



ANFÖRANDE

DATUM: 2009-03-27
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak
PLATS: Karlstad

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

■ Vad förmår penningpolitiken?

Den samlade ekonomiska politiken kan delas upp i två områden: finanspolitiken och penningpolitiken. I Sverige och alla andra länder med oberoende centralbanker är, som bekant, åtskillnaden mellan dessa två politikområden skarp. Regeringen ansvarar för finanspolitiken och centralbanken för penningpolitiken. Centralbanken får inte ta emot instruktioner av någon annan när den fullgör sina penningpolitiska uppgifter – den ska sköta penningpolitiken självständigt. Vad har då det politikområde som delegerats till en oberoende centralbank för räckvidd, det vill säga vad kan vi förvänta oss att en centralbank ska kunna uppnå? Denna frågeställning är temat för mitt anförande här idag.

Den ekonomiska politiken handlar ytterst om att skapa bästa möjliga förutsättningar för långsiktig tillväxt och därigenom hög välfärd för befolkningen. Den givna gränsen för tillväxten sätts av arbetskraftens och produktivitetens utveckling. För att vi ska nå långsiktig tillväxt måste politiken alltså inriktas på att till exempel utbilda arbetskraften, skapa incitamentsstrukturer som stimulerar till arbete, skapa ett gott innovationsklimat som gynnar teknisk utveckling och så vidare. Detta är självklarheter men även sådana förtjänar ibland att upprepas. Och att jag väljer att göra det just här beror på att det kan vara en god utgångspunkt för att skilja på vad penningpolitiken kan uppnå på kort och på lång sikt. Vi kan då redan här konstatera att de politikområden som jag nyss berörde handlar om politik i vid bemärkelse och inte om penningpolitik. Det är alltså inte via penningpolitiken som dessa, de mest grundläggande förutsättningarna för långsiktig tillväxt, kan påverkas.

En illustration av penningpolitikens begränsade möjligheter att påverka sysselsättningen på lång sikt är den olikartade regionala utvecklingen i ett och samma land. I Sverige finns till exempel stora regionala skillnader i sysselsättningsgrad trots att penningpolitiken är gemensam för alla regioner. Skillnaderna tycks bestå över tid, vilket indikerar att de beror på underliggande, strukturella faktorer som ligger utanför penningpolitikens verkningssområde.

Penningpolitiken kan emellertid påverka förutsättningarna för långsiktig tillväxt på en mycket väsentlig punkt, nämligen genom att se till att hålla inflationen nära målet och inflationsförväntningarna förankrade kring detsamma. Om inflationen avviker från målet är Riksbankens ambition att i normala fall föra den tillbaka till målnivån på ett par års sikt. Beroende på hur stor avvikelsen är och orsaken till densamma kan tidshorisonten sträckas ut. Den här flexibiliteten gör det möjligt

■ för Riksbanken att ta hänsyn till den reala utvecklingen i sina avvägningar av penningpolitiken.

På kort sikt kan penningpolitiken bidra till att minska de svängningar i produktion och sysselsättning som uppstår över en konjunkturcykel. Som jag idag kommer att diskutera är dock även möjligheterna att uppnå en sådan stabilisering beroende av att inflationsförväntningarna är någorlunda stabila. Med stabila inflationsförväntningar får en förändring av styrräntan en direkt effekt på realräntan, som är lika med nominell ränta minus förväntad inflation. Eftersom det är realräntan som är avgörande för aggregerad efterfrågan kan därför penningpolitiken på kort sikt få genomslag på realekonomin.

Idag ska jag ta upp frågan om vad penningpolitiken kan påverka på kort och på lång sikt. Jag kommer att belysa de avvägningar som ibland måste göras mellan inflationsmål och den realekonomiska utvecklingen med några exempel

Fungerande finansiella marknader är av vital betydelse för att hela ekonomin ska fungera. Riksbankens andra huvuduppgift, vid sidan av penningpolitiken, är att värna den finansiella stabiliteten. Under den nuvarande finansiella krisen har Riksbanken vidtagit ett antal åtgärder just i syfte att värna den finansiella stabiliteten. Det har skett parallellt med att penningpolitiska åtgärder vidtagits. Penningpolitik och finansiell stabilitet är nära sammankopplade. Möjligheten att bedriva en effektiv penningpolitik är beroende av att den så kallade transmissionsmekanismen fungerar. Jag ska komma in på den frågan senare i mitt anförande. Sist kommer jag att göra några avslutande kommentarer.

Penningpolitikens påverkan på kort och lång sikt – forskningen

I slutet på 1950-talet fann ekonomen A. W. Phillips ett negativt samband mellan arbetslöshet och inflation genom studier av data från Storbritannien för perioden 1861–1957,¹ ett samband som brukar kallas för Phillipskurvan. Den visar att en högre sysselsättning kan uppnås till en kostnad av högre inflation. Man trodde därmed länge att det gick att "köpa" sig varaktigt lägre arbetslöshet genom att pressa upp inflationen. Det sambandet visade sig dock inte hålla empiriskt över tiden. På 1970-talet förekom till exempel perioder av både hög arbetslöshet och inflation, så kallad stagflation.

Sambandet angreps också utifrån en teoretisk synvinkel. I en berömd artikel från slutet av 1960-talet diskuterade Milton Friedman vad penningpolitiken kan och inte kan åstadkomma.² Han menade att penningpolitiken på lång sikt inte kan påverka reala variabler såsom arbetslöshet och BNP. Däremot kan den påverka nominella variabler som till exempel växelkursen och prisnivån. På lång sikt finns en "naturlig" arbetslöshetsnivå som beror på arbetsmarknadens funktionssätt. Om penningpolitiken försöker pressa ned arbetslösheten under denna "naturliga" nivå resulterar det bara i högre inflation. Penningpolitiken riskerar därför att själv bli en störande faktor i ekonomin. Det bästa för penningpolitiken är därför, enligt Friedman, att skapa förutsättningar för en stabil utveckling av prisnivån och rikta in sig på sådana variabler som en centralbank kan kontrollera, till exempel penningmängden.

¹ Phillips studerade egentligen sambandet mellan löneutvecklingen och arbetslösheten, men senare studier visade på ett liknande förhållande mellan inflationen och arbetslösheten, Phillips, A. W., (1958) "The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the United Kingdom, 1861–1957", *Economica*, 25, s. 283–299.

² Friedman, M., (1968). "The role of monetary policy", *American Economic Review*, s. 58, 1–17.

■ På 1970- och 1980-talen tillämpade ett antal länder en penningpolitisk regim som gick ut på att styra penningmängden. Forskningen har dock visat att det inte finns något stabilt samband mellan penningmängd och inflation. Den snabba finansiella utvecklingen och användningen av nya alternativa betalningsmedel har bidragit till att penningmängden inte fungerar bra som målvariabel för penningpolitiken i dagens samhälle. Omloppshastigheten på pengar är inte heller konstant utan kan variera en hel del. Det är därför mer naturligt att inrikta sig direkt på att försöka styra inflationen och låta penningmängden vara en indikator bland många andra.

De senaste decenniernas forskning har visat på betydelsen av inflationsförväntningarna. Även om det på kort sikt finns ett samband mellan arbetslöshet och inflation kan centralbanken inte utnyttja det på lång sikt eftersom företag och individer kommer att inse vilken politik som förs och sedan anpassa sina förväntningar. Exempelvis kan löntagare kräva högre lön som kompensation för kommande inflation. Det påverkar i sin tur sysselsättningen negativt. Penningpolitiken kan alltså inte varaktigt påverka reala variabler. Men den kan ha en stabiliserande effekt på kort sikt, speciellt om inflationsförväntningarna är väl förankrade så att tillfälliga förändringar i inflationen inte uppfattas som permanenta.

Detta innebär dock att det kan uppstå en konflikt mellan kort och lång sikt. En centralbank vill helst att inflationsförväntningarna ska vara stabila och låga eftersom det är det bästa på lång sikt. Centralbanken kan då föredra att föra en politik som uppfattas som tillräckligt åtstramande för att inflationen ska förbli låg därför att det skapar låga inflationsförväntningar. Men när inflationsförväntningarna väl är låga kan det vara frestande att låta marknaden "övertäckas" av en mer expansiv politik som leder till lägre arbetslöshet eftersom det tar tid innan individer och företag börjar anpassa sitt beteende. På så sätt riskerar centralbanken att hamna i en ond cirkel av perioder då man låter inflationen skena iväg, åtföljt av perioder då man måste få ned inflationsförväntningarna igen med stora kostnader för realekonomin.

Oberoende centralbank, inflationsmål och öppenhet

Detta så kallade tidsinkonsistensproblem som berör den ekonomiska politiken uppmärksammades av Finn Kydland och Edward Prescott i slutet av 1970-talet.³ Ett förslag som fördes fram för att komma till rätta med den problematiken var att införa självständiga centralbanker som bygger upp sitt förtroende genom att de lyckas hålla en låg inflation och ha realistiska ambitioner vad gäller att stabilisera resursutnyttjandet. För att kunna göra det måste centralbankerna kunna fatta snabba och ibland impopulära beslut. Om en centralbank lyckas uppnå trovärdighet så att inflationsförväntningarna blir stabila finns ett visst utrymme för att även ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen.⁴ Sålunda är det även ur ett stabiliseringsperspektiv viktigt att hitta ett sätt att uppnå trovärdighet och stabila inflationsförväntningar.

Som ett led i att uppnå detta införde många centralbanker, däribland Riksbanken, under 1990-talet explicita inflationsmål. I praktiken bedriver de flesta centralbanker idag en flexibel inflationsmålspolitik för att både uppnå inflationsmålet och stabilisera resursutnyttjandet. Det betyder att centralbanken inte är beredd att

³ Kydland, F. E. och Prescott, E. C. (1977). "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans". *Journal of Political Economy*, 85, s. 473–492.

⁴ För en utförligare diskussion om detta se Woodford, M. (2007). "The case for forecast targeting as a monetary strategy". *Journal of Economic Perspectives*, 21:4. s. 3–24.

■ uppnå inflationsmålet på kort sikt till vilket pris som helst. Riksbankens ambition är att om inflationen avviker från målet ska den i normala fall föras tillbaka dit på ett par års sikt. Vid stora avvikelser kan det få ta längre tid innan målet uppnås så att effekterna på realekonomin inte blir alltför stora. Eftersom penningpolitik verkar med viss fördröjning måste penningpolitiska beslut baseras på prognoser. Därför är det viktigt att, som Riksbanken gör, publicera prognoserna för inflationen och den realekonomiska utvecklingen. Vi kommer aldrig att leva i en värld där vi till fullo kan förutse framtiden. Dessutom är kunskapen om hur transmissionsmekanismen fungerar, det vill säga hur en ränteförändring arbetar sig genom ekonomin, långt ifrån fullständig. Men med tillgänglig information och med den kunskap som finns ska vi göra bästa möjliga prognoser och de ska gå att utvärdera. När inflationen avviker från målet ska det gå att förstå varför så blev fallet och bedöma vilka avvägningar som gjorts.

Att dessutom publicera en prognos för räntebanan, vilket ganska få centralbanker gör, underlättar för oss att göra den mest rimliga avvägningen mellan att uppnå inflationsmålet och stabilisera realekonomin. Det hjälper oss även att förklara vår politik. Detta gör vi även genom att presentera ett antal alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen och visa vad de skulle ha för konsekvenser för penningpolitiken.

Populära och impopulära räntebeslut

I det långa loppet är det faktisk "leverans" av en låg och stabil inflation som skapar förtroende för långsiktigt stabila priser. Men ekonomin kan utsättas för oförutsedda störningar som påverkar inflationen och penningpolitiken kan inte ha den precision som krävs för att ständigt hålla inflationen på mållinjen. Avvikelser från inflationsmålet har förekommit och kommer att förekomma. Det väsentliga är att de är tillfälliga. Vägen tillbaka till mållinjen måste vara konsekvent och trovärdig. Det är förutsättningen för att inflationsförväntningarna ska ligga stabilt i linje med målet, vilket i sin tur ger oss större möjlighet att också ta hänsyn till produktion och sysselsättning.

Det för mig in på att vi som centralbank måste vara beredda att ta impopulära beslut. Vi har under den senaste tiden sänkt reporäntan ovanligt mycket och ovanligt snabbt. Sänkt ränta är ett populärt beslut och välkomnas av de flesta. Men förutsättningen för dessa beslut har varit att de inte kolliderat med inflationsmålet. Tvärtom har vi behövt fatta dessa beslut just för att inflationen inte under lång tid ska bli för låg i förhållande till målet.

Vi räknar med att reporäntan kommer att bli kvar på en låg nivå under hela det närmaste året. Men förr eller senare kommer vi att behöva börja höja reporäntan igen. I det läget är det möjligt att arbetslösheten fortfarande är hög eftersom förändringar i sysselsättningen ofta inträffar något senare i konjunkturcykeln än förändringar i andra variabler som till exempel tillväxt. Detta illustreras i vår prognos för reporäntan och arbetslösheten som presenterades i den penningpolitiska rapporten i februari. I ett sådant läge är det viktigt att man kommer ihåg att penningpolitiken är framåtblickande och att dess främsta uppgift är att se till att skapa goda långsiktiga förutsättningar för ekonomin genom att upprätthålla en stabil prisutveckling. Låt mig illustrera detta genom ett nedslag i två penningpolitiska episoder.

■ "För låg" kontra "för hög" inflation

Förra gången reporäntan var mycket låg, som lägst 1,5 procent, var 2005. Inflationen låg under målet och Riksbanken kritiserades från olika håll för att man inte sänkte reporäntan än mer. Sverige var på väg in i en konjunkturuppgång, men trots detta var arbetsmarknaden relativt svag. Det talades mycket om "jobless growth", det vill säga tillväxt som inte skapar arbetstillfällen. En del menade att det var på grund av att penningpolitiken var för åtstramande som fler arbetstillfällen inte skapades. Riksbanken gjorde en annan bedömning. Direktionen menade att det var underliggande faktorer på *utbudssidan* som var avgörande för den låga inflationen och sysselsättningen, såsom produktiviteten, ökad konkurrens inom livsmedelssektorn och lågprisimport från tillväxtländerna. Ingen av dessa faktorer hade påverkats av en sänkt reporänta. Direktionen gjorde bedömningen att penningpolitiken givet efterfrågeläget var tillräckligt expansiv och hänvisade bland annat till att kreditvolymen och bostadspriser ökade på ett sätt som inte var hållbart i längden. Därför började man redan i januari 2006 höja räntan lite tidigare än man skulle ha gjort om man bara hade tagit hänsyn till inflationsmålet. Riksbanken hade alltså inte något mål för vare sig kreditvolym eller bostadspriser. Men de ingick bland de variabler som kunde tänkas påverka inflationen och real ekonomin. Om kreditvolymen och bostadspriserna hade fortsatt snabbt uppåt hade detta riskerat att utlösa stora korrigeringar längre fram.

En reflektion man kan göra här är att om räntan hade sänkts ännu mer under 2005, vilket föreslogs av flera utanför banken, hade dagens situation kanske varit värre. Då hade det förmodligen blivit en större kreditexpansion och högre huspriser som senare skulle ha behövt korrigeras. Det hade kunnat sätta vår ekonomi i en mycket mer utsatt position och därmed fördjupat den nuvarande lågkonjunkturen.

En annan erfarenhet är från hösten 2007 då energi- och livsmedelspriser ökade kraftigt, vilket bidrog till att pressa upp inflationen. Det är också ett exempel på en störning på utbudssidan eftersom dessa priser sätts på världsmarknaden. Svensk penningpolitik kan inte påverka det. Men samtidigt var det inhemska kostnadstrycket relativt högt. Tillväxten i produktiviteten hade mattats av samtidigt som lönekostnaderna steg. Vi hade haft en lång period av tillväxt och arbetsmarknaden hade börjat stramas åt. Tillväxten var fortfarande god men vi såg framför oss att en avmattning var på väg även om den då föreföll kunna bli ganska mild. Vi stod inför en situation där risken för att de höga prisökningarna på energi och livsmedel skulle spridas till andra priser måste ställas mot risken för en svag utveckling i den reala ekonomin. Då talades det mycket om risk för stagflation, det vill säga en kombination av konjunkturrell avmattning och stigande inflation.

Vi stod inför en beslutssituation som så småningom blev allt svårare. Det blev tydligt när vi i direktionen under sommaren och tidiga hösten 2008 gjorde lite olika bedömningar av vad som krävdes av räntepolitiken. Nedgången i konjunkturen blev dock mycket snabbare och kraftigare än vad vi väntat oss, bland annat till följd av den finansiella krisen som mer påtagligt började drabba även oss först under hösten. Det var olyckligt för ekonomin, men det förenklade beslutssituationen för oss. Vi kunde se framför oss att inflationen skulle hamna långt under målet under en period, och vi ville undvika att den perioden skulle bli långvarig. Vi har alltså kunnat sänka reporäntan med 3,75 procentenheter på mindre än ett halvår, vilket innebär att reporäntan nu ligger på en historiskt låg nivå. Våra prognoser visar på ett kraftigt efterfrågefall och räntepolitiken är ett bidrag till att

■ mildra fallet. När omständigheterna hastigt ändrats har penningpolitiken snabbt anpassats till den nya situationen. De två fall jag här tagit upp visar på den flexibilitet som finns i penningpolitiken och som vi också utnyttjat.

Vad driver inflationen? En fundamental fråga

Eftersom penningpolitikens möjligheter att påverka inflationen och i förlängningen den ekonomiska utvecklingen beror på vilken typ av störning ekonomin utsatts för måste vi analysera inflationens drivkrafter.⁵ När inflationen styrs av utbudsfaktorer som drar upp inflationen, som under 2007–2008 när bland annat energipriserna steg, kan den initiala effekten inte förhindras med penningpolitiken. När inflationen blev för låg i förhållande till målet kring 2005 berodde det till stor del på att produktiviteten steg mer än förväntat. Det är en i grunden positiv utveckling som vare sig ska eller kan förhindras via penningpolitiken. Däremot gav den en möjlighet att hålla en låg ränta och släppa fram en högre efterfrågan än vad som annars hade varit fallet. Men effekterna på sysselsättningen begränsades av den underliggande produktivitetstillväxten. Riksbanken skulle emellertid ha behövt sänka räntan ytterligare om man samtidigt hade varseblivit att efterfrågan hade blivit sämre och att även de mer långsiktiga inflationsförväntningarna hade hamnat långt under målet. Så var inte fallet utan inflationsförväntningarna på lite längre sikt var ganska väl samlade kring 2 procent. Samtidigt visade Riksbankens prognoser att konjunkturen skulle förbli stark. Perioden illustrerar hur viktigt det är för penningpolitiken att analysera inflationens drivkrafter och att politiken är framåtblickande.

När inflationen steg förra året var det även den gången till stor del till följd av utbudsfaktorer, såsom priset på olja och andra råvaror, vilket inte heller på kort sikt kunde motas med penningpolitik. Men med i bilden fanns också en lång period av hög tillväxt och ökad stramhet på arbetsmarknaden. Samtidigt avtog produktivitetstillväxten och lönerna steg. Det innebar ett ökat kostnadstryck som motiverade höjd ränta. Penningpolitiken fortsatte därför att stramas åt även när det började skönjas tecken på en försvagning av konjunkturen.

När vi blickar framåt kan vi se att priserna mätt med KPI i år kommer att falla och alltså kraftigt avvika från målet. De främsta orsakerna till det är att bostadsräntorna och energipriserna faller snabbt, beräknat som årlig procentuell förändring. Om vi exkluderar effekten av våra egna räntesänkningar och effekterna av fallande energipriser väntas priserna inte falla.⁶ Jag ska inte fördjupa mig i det utan vill bara, återigen, poängtera hur viktigt det är att inflationens drivkrafter analyseras för att man ska kunna förklara penningpolitikens uppläggning. Det innebär att vi från tid till annan lyfter upp olika mått på inflationen. I det nuvarande skedet är det alltså viktigt att skilja ut effekterna av våra egna åtgärder som vi har satt in för att mildra effekterna av att finanskrisen slagit hårt på den internationella tillväxten och därigenom också på tillväxten här hemma.

⁵ För en utförligare diskussion om detta se "Ska penningpolitiken stabilisera resursutnyttjandet?", Ekonomisk kommentar Nr 1 2008, Sveriges Riksbank.

⁶ Inflationen mätt med KPIF, där förändringen i bostadsräntorna räknas bort, ligger kring 1,6 procent i genomsnitt under 2009. Räknar man dessutom bort energikostnader blir årsgenomsnittet för 2009 2,2 procent.

■ Penningpolitiken är beroende av en fungerande transmissionsmekanism

Inflationen påverkas av Riksbankens förändringar av reporäntan genom vad som brukar kallas transmissionsmekanismen. Påverkan sker via flera olika kanaler såsom korta och långa realräntor, växelkursen och mängden krediter. Genomslagen sker med olika grad av fördröjning.

Reporäntan är den ränta som bankerna betalar när de lånar eller placerar pengar i Riksbanken på en vecka mot säkerhet. Under normala förhållanden finns det ett relativt stabilt förhållande mellan reporäntans nivå och nivån på de räntor som företagen och hushållen möter, liksom mellan räntenivån och tillgången på krediter. Den finansiella krisen påverkade dessa förhållanden. När Riksbanken till exempel sänkte räntan i början av oktober följde inte de korta marknadsräntorna med ner. Riskpremierna ökade på grund av den osäkerhet och oro som följde i finanskrisens spår så att skillnaden mellan reporäntan och de korta marknadsräntorna vidgades. Det innebär att effekterna av räntesänkningen inte fullt ut påverkade räntorna för hushåll och företag. Marknadsräntorna blev alltså högre än vad reporäntenivån normalt skulle ha motiverat.

Sedan finanskrisen förvärrades under förra hösten har Riksbanken i likhet med många andra centralbanker genomfört en rad åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten. Till stor del har åtgärderna handlat om att tillföra likviditet till banksystemet. Det har fått de korta marknaderna att fungera bättre och riskpremierna har kommit ned. Räntekanalerna i transmissionsmekanismen har alltså börjat fungera mer normalt. Det primära syftet med Riksbankens åtgärder har varit att värna den finansiella stabiliteten men de har också lett till att penningpolitiken fungerar mer effektivt. Riksbankens två huvuduppgifter, att sköta penningpolitiken och värna den finansiella stabiliteten, är alltså nära förknippade med varandra. Det har finanskrisen tydligt illustrerat.

Det finns en oro för att dessa åtgärder, som också leder till att centralbankernas balansräkningar expanderar, innebär en ökad risk för att inflationen framöver ska bli alltför hög. Frågan är alltså om ekonomin inte kommer att få ett överskott av likviditet när situationen börjar normalisera sig, och om det då inte skulle kunna leda till ett ökat inflationstryck. Svaret på den frågan är nej. De åtgärder som centralbankerna idag genomför kan ses som ett svar på en åtstramning som inträtt på marknaden. Lite förenklat skulle man kunna säga att centralbankerna försöker motverka eller neutralisera marknadernas åtstramning så att transmissionskanalen kan börja fungera mer normalt.

Dessa åtgärder kommer bara att pågå så länge som marknaderna inte fungerar av sig själva. När den finansiella krisen ebbar ut kommer Riksbanken inte att förnya de speciella åtgärder som krisen krävt. Våra lån är relativt kortsiktiga, med löptider på mellan 3 och 12 månader. Lånen kommer därför att förfalla undan för undan när de speciella utlåningsfaciliteterna avvecklas. När ekonomin sedan återhämtar sig får penningpolitiken anpassas efter de då rådande omständigheterna. Styrräntan kan höjas i stora steg om det skulle behövas. I den senaste penningpolitiska rapporten kan man se att vi väntar oss en relativt snabb ökning av reporäntan i slutet av prognosperioden.

■ Avslutande kommentarer

Vi har en historiskt låg reporänta just nu. Mot bakgrund av de dystra konjunktutsikterna ansåg jag och de andra i Riksbankens direktion i februari att det behövdes en ordentlig sänkning av reporäntan. Vi förväntade oss en snabb försämring av situationen på arbetsmarknaden, vilket tillsammans med snabbt fallande energipriser gjorde att inflationstrycket hade minskat. Det fanns därför i det läget ingenting som hindrade att penningpolitiken kraftfullt användes för att mildra effekterna av det fall i efterfrågan som följt i spåren av den finansiella krisen. Tvärtom var räntesänkningen nödvändig för att inflationsmålet ska nås på sikt. Skulle situationen försämrats blir en första åtgärd att sänka räntan ytterligare. Om reporäntan skulle hamna på noll eller nära noll och inte heller det skulle visa sig vara tillräckligt krävs det andra typer av åtgärder. Vi står beredda att vidta de åtgärder som krävs. Skulle inflationstrycket istället öka kan räntan behöva höjas snabbare än vi nu räknar med.

För några år sedan kritiserades Riksbanken för att man inte lade större vikt vid andra variabler än inflationen som till exempel arbetslöshet. Ekonomisk teori och erfarenheter visar dock att penningpolitikens möjligheter att varaktigt påverka reala variabler är mycket begränsade. Däremot försöker Riksbanken göra en rimlig avvägning mellan att uppnå inflationsmålet och att stabilisera realekonomin. Men eftersom det normalt tar ett tag innan en uppgång i konjunkturen slår igenom på sysselsättningen är det mycket möjligt att Riksbanken kommer att behöva höja reporäntan i ett läge när arbetslösheten fortfarande är hög. Det är också något vi räknar med i vår senaste prognos. Då finns det risk för att orimliga krav på penningpolitiken åter börjar ställas. Det kommer i så fall att vara viktigt att hålla i minnet att det primära för penningpolitiken är att se till att skapa goda långsiktiga förutsättningar för alla aktörer i ekonomin.

Det är viktigt att vi har en livaktig diskussion om Riksbankens politik. Men för att diskussionen ska vara fruktbar måste den baseras på realistiska förväntningar om vad penningpolitiken förmår och inte förmår. Sverige är en liten exportberoende ekonomi och när konjunkturen i vår omvärld skarpt vänder ned kan inte penningpolitiken hindra att det uppstår negativa effekter på vår ekonomi. Men vi kan mildra dem. Eftersom de finansiella marknaderna är integrerade kan vi heller inte hindra att en internationell finansiell kris får effekter även här. Då får vi parallellt med räntepolitiken ta till andra verktyg i vår arsenal för att få det finansiella systemet att fungera på bästa möjliga sätt givet omständigheterna. Det är vad vi gjort hela hösten och det fortsätter vi med så länge det behövs.