

# Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

---

TISDAGEN DEN 17 APRIL 2001

## Vad ska styra penningpolitiken?

Några reflektioner kring inflationsmålet

Nationalekonomiska Föreningen

Tack för inbjudan att ännu en gång få komma till Nationalekonomiska Föreningen och diskutera olika aspekter kring Riksbanken och penningpolitiken. Jag uppskattar mycket möjligheten att så att säga på historisk och akademisk mark få föra en dialog om den ekonomiska politiken med såväl de två opponenterna som med andra forskare och studenter här i föreningen.

Inflationsmålet har fungerat som styråra för penningpolitiken sedan 1993. Jag tror att de allra flesta håller med mig om jag säger att det på det hela taget fungerat ganska bra under den här perioden. Det har varit möjligt att, efter ett par decennier med hög inflation, åter etablera prisstabilitet. Förtroendet och förståelsen för regimen och penningpolitikens uppläggning i stort har ökat såväl hos marknadens aktörer som hos allmänheten. Det tycks också finnas en bred uppslutning i det politiska systemet och i svenska samhället kring behovet av en disciplinerad finanspolitisk som stöd för den penningpolitiska regimen.

Det är inte bara i Sverige som regimen med ett explicit inflationsmål verkar fungera bra. Jag är säker på att mina kollegor i den lilla grupp av länder bestående av Nya Zeeland, Kanada och Storbritannien som formellt började tillämpa regimen ungefär samtidigt som Sverige i början av 1990-talet har ungefär liknande uppfattningar. Sedan dess har fler och fler länder – även s.k. framväxande industriländer – gått över till en regim med ett explicit inflationsmål. Härom veckan meddelades det att penningpolitiken i våra nordiska grannländer Norge och Island också ska inriktas mot ett inflationsmål.

Det är dock viktigt att inte slå sig till ro utan fortlöpande utveckla tänkandet kring både tillämpningen och den analytiska ram som vägleder penningpolitiken. Det är också något som löpande görs inom Riksbanken. Exempelvis gjorde direktionen

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

vissa formella förtydliganden i början av 1999. Det handlade om att penningpolitiken bör inriktas på att uppnå inflationsmålet mätt med konsumentprisindex (KPI) på 1-2 års sikt, men att det under vissa specifika omständigheter kan finnas skäl att avvika från detta mål. I en del fall var det fråga om en kodifiering av den praxis som rått under flera år.<sup>1</sup>

Idag tänkte jag ta upp frågan hur Riksbanken bör reagera när ekonomin utsätts för olika typer av strukturella förändringar. För det första tänkte jag säga något om hur penningpolitiken bör förhålla sig till priseffekter från avregleringar. Avregleringar kan sänka den allmänna prisnivån och följaktligen ge en temporär nedgång i inflationstakten. För det andra tänkte jag ta upp frågan hur penningpolitiken bör urformas under en period då produktivitetstillväxten stiger. En sådan utveckling kan tolkas som att ekonomin utsätts för s.k. positiva utbudsstörningar. En lika omfattande höjning av produktivitetstillväxten som i USA har vi ännu inte sett i Sverige, men det kan inte uteslutas att vi kommer som så många gånger tidigare följa USA. Sannolikheten för att det ska inträffa tänkte jag dock inte avhandla idag.

## 1. Den penningpolitiska handlingsregeln

Låt mig börja med att kort repetera Riksbankens handlingsregel som vanligen vägleder penningpolitiken. Den säger att om den prognosticerade inflationen på 1-2 års sikt överstiger 2 procent mätt med konsumentprisindex bör reporäntan normalt höjas, och vice versa. Skälet till att vi valt denna styrhorisont är att det tar tid innan penningpolitiska förändringar fått sitt fulla genomslag på inflationen och makroekonomin i övrigt. Även om vi kan påverka inflationen också på kort sikt är det normalt inte lämpligt eftersom det skulle kunna leda till stora svängningar i produktion och sysselsättning.

Regeln är naturligtvis inte mekanisk. Grundtanken bakom den är att inflationen ska stabiliseras runt målet samtidigt som Riksbanken vill undvika alltför stora svängningar i produktion och sysselsättning. Störningar i ekonomin som kan antas påverka inflationen tillfälligt kan Riksbanken därför välja att bortse från. Vidare kan det finnas skäl att beakta även det som förväntas ske bortom den ordinarie prognoshorisonten. Om man redan nu har starka skäl att tro att inflationen kommer att stiga eller falla kraftigt direkt efter tvåårshorisonten, kan det finnas skäl att ändra räntan omedelbart. Man bör också komma ihåg att Riksbanken ska bidra till ett säkert och effektivt betalningsväsende och att problem där kan leda till behov av ränteändringar även när inflationsmålet inte är hotat. Det kan handla både om ränteåtgärder för att förhindra uppbyggnad av potentiella risker i betalningssystemet och sådana som söker mildra återverkningar av redan uppkomna problem.

Det finns dock anledning att vara återhållsam med denna typ av avvikelser från handlingsregeln. Direktionen markerade i samband med sitt beslut i början av 1999 att när avsteg från den normala regeln görs ska detta tydligt anges och motiveras.

Riksbankens handlingsregel och en del av de aspekter jag nämnt har sin direkta motsvarighet i gällande lagstiftning och i dess förarbeten. I Riksbankslagen sägs att

---

<sup>1</sup> Protokoll från direktionens sammanträde 1999-02-04. Förtydligandet presenteras även i Heikens-  
ten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydligande och utvärdering!", *Penning- och Valutapolitik 1*, 1999,  
Sveriges riksbank.

”målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde” och att vi också ”skall främja ett säkert och effektivt betalningsväsende”. I regeringens proposition (1997/98:40) framhålls vidare att Riksbanken bör precisera det i lag angivna målet för att öka möjligheten till demokratisk kontroll. Dessutom sägs i förarbetena att det är självklart att Riksbanken, som en myndighet under riksdagen, ska stödja de allmänna ekonomisk-politiska målen, såsom t.ex. hållbar tillväxt och full sysselsättning, i den mån de inte strider mot prisstabilitetsmålet. Dessa skyldigheter har man dock inte ansett behöva lagfästa.

## 2. Inflationsmålet och priseffekter från avregleringar

Avregleringar på olika marknader kan ha betydande effekter på prisbildningen. Den omedelbara effekten av en avreglering är ofta att priset faller, ibland tämligen omedelbart, och att inflationstakten sjunker temporärt. Efter hand som den statistiska jämförelsemånaden flyttas fram återgår – allt annat lika – nämligen inflationstakten till den nivå som den låg på före avregleringen. Normalt sett påverkar även avregleringar konkurrensförhållanden och prisbildningen även på längre sikt. Stigande konkurrenstryck, ska jag tillägga, kan även påverka produktiviteten. Men jag tänkte återkomma till produktivitetstillväxtens effekt på ekonomin senare.

En enskild och begränsad avreglering behöver inte föranleda några penningpolitiska åtgärder. Om avregleringen följer av politiska beslut som inte kunnat prognostiseras, eller om effekten på inflationen beräknas klinga av snabbare än inom ett till två år, leder den inte till någon reaktion från Riksbanken, om banken håller sig till sin handlingsregel.

En annan situation uppkommer dock om ekonomin går igenom en serie avregleringar eller om priseffekterna av en enskild avregleringen dröjer sig kvar under flera år. Resultatet kan bli att inflationen mer varaktigt sjunker under målet, vilket i sin tur bör leda till en nedjustering av styrräntan enligt handlingsregeln. Den penningpolitiska stimulansen verkar genom de sedvanliga kanalerna. Allt annat lika bör man alltså förvänta sig att marknadsräntor sjunker, aktiekurserna stiger, kreditexpansionen tilltar o.s.v. Den allmänna efterfrågan ökar, sysselsättningen stiger, arbetslösheten faller och inflationsmålet uppfylls.

När priseffekterna så småningom ebbar ut riskerar inflationstakten, om ingenting inträffar under tiden, att stiga över målet. För att motverka detta svarar penningpolitiken med att gradvis höja styrräntan igen. Marknadsräntorna stiger, aktiekurserna faller och kreditexpansionen avtar. Den sedvanliga transmissionsmekanismen verkar alltså på omvänt sätt och produktion och sysselsättning minskar något, liksom resursutnyttjandet. Processen påverkas även av att den högre inflationstakten verkar begränsande på hushållens realinkomster precis som den lägre inflationstakten ökat hushållens inkomster. Inflationstakten faller åter till den målsatta nivån.

Kanske ska jag för säkerhets skull lägga till att det ovanstående resonemanget gäller under förutsättning att inte inflationsförväntningarna påverkas.

Hur växelkursen reagerar på penningpolitiska åtgärder är inte helt givet. Lärboken säger att den försvagas i ett scenario med stimulerande penningpolitik och att den stärks om styrräntan höjs. Så bör det väl normalt sett vara om inget annat inträffar. Samtidigt går det inte att komma ifrån att det finns många observationer runt om i världen där växelkursen stärkts trots att styrräntan sänkts och vice versa. I så

dana situationer har ofta marknadsaktörerna lagt en större vikt vid utsikterna till en snabbare eller långsammare ekonomisk tillväxt. Resonemanget förutsätter, kanske jag ska tillägga, att inflationen väntas förbli låg. Vad resultatet med avseende på växelkursen slutligen blir när styrräntan sänks eller höjs är alltså inte helt uppenbart.

Om det vore så att det alltid var en viss grupp varor och tjänster som var föremål för ändrade regleringar skulle man i och för sig kunna överväga att ta bort dessa kategorier från det prisindex penningpolitiken inriktas på att stabilisera. Detta skulle, å ena sidan, kunna medföra den nackdelen att penningpolitiken styrdes av ett inflationsmått som inte var det mest relevanta för konsumenterna. Å andra sidan skulle fördelar kunna uppstå om det gjorde penningpolitiken enklare och mer förutsägbar.

I praktiken är det nog omöjligt att rensa konsumentprisindex för den här typen av störningar. De kan komma från avregleringar som görs vid flera tillfällen och påverka olika varor och tjänster i olika led. Jag tror att nackdelarna med att arbeta med ett smalt prisindex skulle överväga – om det ens i praktiken är möjligt – och att vi istället måste acceptera att all ekonomisk verksamhet är behäftad med osäkerhet. Framtiden, går som ni vet inte att prognostisera exakt. När penningpolitiken ska utvärderas är det bättre att acceptera vissa avvikelser från ett relevant mål, än att konstatera att målet kunnat uppfyllas enbart p.g.a. att det definierats så snävt att det knappast längre är relevant.

Just den här aspekten är mycket viktig och giltig också i andra situationer när penningpolitiken ska utvärderas. Det krävs att insikten är utbredd om vad penningpolitiken faktiskt kan uträtta liksom vilka olika avvägningar som den löpande kan ställas inför. Annars är det svårt att göra en *allsidig* utvärdering. Allt detta är förstås en läroprocess. Ibland kan dock frestelsen att ta enkla poänger i den allmänna diskussionen bli övermäktig genom att anklaga centralbanken för att ha agerat för sent eller att ha "missat" målet.

Poängen som jag vill driva hem i det här avsnittet är att en penningpolitik som bedrivs med ett inflationsmål normalt fungerar väl också i en miljö som präglas av priseffekter från avregleringar. Alla förändringar av den allmänna prisnivån och alltså mer eller mindre tillfälliga effekter på inflationstakten kan kanske inte helt motverkas av penningpolitiken. Det beror dock mer på svårigheter att göra precisa prognoser på avregleringar och dess effekter på prisnivån än på att avregleringseffekterna skiljer sig åt i något mer principiellt avseende som gör att det borde behandlas annorlunda än andra relativprisförändringar.

### **3. Inflationsmålet och stigande produktivitetstillväxt**

#### *3.1 Efterfrågeeffekt och direkt inflationsdämpande effekt*

En annan typ av strukturförändring inträffar om produktivitetstillväxten stiger.<sup>2</sup> En långsiktigt högre produktivitetstillväxt innebär att ekonomins samlade produktion varaktigt kan växa snabbare. Samtidigt tenderar inflationen, tack vare att produktivitetstillväxten dämpar enhetsarbetskostnaderna, att pressas ned, åtminstone inled-

---

<sup>2</sup> För en intressant genomgång av delar av anpassningsförloppet hänvisas till Meyer, L.H., (2000), "The Economic Outlook and the Challenges Facing Monetary Policy", Remarks at Washington University, St. Louis, Missouri. The Federal Reserve Board, October 19.

ningsvis i den typen av förlopp. Avkastningen på kapital stiger och utbyggnaden av kapitalstocken stimuleras. Till detta kommer att jämviktsrealräntan i ekonomin tenderar att stiga för att bevara balansen mellan sparande och investeringar. Bakgrunden är att efterfrågan på kapital antas stiga då investeringar framstår som mer lönsamma i ljuset av högre produktivitet.

En del bedömare har under de senaste åren dragit slutsatsen att stigande produktivitetstillväxt bidrar till minskade inflationsrisker, en utjämning av konjunkturcykelns fluktuationer och att uppsvinget kan fortsätta i näst intill all oändlighet. Som vi strax ska se är så inte fallet. Ett förlopp av det här slaget är naturligtvis i allra högsta grad önskvärt. Det leder till högre realinkomster och välstånd. Men penningpolitiken ställs inför besvärliga utmaningar och det är i själva anpassningsprocessen som svårigheterna uppkommer.

En strukturförändring som innebär att produktivitetstillväxten stiger kan inträffa på grund av t.ex. ett teknologiskt skift. Utvecklingen i bl.a. USA är ett intressant exempel på detta. De senaste decenniernas innovationer inom data- och telekommunikationsområdet med åtföljande relativprisfall kan tjäna som en illustration. Under själva anpassningen till den nya och högre tillväxtbanan uppkommer i vart fall två intressanta effekter som går i var sin riktning och som är relevanta för penningpolitiken: *I det ena fallet* stiger efterfrågan. Vilken påverkan denna effekt har på inflationen bestäms av hur efterfrågeökningen förhåller sig till det ökade potentiella utbudet av varor och tjänster i ekonomin. *I det andra fallet* kommer en direkt inflationsdämpande impuls. Ofta är det enbart den senare effekten som drar till sig uppmärksamhet i den allmänna diskussionen. Låt mig kommentera de två effekterna var för sig.

*Efterfrågan* ökar som ett resultat av högre investeringar och ökad privatkonsumtion. Investeringsuppgången följer på förväntningar om högre avkastning på kapital. Aktiekurserna stiger och underlättar kapitalanskaffningen. Kapitalstocken anpassar sig i riktning mot en ny nivå som förväntas vara förenlig med den nya och högre potentiella tillväxten i ekonomin. Privatkonsumtionen stimuleras via förmögenhetseffekten som följer i spåren av stigande aktiekurser liksom av förväntningar om högre inkomster för hushållen i framtiden. Erfarenheten tyder på att efterfrågeökningen, åtminstone inledningsvis, ofta är starkare än höjningen av den potentiella tillväxten. Konsekvenserna blir att ledig kapacitet tas i anspråk, arbetslösheten faller och resursutnyttjandet i ekonomin stiger. Sammantaget tenderar alltså efterfrågeeffekten att dra upp inflationen.

Den *direkt inflationsdämpande effekten* är en följd av en högre produktivitetstillväxt. Den gör att arbetskraftskostnaden per producerad enhet faller, vilket i sin tur gör produktionen billigare. Inledningsvis stiger därför vinsterna, men efter hand pressas priserna av konkurrenstrycket och inflationen faller. Den här effekten kan uppkomma om lönerna är tröga att anpassa sig till den nya och högre produktivitetstillväxten, vilket inte är ovanligt.

De båda effekterna har alltså motsatt inverkan på inflationstakten. Den stigande efterfrågan tenderar att dra upp inflationstakten medan den inflationsdämpande effekten trycker ned den. Avvägningarna för en penningpolitik som bedrivs efter ett inflationsmål borde alltså i princip handla om balansen mellan dessa två effekter. Riktigt så enkelt är det dock inte och jag ska strax komma tillbaka till detta. Låt mig bara först konstatera att på längre sikt, då både efterfrågeeffekten och den infla-

tionsdämpande effekten har ebbat ut, kommer räntan otvetydigt att stiga eftersom en högre potentiell tillväxt drar upp jämviktsrealräntan för att balans ska råda mellan sparande och investeringar.

### 3.2 Två alternativ för penningpolitiken

Bakom denna till synes rättframma och tämligen enkla diskussion rymms emellertid svåra utmaningar för penningpolitiken och fallor för den ekonomiska utvecklingen i stort som vi strax ska se. I grund och botten hänger de samman med de principiella val som penningpolitiska beslutsfattare ställs inför när produktivitetstillväxten accelererar.

*En första* möjlighet, om vi antar att ekonomin befinner sig i jämvikt, är att låta produktionen under en tid växa snabbare än den potentiella tillväxten. Arbetslösheten faller temporärt, men inflationen hålls ändå konstant kring målet eftersom den direkt inflationsdämpande effekten är stark. Detta alternativ förutsätter antagligen att styrräntan hålls på en förhållandevis låg nivå.

*En andra* möjlighet är att produktionen tillåts växa i takt med den nya och högre potentiella tillväxten. Det innebär att arbetslösheten förblir konstant, men att de direkta inflationsdämpande effekterna tillåts slå igenom och inflationen faller under målet utan att det får några konsekvenser för penningpolitiken.

De båda alternativen handlar alltså om att antingen välja temporärt lägre arbetslöshet eller lägre inflation under själva anpassningsförloppet eller en kombination av de båda. En strikt tillämpning av Riksbankens handlingsregel säger att alternativet med temporärt lägre inflationstakt inte är det "rätta" valet. Istället ska penningpolitiken verka så stimulerande att inflationen hålls konstant kring målet. Följaktligen ska centralbanken låta ekonomin växa snabbare än den potentiella tillväxten och medge att arbetslösheten faller temporärt.

I detta sammanhang finns det dock risker med en alltför stelbent tolkning av den penningpolitiska handlingsregeln i det här fallet. Låt mig förklara varför.

I anpassningen till en ny och högre produktivitetstillväxt uppkommer till en början en god cirkel. Stigande produktivitet tenderar att dra med sig aktiekurserna upp. Det gör i sin tur att det blir lättare att finansiera nya investeringar. Nya investeringar och en stigande kapitalstock skjuter på produktivitetstillväxten ytterligare genom kapitalfördjupningen i ekonomin. När produktiviteten fortsätter att stiga höjs aktiekurserna än mer o.s.v. Vartefter förloppet fortskrider kan risker för den fortsatta ekonomiska utvecklingen uppkomma:

De finansiella marknadernas reaktion på produktivitetsstegringar kan vara en källa till problem. Tyvärr uppstår det ibland överdrivet optimistiska framtidsförväntningar. Förväntningar om stigande vinster leder nämligen i vissa fall till ökad kreditgivning, stigande aktie- och fastighetsvärden vilket leder till ytterligare kreditgivning, o.s.v. En sådan bubbla kan, när den så småningom brister, förorsaka allvarliga negativa effekter på ekonomin och dra med sig banksystemet in i en kris.

En alltför stark eufori kan också göra att utbyggnaden av kapitalstocken kan gå för långt. Här är perspektivet hämtat från den s.k. Österrikiska skolan. Omfattande investeringar sker i sektorer som aldrig kommer att ge den avkastning som ursprungligen förväntades. Den spekulativa febern driver helt enkelt fram felinvesteringar. I

den efterföljande anpassningsfasen sker därför en kraftig uppbromsning av investeringsverksamheten med åtföljande svag efterfrågeutveckling i hela ekonomin under en ganska lång period.

#### 4. Den empiriska bilden

De olika typer av problem som beskrivits här har sannolikt i varierande utsträckning präglat Japan under 1990-talet, flera länder i Sydostasien nyligen och av allt att döma också i Sverige i slutet av 1980-talet och början av 1990-talet. Det finns också gott om exempel längre tillbaka i tiden från olika länder på liknande perioder av ekonomiska bakslag. Erfarenheterna visar att det efterföljande anpassningsförloppet kan bli mycket besvärligt och ibland även utdraget i tiden. Inflationen dämpas påtagligt och risk finns även för en period av deflation.

De strukturförändringar som påverkat svensk ekonomi under andra halvan av 1990-talet tycks vara begränsade till en serie av priseffekter som följt på avregleringarna inom främst el- och teleområdena. Inflationen har därför blivit lägre än vad som annars skulle ha följt av resursutnyttjandet i ekonomin i stort. Riksbanken har i linje med sin handlingsregel bedrivit en stimulerande penningpolitik, under senare år, och systematiskt sökt styra mot målet på ett till två års sikt. Styrräntan har följaktligen varit längre än i många andra länder bl.a. – men inte enbart – av detta skäl.

Däremot har inte produktivitetstillväxten accelererat som i USA. Produktivitetstillväxten inom näringslivet ligger visserligen något högre än vad den gjorde under 1980-talet, men den uppgången kom redan i början av 1990-talet då mindre konkurrenskraftiga och lågproduktiva företag slogs ut under krisåren. Under andra halvan av 1990-talet skedde ingen ytterligare höjning av produktivitetstillväxten.

Uppgången i produktivitetstillväxten i den amerikanska ekonomin har dock lett till ett förlopp liknande det som jag diskuterade tidigare. Stigande förväntningar om framtida vinster och inkomster, kraftig uppgång i aktiekurser samt omfattande nyemissionsaktivitet och kreditexpansion. Företagen har bedrivit en omfattande investeringsverksamhet och hushållen har ökat sina köp av varaktiga varor i snabb takt. Det finansiella sparandet i den privata sektorn har fallit snabbt och blivit negativt. Det har i sin tur vidgat bytesbalansunderskottet.

I Sverige har Stockholmsbörsen dragits med i den amerikanska aktieuppgången, inte minst när det gäller sektorerna IT och telekom. Däremot har kreditexpansionen varit mer måttlig. Investeringarna har heller inte ökat lika snabbt som i USA. Hushållens konsumtion har relativt sett varit mer återhållsam. Den privata sektorns finansiella sparande har inte svängt om i kraftigt negativ riktning och bytesbalansen visar sedan flera år på relativt stora överskott. Förloppet i Sverige under andra halvan av 1990-talet skiljer sig därför på avgörande punkter från det i USA.

Mot den bakgrunden har Riksbanken inte sett någon anledning att under den period som gått göra några större avsteg från handlingsregeln.

## 5. Slutsatser

Vilka slutsatser kan man då dra när det gäller hur penningpolitiken bör reagera när ekonomin utsätts för olika typer av störningar? Jag har diskuterat två olika typer av störningar; *priseffekter från avregleringar* och *höjning av produktivitetstillväxten*.

Genomgången visar att Riksbankens handlingsregel fungerar väl så länge strukturförändringarna handlar om priseffekter i samband med avregleringar i ekonomin. Däremot kan avvägningarna för penningpolitiken bli mer komplicerade om ekonomin kommer in i en period då produktiviteten accelererar. En höjning av produktivitetstillväxten är i sig något positivt eftersom det innebär högre realinkomster och att levnadsstandarden stiger långsiktigt, men under själva anpassningen kan en hel del risker uppkomma. Det som till en början ser ut som en god cirkel kan så småningom i anpassningsförloppet leda till en alltför stark och självförstärkande eufori.

Under vilka omständigheter den goda cirkel övergår till att bli mindre gynnsam är naturligtvis en svår fråga. I praktiken handlar det antagligen om mycket svåra bedömningar. Men risken ökar sannolikt om penningpolitiken, alltför uttalat och alltför länge, väljer att driva på efterfrågan i syfte att hålla inflationen kring målet istället för att acceptera att inflationstakten faller temporärt – och alltså på bästa sätt söker förmå efterfrågan i ekonomin att utvecklas i takt med potentiell tillväxt.

Man skulle kunna säga att ett sådant reaktionsmönster innebär att centralbanken tar mer hänsyn till tillgångspriser än vad som gäller i normalfallet. Men – och det är viktigt att understryka – det sker i en miljö där överdrivet stigande tillgångspriser är ett av flera symtom på att vidare obalanser håller på att byggas upp i ekonomin.<sup>3</sup> En situation som karaktäriseras av påtagligt stigande tillgångspriser och följs av en kraftig kreditexpansion, snabb investeringsökning, kraftigt minskat finansiellt sparande i privat sektor och växande bytesbalansunderskott finns det anledning att vara observant på. Som framgått tidigare behöver en sådan situation inte nödvändigtvis innebära att inflationstakten stiger omedelbart. Om centralbanken inte agerar i syfte att begränsa den här typen av obalanser och överdrifter kan alltså utvecklingen leda till allvarliga anpassningsproblem såväl i det finansiella systemet som i den reella ekonomin med risk för efterföljande deflationistiska tendenser.

Det här innebär att en alltför stelbent tolkning av Riksbankens penningpolitiska handlingsregel är förenad med risker. Jag tycker inte att det är svårt att föreställa sig en situation då handlingsregeln och inflationsmålet måste ge vika för en stramare penningpolitik. Min syn på hur penningpolitiken bör reagera på tillgångspriser hänger samman med min tid som statssekreterare i finansdepartementet under bankkrisen i början av 1990-talet. Om stigande tillgångspriser är en symtom på att vidare obalanser är på väg att byggas upp i ekonomin måste penningpolitiken söka begränsa riskerna för en uppblåsning av bubblor på det finansiella området och i

---

<sup>3</sup> En inflytelserik uppsats som summerar det traditionella synsätt på hur penningpolitiken bör se på tillgångspriser är Bernanke, B. and Gertler, M., (1999), "Monetary Policy and Asset Price Volatility", in *New Challenges for Monetary Policy*, Proceedings of the Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, pp. 77-128. En alternativ syn redovisas i Cecchetti, S.G. mfl. (2000), "Asset Prices and Central Bank Policy", Geneva Reports on the World Economy No. 2, CEPR, Switzerland. Se även Kent, C. And Lowe, P. (1997), "Asset-Price Bubbles and Monetary Policy", Research Discussion Paper 9709, Economic Research Department, Reserve Bank of Australia.



den reala ekonomin. Därmed inte sagt att det skulle vara särskilt enkelt att avgöra när en sådan situation är på väg att uppstå.

Den "flexibla inflationsmålspolitik" som Riksbanken definierat medger också tillfälliga avvikelser från den enkla handlingsregeln. Jag tycker att det också finns stöd för det i lagstiftning och förarbeten. Det är dock viktigt att vara extra tydlig om vad det är som vägleder penningpolitiken om en situation skulle uppstå som skulle kunna motivera att man avviker från gängse handlingsregel. Dels för att allmänheten och investerare på marknaden ska veta hur och varför Riksbanken agerar som den gör i en sådan situation. Dels för att det ska vara möjligt att utöva demokratisk kontroll också i en situation då målet om 2 procents inflation tillfälligt måste stå tillbaka.