



ANFÖRANDE

DATUM: 2005-03-15
TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten
PLATS: Finansutskottet, riksdagen, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registrator@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Inledning om penningpolitiken

Låt mig som vanligt börja med att tacka för inbjudan. Jag behöver väl knappast säga att dessa utfrågningar är ett mycket värdefullt inslag i den öppna diskussion om penningpolitiken som vi alla finner det angeläget att värna om. Förhoppningsvis kan de även bidra till att sprida kunskap om penningpolitiska frågor till en bredare publik, i synnerhet som de numera TV-sänds.

Jag tänkte inledningsvis, såsom är brukligt vid årets första utfrågning, blicka tillbaka på utvecklingen under fjolåret. Som bekant blev inflationen betydligt lägre än målet 2004. När detta inträffar är det naturligt att det uppstår en debatt om penningpolitiken. Det är knappast någon överdrift att säga att diskussionen under det senaste året varit osedvanligt livlig. Jag kommenterade denna debatt ganska ingående när jag var här i oktober, men det kan finnas skäl att komma in på den även idag.

Därefter avser jag att redogöra för vår aktuella bedömning av hur inflationen kommer att utvecklas framöver och det räntebeslut vi fattade igår, för att sedan avrunda med några mer allmänna reflektioner om penningpolitiken och de förutsättningar den verkar under.

En tillbakablick

Utvecklingen under 2004

Utvecklingen av ekonomin under det gångna året kännetecknades av en hög tillväxt i kombination med en påfallande låg inflation. Tillväxten under fjolåret var i själva verket betydligt högre än vad som är normalt; under de senaste 25 åren har tillväxten varit högre endast 6 gånger. Även om den allmänna efterfrågan utvecklats starkt under 2004 har detsamma dock inte gällt sysselsättningen. Någon tydlig vändning har ännu inte skett på arbetsmarknaden.

De penningpolitiska besluten under 2002 och 2003, som är relevanta för inflationsutfallet 2004, vägledades inledningsvis av det mått på det underliggande inflationstrycket som Riksbanken använt mest under senare år, UND1X. Under

2003 skiftade dock för en tid fokus till måttet UND1X exklusive energipriser. Inflationen mätt med dessa mått uppgick till i genomsnitt 0,9 procent respektive 0,8 procent 2004. Enligt KPI blev inflationen 0,5 procent. Att inflationen mätt i termer av KPI blev väsentligt lägre än de båda övriga måtten beror i allt väsentligt på att de ganska omfattande penningpolitiska lättnader som inleddes i slutet av 2002 och fortsatte under 2003 och in på 2004 har hållit nere hushållens räntekostnader för egnahem.

Varför blev då inflationen 2004 så låg? För att få en bättre bild av en av orsakerna till detta krävs att vi backar tillbaka till årsskiftet 2002-2003. Då pressades inflationen upp ovanligt högt på grund av att *elpriserna* steg till rekordnivåer. Riksbankens bedömning vid den tidpunkten var att detta var en tillfällig effekt, att elpriserna skulle komma att falla tillbaka och därmed att inflationstalen skulle komma ned igen under året, vilket de också gjorde. För inflationen mätt med KPI och UND1X innebar detta att tolv månadersförändringen, dvs. förändringen i förhållande till motsvarande månad året före, föll kraftigt i början av 2004. Fallet i inflationen i början av 2004 var alltså delvis en förutsedd "rekyll" av den tillfälliga prisuppgången ett år tidigare. (Diagram 1.) Att KPI-inflationen därmed skulle hamna under målet 2004 var alltså något Riksbanken räknade med i början av 2003.

Inflationen pressades också ned av de låga *importpriserna*. Importpriserna i producentledet har under ett par år utvecklats svagt, även om de ökade igen under 2004 bl.a. som en effekt av att råvaruprishöjningar pressade upp priserna på in-satsvaror. I konsumentledet har inflationen på importerade varor blivit oväntat låg under en längre tid. De överraskande låga importpriserna skulle kunna vara en effekt av att svenska importörer och producenter i större utsträckning än tidigare gjort sina uppköp i lågkostnadsländer, något som är svårt att fånga med det mått vi normalt använder för utvecklingen av världsmarknadspriser. För det låga utfallet spelar sannolikt även förhållandena i Sverige en roll, bl.a. en ökad konkurrens inom många områden, inte minst inom detaljhandeln.

Detta leder mig över till en tredje faktor som bidragit till den låga inflationen nämligen *produktiviteten*, som utvecklades starkare än vad Riksbanken och andra konjunkturbedömare räknat med. (Diagram 2.) Det här är andra sidan av att utvecklingen på arbetsmarknaden blev oväntat svag, vilken i sin tur verkat dämpande också på det inhemska pris- och lönetrycket.

Inte heller orsakerna bakom den höga produktivitetstillväxten är helt klarlagda. En möjlig hypotes är att de omfattande investeringar i IT-teknologi som gjordes inom många sektorer under slutet av 1990-talet nu börjar ge resultat. En annan hypotes tar fasta på att Sverige är en mycket öppen ekonomi och på så vis extra starkt påverkad av den nu snabba integreringen av lågkostnadsländer i världshandeln. Både när det gäller produktiviteten och importprisutvecklingen råder en stor osäkerhet om hur starka och varaktiga de rådande tendenserna är.

Riksbanken och arbetslösheten

Som jag konstaterade inledningsvis är det naturligt att det uppstår debatt om penningpolitiken när inflationen avviker påtagligt från målet. Denna har dessut-

om denna gång fått extra bränsle av uppgången i arbetslösheten under 2003-2004. Redan när jag var här i höstas ägnade jag frågan om vad Riksbanken skulle ha kunnat göra åt arbetslösheten en hel del uppmärksamhet. Diskussionen har sedan fortsatt.

Det är viktigt att påminna sig att Riksbankens mål är prisstabilitet. Detta försöker vi uppnå genom att sätta räntan så att den allmänna efterfrågan växer i takt med vad ekonomin långsiktigt klarar utan att inflationen skjuter fart och så att ekonomins aktörer litar på att inflationsmålet uppnås. Vi påverkar alltså den allmänna efterfrågan och sysselsättningen enbart indirekt. Och det som gjort att sysselsättningen utvecklats sämre än väntat de senaste två åren är inte efterfrågeutvecklingen! Den har tvärtom blivit överraskande stark.

Ändå kan man naturligtvis hävda att sysselsättningen skulle ha kunnat vara något högre om Riksbanken tillåtit sig att hålla räntorna lägre, något vi med de kunskaper vi nu har om inflationen vet hade varit möjligt. Det är svårt att invända mot detta påstående och det är naturligtvis därför det återkommer så ofta från Riksbankens kritiker. Men en bedömning av vad vi kunde eller inte kunde ha gjort måste utgå från vad som var känt när beslutet togs, inte från vad vi vet nu. Ett sätt att försöka närma sig denna fråga är att jämföra våra bedömningar och vårt agerande med andras prognoser och synpunkter på politiken vid den aktuella tidpunkten.

Av den rapport vi presenterar idag framgår att den bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som Riksbanken baserade sin penningpolitik på 2002-2003 inte på något avgörande sätt skilde sig från den som andra ledande bedömare av svensk ekonomi hade under denna period. (Diagram 3.) Riksbanken verkar om något tillhöra de prognosmakare som lyckades bäst, eller kanske snarare minst dåligt, även om man då också måste beakta att våra prognoser till skillnad från andras gjorts under antagande om oförändrad reporänta.

Ett inslag i den diskussion som förts är att våra bedömningar jämförts med Konjunkturinstitutets (KI). Det visar sig dock att KI:s syn på den lämpliga ränteutvecklingen inte skiljt sig mer än marginellt från Riksbankens. (Diagram 4.) I genomsnitt förordade KI att räntan skulle vara knappt 0,2 procentenheter lägre. Med de effekter av penningpolitiken man i allmänhet räknar med skulle inflationen 2004 bara ha hamnat marginellt närmare målet om vi följt KI:s rekommendationer. Inte heller hade effekterna på sysselsättningen blivit mer än mycket marginella. Poängen är att åsiktsskillnaderna om den framtida inflationen och penningpolitikens inriktning varit små *i förhållande* till nedgången i inflationen och uppgången i arbetslösheten.

Sammanfattningsvis kan man dra slutsatsen att det låga inflationsutfallet 2004 inte kan tillskrivas en penningpolitik som gick på tvärs mot den gängse uppfattningen. Den var istället i allt väsentligt ett resultat av en utveckling som i stort sett ingen lyckades förutsäga. En annan slutsats man kan dra är att det skulle ha krävts en ganska dramatiskt annorlunda politik än den som faktiskt fördes för att inflationen skulle ha hamnat påtagligt närmare målet 2004. Exempelvis skulle Riksbanken sannolikt ha behövt sänka reporäntan snabbt och kraftigt i början av

2002. En sådan inriktning på politiken skulle antagligen ha väckt en viss uppståndelse. Inflationen var vid denna tid hög och ingen förutsåg en så dramatisk nedgång att det motiverade en kraftig räntesänkning. En bild av det då rådande stämningläget ges av att en av landets ledande fackliga företrädare varnade oss för att ta lätt på inflationsmålet.

Har politiken varit asymmetrisk?

Ett inslag i den diskussion som förts, och som bitit sig fast, är påståenden om att Riksbanken oroar sig mer för hög än för låg inflation. Det sägs vara bevisat av att inflationen under den tid som inflationsmålet varit i kraft – från 1995 och framåt – hamnat något under målet i genomsnitt.

Personligen har jag en viss förståelse för farhågor om att centralbanker skulle kunna vara "alltför nitiska" i sin inflationsbekämpning, i synnerhet om bakgrunden är att man kommit från en regim med hög inflation, som ju just varit fallet i Sverige. Sådana risker har också varit ett av argumenten för att öppna Riksbanken för insyn och att arbeta för en så tydlig politik som möjligt. En öppen debatt och goda möjligheter till granskning förefaller mig vara det bästa korrektivet mot ett inåtvänt och överdrivet inflationsbekämpande perspektiv.

När detta väl är sagt tycker jag ändå att det finns all anledning att invända mot den återkommande tolkningen att den låga inflationen är ett uttryck för en alltför "hökaktig" hållning från Riksbankens sida. För det första är det så att politiken under en stor del av den aktuella tidsperioden vägletts av ett mått på den underliggande inflationen UND1X, och det är därför enligt det förtydligande Riksbanken gjorde 1999 mot detta mått en utvärdering i första hand bör ske. Enligt UND1X har inflationen sedan 1995 i genomsnitt varit 1,9 procent, vilket onekligen är ganska nära målet. (Diagram 5.) Att inflationen enligt KPI under den här perioden varit lägre, 1,4 procent, är främst en följd av den kraftiga nedgång som skett i det allmänna ränteläget bl.a. som ett resultat av att låg inflation har säkrats. Tio år kan dessutom vara en alltför kort period att utvärdera politiken på, åtminstone när det som i Sveriges fall under flera år handlat om en anpassning från en regim till en annan.

Ytterligare ett sätt att närma sig den här frågan är att studera de episoder när inflationen hamnat under Riksbankens mål. Det handlar främst om tre tillfällen. Vid det första av dessa 1996-1997 hade ett högt ränteläge åren dessförinnan onekligen bidragit både till en nedgång i allmänna efterfrågan och till en låg inflation. Vid detta tillfälle fördes det också en bitvis ganska hård debatt om politiken. Bakgrunden till att Riksbanken valde att föra en åtstramande politik var att trovärdigheten för inflationsmålspolitiken ännu inte etablerats.

Helt annorlunda var det vid de två följande tillfällena, 1998-1999 och 2004. Vid båda dessa tillfällen var räntan relativt låg åren dessförinnan samtidigt som allmänna efterfrågan växte snabbt. Det som genererade den låga inflationen var främst förändringar på ekonomins utbudssida; avregleringar, lägre importpriser och en överraskande snabb produktivitetstillväxt. Den förda politiken var i stort sett inte alls ifrågasatt när den bedrevs 1996-1997 utan först i backspegeln och i huvudsak har det varit på samma sätt på senare tid, som jag nyss var inne på.

■ Om man vill driva tesen att Riksbanken systematiskt bedrivit en för stram politik borde man rimligen kunna hänvisa till att andra bedömare kraftigare ifrågasatt politiken när den utformades.

Sammantaget finns det som jag ser det alltså ganska naturliga förklaringar till varför inflationen i genomsnitt hamnat något under målet under den senaste tioårsperioden. Det hänger inte samman med att Riksbanken uppfattat målavvikelser nedåt som mindre allvarliga än målavvikelser uppåt, utan är ett resultat av dels att vi genomgått en anpassning från en hög- till en låginflationsregim, vilket i hög grad påverkade politiken under den första av de tre episoderna, dels att inflationen i olika omgångar pressats ned av utbudsfaktorer som varken vi eller andra kunnat förutse.

Låt mig avsluta den tillbakablickande delen av detta anförande med att understryka att jag värdesätter en öppen och livlig diskussion om penningpolitiken. Jag har tidigare här i utskottet poängterat att vi gärna kommer hit oftare och att vi är öppna för andra former för diskussion än denna. Om utskottets ledamöter har tankar om hur de underlag vi presenterar skulle kunna förbättras är vi också intresserade av att ta emot dessa. Riksbanken överväger dessutom att ta initiativ till ett årligen återkommande forum för penningpolitisk diskussion, där våra bedömningar och vår politik kan diskuteras mot bakgrund bl.a. av återkommande oberoende utvärderingar av de bedömningar vi – och andra deltagare i den allmänna diskussionen – har gjort.

Den aktuella bedömningen

Konjunkturuppgången fortsätter

Därmed ska jag nu, efter denna tillbakablick på utvecklingen under fjolåret och på den debatt som förts, vända blicken framåt och säga något kortfattat om den bedömning av konjunktur- och inflationsutsikterna vi gjort i vår senaste inflationsrapport och det beslut vi igår fattade om reporäntan.

Som vanligt tänker jag börja med en kort internationell utblick. Den ekonomiska tillväxten i omvärlden är fortsatt hög. Mycket tyder på att den internationella konjunkturen kommer att fortsätta att förstärkas framöver och att resursutnyttjandet ökar successivt. Hög produktivitetstillväxt och svagt resursutnyttjande har hållit nere kostnadsutvecklingen i ett antal industriländer. Tillsammans med den ökade integreringen av lågkostnadsländer i världshandeln har det bidragit till ett lågt globalt inflationstryck. Framöver väntas pristrycket vara fortsatt måttligt även om det ökar i takt med att konjunkturen förbättras och den lediga produktionskapaciteten minskar. Därmed förväntas också marknadsräntorna stiga från dagens ovanligt låga nivåer. Konjunktursignalerna från den amerikanska ekonomin är positiva medan däremot euroområdet, inte minst Tyskland, haft en något svagare tillväxt än väntat. (Diagram 6.) Den sammantagna bedömningen är att tillväxten på de svenska exportmarknaderna totalt sett är i stort densamma som i föregående inflationsrapport.

■ Återhämtningen i den svenska konjunkturen inleddes under 2003 och bedömningen är att den kommer att fortsätta under prognosperioden. Under 2004 bidrog en stark internationell efterfrågan på svensk export till den höga tillväxten. Industrikonjunkturen ser nu ut att gå in i en något lugnare fas. Indikatorer och statistik pekar på en fortsatt god och hälsosam tillväxt, om än i något lägre takt än i början av 2004. Tillväxten av den inhemska efterfrågan antas tillta medan bidraget till den samlade efterfrågan från nettoexporten avtar. (Tabell 1.) Under 2005 bedöms företagets investeringar och hushållens konsumtion svara för merparten av ökningen av efterfrågan. Jämfört med decemberprognosen har BNP-tillväxten för 2005 reviderats upp marginellt till 3,2 procent, vilket främst hänger samman med högre investeringar och ökad tjänstehandel. Mot slutet av förra året växte investeringarna i ekonomin mer än väntat och mycket talar för en fortsatt snabb ökning i början av 2005.

Trots fjolårets starka produktionstillväxt minskade antalet sysselsatta för andra året i rad. Att företagen kunde öka produktionen så kraftigt utan att nyanställa berodde på att produktiviteten ökade och att medelarbetstiden steg. Det är dock rimligt att tro att en fortsatt stark BNP-tillväxt leder till en ökad sysselsättning under prognosperioden. Olika indikatorer från arbetsmarknaden tyder också på att en vändning är på väg. Antalet tillfälligt anställda har t.ex. ökat sedan sommaren 2004 och antalet nyanmälda lediga platser steg på årsbasis under november till januari efter att ha minskat i nästan två års tid.

Det finns anledning att vänta sig att ekonomins genomsnittliga produktivitetstillväxt kommer att minska något i takt med att konjunkturuppgången fortskrider. Riksbankens bedömning är ändå liksom tidigare att det skett en varaktig höjning av produktivitetens ökningstakt, och prognoserna för de närmaste åren är därför ändå relativt höga i ett längre historiskt perspektiv. En viss nedjustering av det inhemska kostnadstrycket i år har ändå gjorts jämfört med bedömningen i december på basis av nyinkommen statistik för 2004.

Resursutnyttjandet var lågt i svensk ekonomi under fjolåret. Inte minst är efterfrågan på arbetskraft fortsatt begränsad även om en del indikatorer för bristen på arbetskraft visar en stigande tendens. Indikatorer från industrin tyder också på att kapacitetsutnyttjandet har ökat på senare tid. Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet har stigit – om än från en låg nivå – och kommer att fortsätta stiga i takt med att allt mer lediga resurser tas i anspråk.

Inflationsbilden

Som jag varit inne på var både den inhemska och den importerade inflationen låg det gångna året. Att den inhemska inflationen skulle vara låg för närvarande var väntat och prisökningstakten på inhemskt producerade varor har också de senaste månaderna i huvudsak varit i linje med den förra prognosen. Trots det har prognosen för den inhemska inflationen i år och nästa år reviderats ned. En av anledningarna är att prispresen inom livsmedelsbranschen väntas vara större än vad som tidigare antagits. Hur stora effekterna blir är dock svårt att bedöma, liksom betydelsen för den allmänna inflationstakten på längre sikt. Över en längre

horisont väntas liksom tidigare den inhemska inflationen stiga gradvis i takt med att konjunkturuppgången fortskrider och resursutnyttjandet ökar.

Den importerade inflationen har blivit lägre den senaste tiden än vi förväntade oss i föregående inflationsrapport. Orsakerna till detta är flera, vilket jag tidigare berörde. Exempelvis förefaller en ökad import från låglöneländer ha lett till större prispress än vad som legat i tidigare bedömningar trots att det också i dessa låg en optimistisk syn på prisutvecklingen på importerade varor. De prisdämpande faktorerna bedöms även påverka den importerade inflationen framöver och prognosen har därför reviderats ned både i år och nästa år.

Effekterna av de faktorer som lett till fallande priser på importerade varor det senaste året väntas dock gradvis avta. Det är rimligt att tro att ett stigande globalt resursutnyttjande leder till ett högre internationellt pristryck. Till detta kommer att ett successivt ökat inhemskt resursutnyttjande och stigande kostnadstryck bedöms bidra till större prisökningar även på importerade varor och tjänster.

Sammantaget innebär prognoserna för den inhemska och importerade inflationen att prognosen för inflationen mätt med UND1X reviderats ned jämfört med inflationsrapporten i december. (Diagram 7.) Både den importerade inflationen och det inhemska pristrycket väntas bli lägre främst den närmaste tiden men också under den senare delen av prognosperioden. Nedrevideringen för det närmaste året beror inte på någon förändring i bedömningen av konjunkturutsikterna, utan på ett antal specifika faktorer som lett till högre konkurrens på världsmarknaden såväl som i Sverige. I takt med att konjunkturuppgången fortskrider och företagens kostnader ökar antas dock fortfarande inflationen stiga gradvis. I huvudskenariot, som alltså utgår från att räntan hålls oförändrad två år framåt, beräknas inflationen både mätt med UND1X och KPI vara på målet på två års sikt. Årsge-nomsnittet för inflationen kommer dock att vara låga under hela prognosperioden.

Låt mig i detta sammanhang säga något kort om det faktum att den svaga prisutvecklingen under senare tid gjort att ordet deflation åter börjat dyka upp i media, inte sällan i någon tämligen braskande rubrik. Det finns visserligen alltid skäl att ha risken för deflation i åtanke, eftersom fall i den allmänna prisnivån under vissa omständigheter är förknippade med betydande problem i ekonomin. Det är emellertid viktigt att skilja på om den svaga prisutvecklingen är en följd av vikan-de efterfrågan i ekonomin eller av positiva förändringar på ekonomins utbudssi-da. För närvarande är det tveklöst det sistnämnda som dominerar. Om ett par jeans blir billigare för att dollarn fallit, eller priset på en plasma-TV halverats sedan tillverkningen tagit fart i Kina, eller priset på mat går ner därför att konkurrensen i livsmedelshandeln hårdnat är det något vi i grunden ska vara glada för. Skulle efterfrågan vika påtagligt vore situationen förstås en helt annan.

Vilka risker ser vi då som skulle kunna få inflationen att avvika från utvecklingen i huvudskenariot? Det finns ett antal risker i inflationsbedömningen som varit aktuella en längre tid, t.ex. de dubbla underskotten i den amerikanska ekonomin, den svenska kronans utveckling och produktivitetstillväxten. Utöver dessa har det tillkommit nya risker som sammanhänger med specifika faktorer, t.ex. utveckling-

■ en av livsmedelspriserna, och som skapar en stor osäkerhet kring hur inflationen framöver kommer att påverkas – inte minst i det korta perspektivet.

Jämfört med föregående inflationsrapport har huvudscenariot i denna rapport i större utsträckning beaktat riskerna för en lägre inflation; t.ex. bedöms nu ökad internationell, och även inhemsk, konkurrens få en något större effekt på svenska priser än vad som tidigare antagits. Det finns dock argument för att detta likaväl kan innebära en underskattning av inflationen som en överskattning. Det visade t.ex. den senaste prisstatistiken som publicerades i fredags, där inflationsutfallet för februari faktiskt var lite högre än prognosen i den inflationsrapport som vi publicerat idag. Enskilda månadssiffror för inflationen är emellertid svåra att prognostisera och nästa månad kan prognosen lika gärna slå fel åt andra hållet.

I huvudscenariot antas också produktiviteten följa det normala konjunkturmönstret, men liksom i fallet med effekterna av den internationella konkurrensen finns argument för att detta mönster både kan innebära en under- och överskattning av den framtida utvecklingen. Den sammanvägda bedömningen av de olika riskfaktorerna är att riskbilden är balanserad, dvs. att riskerna för att inflation blir högre än i huvudscenariot är lika stora som riskerna för att inflationen blir lägre. När vi tar hänsyn till riskbilden ändras alltså inte den bedömning vi gjort. Inflationen de närmaste två åren blir låg och först i slutet på perioden i linje med målet.

Några avvägningar

Startpunkten för vår diskussion om reporäntans utveckling framöver är den bedömning av inflationen de närmaste åren jag nyss redovisat. Låt mig i sammanhanget poängtera att penningpolitiken inte bedrivs enligt en mekanisk regel, även om det ibland förefaller ha uppfattats så. Det finns även andra aspekter än inflationen ett till två år framåt som måste vägas in vid ett räntebeslut.

Under fjolåret uppstod, på motsvarande sätt som idag, ett läge där de prognoser som gjordes pekade på att inflationen skulle komma att ligga under målet under nästan hela den närmaste tvåårsperioden, även om den beräknades vara i linje med målet på två års sikt. Ett skäl till att vi då valde att inte sänka räntan – och som är giltigt även idag – var att vi såg att efterfrågan redan utvecklades starkt. Penningpolitiken föreföll alltså ha fått önskad effekt. Denna utveckling har förstärkts i och med att företagets investeringar nu tycks ha börjat ta fart på allvar samtidigt som hushållens konsumtion också är starkare. Med andra ord rullar hjulen i ekonomin redan i god takt och tillväxten överstiger vad som bedöms vara långsiktigt hållbart. Därmed skulle en sänkning nu antagligen i praktiken innebära att vi skulle bli tvingade att höja räntan desto snabbare längre fram. Argumentet handlar således om att försöka undvika alltför stora svängningar i realekonomin och ränteläget.

En annan och delvis relaterad aspekt, som vi också kan ha skäl att väga in när vi fattar beslut om reporäntan är att den låga inflationen till stor del är ett resultat av att priserna på vissa produkter utvecklats påfallande svagt på grund av ökad konkurrens, t.ex. inom livsmedels- och tekobranscherna. Det är sannolikt inte alltid klokt att fullt ut motverka detta med en kraftigt expansiv politik som driver upp det inhemska efterfrågeläget. Om den prisbilden ändras kan ett alltför högt

pristryck visa sig ha etablerats, vilket det sedan kan bli svårt att bryta. Hur varaktiga effekter på inflationen prissänkningarna på vissa produkter får återstå också att se. Även detta argument kan i grund och botten sägas handla om en strävan att undvika alltför stora svängningar i ränteläget och den reala ekonomin.

Ytterligare en faktor som sedan en tid funnits med i direktionens diskussioner är hushållens snabbväxande skuldbörda och prisutvecklingen på bostäder. Risker inom detta område är något som en del debattörer börjat flagga för. Den bedömning vi tidigare landat i är att vi inte ser någon stor dramatik i utvecklingen. Även om den bedömningen i huvudsak står sig har det ändå undan för undan blivit tydligare att kredit- och husprisutvecklingen är ett argument mot en än mer expansiv penningpolitik. En räntesänkning följt av en snabbare höjning skulle kunna leda till problem via effekter på hushållens skuldsättning och konsumtion.

Den inflationsbedömning jag redovisade tidigare tyder på en inflation i linje med målet vid slutet av den tvåårsperiod vi normalt inriktar oss på. De resonemang jag just fört motiverar samtidigt en viss försiktighet i räntepolitiken i linje med det förtydligande om penningpolitiken Riksbanken gjorde 1999. Sammantaget talar de argument jag fört fram för att lämna reporäntan oförändrad. Det var också det beslut vi tog igår.

Som vanligt finns det skäl att understryka att även om detta är den bedömning vi idag gör så kan förstås förutsättningarna komma att ändras framöver. Mycket kan hända, alltifrån att obalanserna i USA resulterar i finansiell oro som bromsar den internationella konjunkturuppgången påtagligt, till att kredit- och skulduvecklingen i Sverige visar sig bli betydligt mer bekymmersam än vad som idag förutses. Det kan också visa sig att vi över- eller underskattat effekten på inflationen av förändringar i konkurrenstrycket. Påståenden i media om att Riksbanken stängt dörrar för både det ena och det andra agerandet framöver är alltså som vanligt missvisande.

Avslutande reflektioner

Låt mig avsluta med några mer allmänna reflektioner om de villkor som penningpolitiken verkar under och vilka förväntningar man kan ha på den. Även om utvecklingen sedan politikomläggningen i början på 1990-talet varit anmärkningsvärt god har detta, som vi i efterhand kan konstatera, inte hindrat att inflationen periodvis avvikit ganska mycket från målet och att produktion och sysselsättning fluktuerat en del.

Vad som är viktigt att ha klart för sig är att det oundvikligen då och då sker snabba förändringar i ekonomin och inflationen som inte kan förutses eller pareras fullt ut på kort sikt. Ingen centralbank kan därför styra inflationen och konjunkturen till alla delar över tiden. Vad penningpolitiken normalt bör kunna åstadkomma är att säkra en inflation som över ett antal år är tämligen väl i linje med inflationsmålet. Därmed bör också förutsättningarna för en stabil utveckling av efterfrågan i ekonomin förbättras. Detta bör i sin tur bidra till att mildra svängningarna i den konjunkturellt betingade delen av arbetslösheten, även om sambandet mel-

- lan efterfrågeutvecklingen och arbetslösheten inte alltid behöver vara speciellt starkt, vilket inte minst utvecklingen på senare tid visat.

Lika viktigt att inse är att penningpolitiken, och för den delen stabiliseringspolitiken i stort, inte kan användas för att varaktigt höja tillväxten och minska arbetslösheten. Om man vill åstadkomma en bestående högre sysselsättningsgrad och lägre arbetslöshet handlar det i allt väsentligt om att istället försöka påverka den strukturella delen av arbetslösheten, dvs. den del som inte beror på att efterfrågan på varor och tjänster i ekonomin fluktuerar upp och ned. Det är då helt andra åtgärder än penningpolitik som måste till. Det kan handla om hur drivkrafterna för företagande kan förbättras och om hur arbetsmarknaden kan fås att fungera så effektivt som möjligt.

Det är angeläget att penningpolitiken diskuteras och utvärderas, men det är också viktigt att diskussionen om den ekonomiska politiken och utvecklingen som helhet utgår från en realistisk syn på vad penningpolitiken kan åstadkomma. Därmed ökar möjligheterna att den hjälper oss i vårt arbete att föra en så bra penningpolitik som möjligt.

Tack