomin. Detta sker genom att politiken inriktas på att normalt nå inflationsmålet inom två år. Under vissa omständigheter kan hänsyn till den reala utvecklingen motivera att återgången till målet tar längre tid. På lång sikt finns det inte något utbytesförhållande mellan inflation å ena sidan och produktion och sysselsättning å andra sidan. Det är på kort och medellång sikt som en penningpolitik med inriktning på inflationsmål kan bidra till utjämning av de cykliska fluktuationerna i produktion och sysselsättning.

Riksbanken har sedan tidigare uppmärksammat behovet av att betona och förklara denna del av den penningpolitiska strategin. Riksbanken publicerade i maj 2006 skriften Penningpolitiken i Sverige. Syftet var att ge en beskrivning av Riksbankens penningpolitiska mål och strategi. Även det förtydligande som publicerades 1999 var delvis motiverat av en strävan att göra klart att en fokusering enbart på inflationsmålet på kort sikt inte är önskvärd eftersom det skulle kunna ge upphov till stora realekonomiska svängningar. Ett stort antal av direktionsledamöternas tal genom åren har också klargjort att Riksbanken inte enbart fokuserar på inflationen utan även tar hänsyn till den reala ekonomin.

Till detta kan läggas att en av fördelarna med att Riksbanken nu har börjat publicera sin egen bedömning av den framtida ränteutvecklingen (se rekommendation 4 nedan) är att det sätter starkare fokus på flexibiliteten i penningpolitiken. Valet av räntebana behöver då motiveras utifrån dess konsekvenser för både inflationen och den reala ekonomin.

En specifik rekommendation i utvärderingen är att det i inledningen till Riksbankens inflationsrapporter bör klargöras att Riksbanken bedriver en politik som syftar till att dämpa svängningar i såväl produktionen och sysselsättningen som inflationen. Riksbanken har redan börjat följa denna rekommendation. Från och med den andra inflationsrapporten förra året, som publicerades i juni 2006, beskrivs inledningsvis Riksbankens penningpolitiska strategi. Där konstateras bl.a. att hänsyn tas till såväl inflationen som den realekonomiska utvecklingen.

Rekommendation 2: Riksbanken bör förtydliga att tillgångspriser (huspriser, aktievärden och valutakurser) inte är självständiga mål för penningpolitiken.

Direktionen ställer sig positiv till rekommendationen, men vill samtidigt understryka att steg redan har tagits i den riktning som utvärderingen föreslår.

Direktionen instämmer i att penningpolitiken inte bör ha mål för olika tillgångspriser. Penningpolitiken bör inriktas på en låg inflation och stabilitet i den reala ekonomin. Detta har betonats i en rad tal av direktionsledamöter under 2006, liksom i skriften Penningpolitiken i Sverige.

Den kritik som förs fram i utvärderingen handlar framförallt om att Riksbanken under senare år har varit otydlig om vilken roll husprisernas utveckling har spelat för penningpolitiken. Det är en kritik som delvis är befogad. Att skälet till att beakta husprisutvecklingen och skuldsättningen vid räntebesluten i grunden har varit att värna om en låg inflation och en stabil real ekonomi hade i ett tidigare

skede kunnat uttryckas tydligare. Därmed hade sannolikt en del av de missförstånd som uppstod kunnat undvikas.

Kritiken i utvärderingen förefaller emellertid inte enbart handla om att Riksbanken bör bli tydligare med att utvecklingen av bostadspriserna inte utgör ett självständigt mål för penningpolitiken. Den tycks delvis också böttna i att utvärderarna har en något annan syn än Riksbanken på hur bostadspriserna bör påverka utformningen av penningpolitiken. Utvärderarna argumenterar för att penningpolitiken bör reagera på en snabb prisstegring på bostadsmarknaden bara om de prognoser centralbanken gör indikerar att denna prisstegring kommer att leda till problem med till exempel överhettning och alltför hög inflation. Om så inte är fallet bör centralbanken hålla sig avvaktande, men vara beredd att snabbt lätta på penningpolitiken om bostadsmarknaden skulle kollapsa och efterfrågan i ekonomin därigenom falla drastiskt.

Direktionen instämmer i att det måste finnas en beredskap för att agera snabbt i akuta lägen. Men erfarenheterna visar att en låg inflation inte utesluter att tillgångspriser och skuldsättning ökar och att en snabb ökning av bostadspriserna kan innebära risker som det inte på något enkelt sätt går att siffrsätta och fånga i konventionella prognoser för ekonomin ett par år framåt. Det gäller i synnerhet om prisökningen som i Sverige är förknippad med en snabb ökning av upplåningen hos hushållen. Om prisutvecklingen och den ökade upplåningen skulle bygga på orealistiska förväntningar om hur bostadspriser och räntor kommer att utvecklas framöver, så finns en risk för en betydande korrigering av förväntningarna och priserna. Följden av en sådan korrigering skulle kunna bli att ekonomin utvecklas svagt under en längre tid, vilket också får effekter på inflationen.

Vid de penningpolitiska besluten kan den här typen av risker därför behöva vägas in på annat sätt än genom det normala tillvägagångssättet, där prognoserna för inflationen och den reala ekonomin utgör utgångspunkten. Det kan till exempel ske genom att en räntehöjningsfas påbörjas något tidigare än vad som annars hade varit fallet. Syftet med en sådan politik är att den ska bidra till ett lugnare anpassningsförlopp för bostadspriserna och skuldsättningen och därmed till en stabilare utveckling av inflationen och den reala ekonomin. Bostadspriserna har däremot ingen självständig betydelse i penningpolitiken utöver utsikterna för dessa båda variabler.

Direktionen vill också betona att hur man i penningpolitiken bör hantera risker förknippade med snabbt stigande skuldsättning och snabbt stigande priser på bostäder och andra tillgångar är en problematik som debatteras mycket både bland centralbanker och i den akademiska världen. Någon samsyn i frågan finns ännu inte. Direktionen menar samtidigt att skillnaderna mellan Riksbankens och utvärderarnas syn inte bör överbetonas. Det tillvägagångssätt Riksbanken har valt handlar i praktiken om en begränsad förskjutning i tiden av räntebesluten.

Ett förslag i utvärderingen som knyter an till rekommendation 2 är att s.k. stresstester, dvs. simuleringar av hur Riksbanken bör agera om huspriserna eller några andra viktiga tillgångspriser kollapsar, är ett sätt att bemöta oron över den senaste tidens ökning av huspriserna (s. 76). Direktionen instämmer i att

stresstester är ett bra sätt att analysera konsekvenserna av störningar i ekonomin. Stresstester ingår i den finansiella stabilitetsrapporten från och med den andra rapporten förra året, som publicerades i december 2006. Arbetet med att utveckla stresstesterna kommer att fortsätta.

Rekommendation 3: Ett varaktigt underskridande av inflationsmålet talar för att penningpolitiken bör luta mot att bli mer expansiv (medan ett varaktigt överskridande av inflationsmålet bör föranleda att penningpolitiken blir relativt sett stramare).

Direktionen instämmer inte i denna rekommendation om den ska tolkas som att ett varaktigt över- eller underskridande av inflationsmålet avsiktligt skall kompenseras i efterhand med ett motsvarande under- respektive överskridande av målet.

Utvärderingen anger två argument till varför en sådan kompenserande politik skulle kunna vara önskvärd. Det första argumentet grundas på att avvikelser från målet kan vara tecken på att den analys och de prognosmodeller som Riksbanken använder tenderar att systematiskt överskatta inflationen. Direktionen menar att det inte är ett argument för att ändra målet utan för att utveckla analysen. Att försöka förbättra bedömningarna och dra lärdom av de prognosfel som har gjorts är en naturlig del av arbetet med penningpolitik.

Riksbankens syn, som verkar delas av utvärderarna, är också att det har funnits rimliga förklaringar till varför inflationen periodvis har underskridit målet. Den senaste episoden har framförallt handlat om att produktivitetstillväxten har blivit överraskande hög. Som också konstateras i utvärderingen var detta något som prognosmakare överlag missade och felet i inflationsprognoserna var därför enligt utvärderingen sannolikt svåra att undvika. (En mer utförlig diskussion om underskridandet av inflationsmålet och utvärderingens analys kring detta förs i avsnitt 5 nedan.)

Det andra argumentet bygger på tanken att det skulle kunna vara fördelaktigt att uttrycka prisstabilitetsmålet i termer av en bana för prisnivån istället för i form av ett mål för inflationen. Med en målbana för prisnivån måste en avvikelse nedåt uppvägas av en högre inflation under en tid för att man på så sätt ska kunna ta sig tillbaka till den bana som priserna följde innan målavvikelsen. Med ett inflationsmål behöver ett underskridande av målet inte på motsvarande sätt uppvägas av ett påföljande överskridande av målet. I utvärderingen förespråkas inte ett regelrätt prisnivåmål utan en form av hybridlösning som innebär att Riksbanken behåller sitt inflationsmål men ändå i viss mån kompenserar för de målavvikelser som uppkommit.

I den akademiska litteraturen och bland centralbanker förs för närvarande en diskussion om fördelarna och nackdelarna med ett prisnivå- eller hybridmål. Riksbanken följer denna diskussion med stort intresse och konstaterar att det inte finns någon samsyn om huruvida ett prisnivåmål eller ett inflationsmål är att föredra.

Direktionen konstaterar vidare att den nuvarande ordningen med ett inflationsmål överlag har fungerat väl. Inflationen har varit låg och förhållandevis stabil och

svängningarna i realekonomin förefaller om något ha varit mindre än under tidigare perioder. Inflationsförväntningarna har också sedan länge varit väl förankrade vid inflationsmålet.

Direktionen delar inte utvärderarnas syn att en övergång till ett hybridmål skulle innebära en mindre ändring av den nuvarande penningpolitiska strategin. Direktionens bedömning är att det skulle innebära en betydligt större förändring än de som hittills gjorts, till exempel att frångå antagandet om oförändrad reporänta och den tidigare enkla handlingsregeln. Det faktum att Riksbanken, som också noteras i utvärderingen, har haft vissa svårigheter att förklara för allmänheten vad dessa begränsade ändringar i uppläggningsen av penningpolitiken har inneburit talar för att en övergång till ett hybridmål skulle riskera att skapa pedagogiska problem.

Rekommendation 4: Riksbanken bör lämna mer information om den framtida räntebana som ligger till grund för bankens inflationsprognoser och ekonomiska prognoser, men klargöra att en sådan räntebana omgärdas av osäkerhet.

Det som mer specifikt avses i rekommendationen är att Riksbanken ska basera sina prognoser på sin egen bedömning av den framtida reporäntebanan istället för som tidigare på marknadens förväntningar om reporäntans utveckling. I utvärderingen föreslås också (s. 36) att då Riksbanken offentliggör sitt eget ränteantagande bör ett intervall för den framtida banan publiceras (ett s.k. trattdiagram) men inte den enskilda räntebana banken finner mest sannolik.

Direktionen ställer sig positiv till rekommendationen om att lämna mer information om den reporäntebana som banken bedömer var den mest sannolika. Från och med årets första penningpolitiska rapport, som publicerades i februari 2007, redovisas också en egen reporäntebana. Däremot har Riksbanken valt att inte följa förslaget att publicera enbart ett intervall för den framtida reporäntebanan, utan publicerar såväl den enskilda räntebanan som ett osäkerhetsintervall kring denna bana.

En fördel med att publicera Riksbankens egna bedömningar av reporäntans utveckling är att det blir tydligt för ekonomins aktörer vilken penningpolitik Riksbanken anser vara rimlig framöver. En annan fördel är att de prognoser för inflationen och realekonomin som presenteras i de penningpolitiska rapporterna därmed alltid kommer att vara baserade på den ränteutveckling som Riksbanken bedömer vara den mest troliga. Så är inte nödvändigtvis fallet om prognoserna istället utgår från antagandet att reporäntan kommer att utvecklas i linje med marknadens förväntningar, eftersom Riksbankens och marknadens syn på vad som är en rimlig ränteutveckling ibland kan skilja sig åt.

Utvärderarnas främsta skäl att rekommendera att enbart ett intervall för den framtida reporäntebanan bör publiceras förefaller vara att det blir tydligare för allmänheten att Riksbanken inte har förbundit sig att följa någon enskild publicerad räntebana. Om detta inte framgår klart skulle allmänheten kunna uppfatta det som ett misslyckande om Riksbanken i ett senare skede avviker från den publicerade banan. Detta skulle i sin tur kunna resultera i ett minskat förtroende för penningpolitiken.

■ Direktionens bedömning är att dessa farhågor är överdrivna. Det finns idag en bred förståelse för att osäkerheten i bedömningarna är stor och att det kan komma in ny information som väsentligt ändrar förutsättningarna för penningpolitiken. Några allvarliga trovärdighetsproblem av det slag utredarna befarar tycks inte heller ha uppstått på Nya Zeeland eller i Norge, där centralbankerna sedan tidigare publicerar egna räntebanor.

Rekommendation 5: Inflationsmålet bör definieras i termer av ett prisindex som inte direkt påverkas av boendekostnader.

I anslutning till rekommendationen föreslår utvärderingen att det bästa vore om Statistiska centralbyrån ändrade definitionen av konsumentprisindex (KPI) på det sätt som har skett i andra länder, bl.a. euroområdet, eller att Riksbanken klargör att inflationsmålet definieras i form av ett mått som inte omfattar räntor och huspriser (t.ex. UND1X).

Direktionen ser inte några starka skäl att definiera inflationsmålet i termer av ett annat prisindex än KPI. Riksbanken kommer däremot att överväga att ge inflationsmättet UND1X en bättre och internationellt mer gångbar beteckning.

Inflation kan mätas på många olika sätt. Huvudskälet till att KPI valdes som målvariabel för penningpolitiken är att det är det bredaste måttet för konsumentprisutvecklingen och det mått som är bäst känt hos allmänheten. Det publiceras snabbt, revideras inte och håller i jämförelse med andra prisindex hög kvalitet.

KPI påverkas i viss mån av Riksbankens egna ränteändringar. Det är ett viktigt skäl till att politiken i hög grad har vägletts av inflationsmättet UND1X. Det är framförallt räntekomponenten i boendekostnaderna som påverkar KPI, medan genomslaget av förändringar i huspriserna är förhållandevis begränsat i Sverige.

Utvärderarna menar ändå att i och med att målet är uttryckt i KPI och KPI diskuteras förhållandevis mycket i inflationsrapporterna, så finns en risk för misstankar om att penningpolitiken lägger alltför stor vikt vid utvecklingen av just KPI. Direktionen delar inte dessa farhågor eftersom det idag finns en förståelse och acceptans för att penningpolitiken i praktiken har vägletts av UND1X, som inte innehåller den direkta effekten av Riksbankens ränteändringar.

Valet av prisindex för angivande av inflationsmål är en komplicerad fråga, som är föremål för en livlig internationell debatt. Olika länder har valt olika lösningar, även om de flesta länder definierar sitt inflationsmål i termer av KPI eller någon modifierad version av KPI. Även frågan om hur boendekostnader bör hanteras vid beräkningen av KPI har länge debatterats internationellt. Också i detta fall varierar lösningarna mellan länder och någon samsyn om vilken lösning som är den bästa finns ännu inte. Direktionen vill mot denna bakgrund inte utesluta att det i framtiden kan komma att finnas skäl att definiera inflationsmålet i termer av något annat index än KPI.

Rekommendation 6: Det finns inga övertygande skäl att ändra inflationsmålets nivå från 2 %. Ytterligare undersökningar om vad som är en lämplig nivå för inflationsmålet kan emellertid vara givande om de utförs av fackexperter.

■ Direktionen instämmer i att det inte finns några övertygande skäl att ändra inflationsmålets nivå.

Beslutet i januari 1993 att införa ett inflationsmål fattades av Riksbanken, liksom beslutet att nivån på målet skulle vara 2 procent. Regeringen kom att efter hand ställa sig bakom inflationsmålet. Utvärderarna menar att en mer aktiv roll för regeringen vid fastställandet av målet hade varit önskvärd, men konstaterar samtidigt att regeringen idag tar ett tillräckligt stort ansvar för inflationsmålsregimen.

Riksbanken har arbetat länge för att etablera inflationsförväntningarna på 2 procent och detta har fungerat väl. Nivån på målet är också i linje med vad de flesta andra inflationsmålsländer har valt. Att ändra ett väl inarbetat inflationsmål som visat sig fungera bra skulle kunna vara förknippat med stora kostnader, framförallt i form av ökad osäkerhet under en övergångsperiod, och bör inte göras utan synnerligen goda skäl.

Rekommendation 7: Dialogen mellan Sveriges riksdag och Riksbanken behöver förbättras genom att offentliggörandet av inflationsrapporten skiljs från diskussionen om rapporten i finansutskottet.

Finansutskottet har beslutat att ändra sina rutiner i linje med utvärderingens rekommendation. Utfrågningen av riksbankschefen i samband med den första penningpolitiska rapporten 2007 ägde således rum en vecka efter offentliggörandet av rapporten. Direktionen välkomnar denna ordning.

4 Övriga frågor

Utvärderingen innehåller utöver de avslutande rekommendationerna även en rad andra förslag. Dessa förslag har oftast nära anknytning till någon av rekommendationerna. De flesta av dem har därför redan diskuterats ovan. I detta avsnitt tas ytterligare en fråga upp.

Utvärderarna skriver att Riksbanken kanske borde överväga att lägga mer resurser på analysen av utvecklingen i den reala ekonomin, särskilt produktivitetstillväxten och arbetsmarknaden (s. 56).

Bakgrunden till förslaget är de prognosfel för inflationen som Riksbanken har gjort under senare år. Utvärderarnas slutsats är att dessa prognosfel förmodligen hade varit svåra att undvika, men de menar ändå att en ökad satsning på analysen av realekonomin skulle kunna vara motiverad. De menar också att denna slutsats stöds av det faktum att endast 15 procent av rapporterna i Riksbankens Working Paper-serie har handlat om realekonomi och arbetsmarknad.

Direktionen instämmer i att analysen av den reala ekonomin är av central betydelse för penningpolitiken. Riksbanken har också ökat satsningarna på analys av den reala ekonomin, inte minst till följd av de prognosfel som har gjorts. Arbetet har bland annat redovisats i artiklar i Riksbankens tidskrift och rapporter.

Riksbanken strävar kontinuerligt efter att förbättra sina prognoser. Ett led i arbetet är att analysera vad som har gått fel i de tidigare bedömningarna och att försöka åtgärda eventuella brister. De senaste tre årens underskattning av inflationen har lett till att satsningarna på analysen av den reala ekonomin har ökat. Bland annat

har ett projekt inletts, vilket syftar till att förbättra förståelsen för den starka produktivitetstillväxten i Sverige under senare tid. Vidare har uppdrag getts till Statistiska centralbyrån att påskynda de planerade förbättringarna av den ekonomiska statistiken för att förbättra det statistiska underlaget för bland annat produktivitetsberäkningar.

5 Underskridandet av inflationsmålet

Utvärderarna konstaterar i det avslutande kapitel 5 att inflationen de senaste åren "konsekvent underskridit Riksbankens inflationsmål, vilket har varit förknippat med produktionsbortfall och högre arbetslöshet" (s. 80).

Direktionen instämmer i att det med facit i hand hade gått att sänka reporäntan tidigare och snabbare i början av 2000-talet, men menar också att detta förmodligen skulle ha haft relativt små effekter på produktion och arbetslöshet. Direktionen noterar också att utvärderarnas slutsats inte har underbyggts av en mer djupgående analys av sambandet mellan penningpolitiken och den reala ekonomin under den aktuella perioden.

Från och med 1995 då inflationsmålet började gälla och till och med 2005 var ökningstakten i konsumentprisindex (KPI) i genomsnitt 1,3 procent per år (1,1 procent enligt den nya beräkningsmetod som Statistiska centralbyrån började tillämpa 2005). Räknar man bort direkta effekter av ändrade bostadsräntor, skatter och subventioner var inflationen (mätt med UND1X) i genomsnitt 1,8 procent per år. Avvikelserna från inflationsmålet på 2 procent har inte varit större än att målet har uppfattats som trovärdigt. Inflationsförväntningarna har sedan lång tid tillbaka legat nära 2 procent.

Dessa siffror kan sättas i relation till att inflationen (mätt med KPI) under de tjugo åren före introduktionen av inflationsmålspolitiken 1993 uppgick till i genomsnitt 8,5 procent per år. I ett sådant längre tidsperspektiv framgår att syftet med inflationsmålsregimen och förändringarna i lagstiftningen – en låg och stabil inflation – har uppnåtts.

De tre senaste åren har inflationsmålet underskridits mera markant. Under de två år som ingår i utvärderingen, 2004 och 2005, var KPI-inflationen 0,5 procent i genomsnitt medan motsvarande siffra för UND1X-inflationen var 0,8 procent.

I början av år 2002 bedömdes det inte som troligt att inflationen skulle bli låg 2004, men under hösten 2002 ändrades framtidsutsikterna och räntan sänktes i november 2002. I den första inflationsrapporten 2003 förutsågs en låg inflation 2004. Det sammanhängde framför allt med att den tidigare snabba uppgången i energipriserna väntades slå tillbaka. Inflationen kom att bli ännu lägre än väntat och den förblev låg även 2005.

En viktig orsak till den låga inflationen är att produktiviteten har stigit snabbt, betydligt snabbare än Riksbanken och andra prognosmakare hade förväntat sig. Detta har medfört att företagen har kunnat öka sin produktion utan att höja priserna eller anställa mer arbetskraft i samma takt som tidigare har varit vanligt när tillväxten ökat snabbt. Sysselsättningsuppgången har därigenom i den senaste

konjunkturuppgången kommit senare än normalt. Samtidigt har importpriserna under en längre tid utvecklats svagare än väntat.

De gynnsamma utbudsförhållandena och den låga inflationen gjorde det möjligt för Riksbanken att sänka reporäntan till en historiskt låg nivå. I november 2002 började reporäntan sänkas och fram till juni 2005 sänktes den med 2,75 procentenheter ned till 1,5 procent. Det har alltså förts en mycket expansiv penningpolitik de senaste åren.

I efterhand kan man konstatera, vilket också har gjorts i Riksbankens egna utvärderingar, att räntan hade kunnat sänkas snabbare. Riksbankens beräkningar tyder på att exempelvis en halv procentenhets lägre ränta under ett år skulle ha lett till en något högre inflation och en något lägre arbetslöshet, i båda fallen motsvarande ett par tiondels procentenheter. Osäkerheten i den typen av beräkningar är stor och man bör notera att i relation till det totala antalet arbetslösa skulle effekterna av en mer expansiv penningpolitik ha varit ganska små.

De små effekterna på arbetslösheten av en lättare penningpolitik ska inte tolkas som att penningpolitikens möjligheter att påverka inflationen är starkt begränsade på lite längre sikt. När s.k. strukturella förändringar i ekonomin medför att inflationen hamnar långt från målet, såsom har varit fallet under de tre senaste åren, är det rimligt att räkna med att en återgång till målet tar tid. Detta följer också av att Riksbanken för att undvika kraftiga störningar i ekonomin normalt agerar med försiktighet och gradvis. Det är väsentligt i sådana situationer att inflationsförväntningarna på ett par års sikt är nära 2 procent, vilket de också har varit. Inflationsmålet fyller då sin viktiga funktion som riktmärke när priser och löner sätts och investeringsbeslut fattas.

På direktionens vägnar:

Stefan Ingves

Kerstin Alm

I beslutet har deltagit: Stefan Ingves (ordförande), Lars Nyberg, Kristina Persson, Irma Rosenberg, Eva Srejber och Svante Öberg.

Föredragande har varit Svante Öberg.