

FÖRHANDLINGAR

Nationalekonomiska Föreningen

1998-02-18

Sammanfattade och redigerade av Helena Matheou

Ordförande: **Ulf Dahlsten**

Inledare: riksbankschef **Urban Bäckström**, chefsekonom **Nils Lundgren**, chefs-ekonom **Irma Rosenberg**, professor **Claes-Henric Siven**

Övriga debattdeltagare: **Pehr Wissén**, **Gunnar Örn**, **Klas Eklund**

Fem år med inflationsmål

Ulf Dahlsten

Jag hälsar er välkomna till Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar som i kväll handlar om Riksbanken och vi hälsar riksbankschefen Urban Bäckström välkommen. Det har ju blivit en tradition att vi har ett möte varje år där vi får tillfälle att utbyta synpunkter med och kring Riksbanken med riksbankschefen. Och vi är väldigt glada för att den traditionen har kunna vidmakthållas.

Diskussionen "Fem år med inflationsmål" kommer att inledas av riksbankschefen Urban Bäckström. Därefter kommer vi att få två kommentatorer. Irma Rosenberg som har varit anställd på Riksbanken i tio år med ansvar för prognosverksamhet, innan hon kom till Konjunkturinstitutet och arbetade med forskning och utredningsverksamhet. Nu är hon chefsekonom på Posten, och hon förväntas ha synpunkter på hur man använder inflationsmålet. Och så har vi Nils Lundgren, chefsekonom på Nordbanken som inte behöver någon ytterligare presentation kanske, men som har deltagit i debatten bl a kring frågor om tillväxt, sysselsättning och inflation, som bekant, och sam-

spelet mellan dem i den ekonomiska politiken – hur de påverkar olika politikområden och vi kan vänta oss sådana infallsvinklar från det hållet. Sen har vi en extra opponent, en tredje opponent, och det är Claes-Henric Siven som är professor och kommer att ge synpunkter på det historiska perspektivet. Inflationsmålet i ett hundraårigt perspektiv. Med detta så vill jag då lämna ordet först till riksbankschefen Urban Bäckström. Varsågod.

Urban Bäckström

Tack för inbjudan att för fjärde gången få komma till Nationalekonomiska Föreningen och diskutera penningpolitik. Under de år som har gått har jag i tur och ordning diskuterat "Prisstabilitet och penningpolitik" (1995), "Riksbanken och penningpolitiken" (1996) och "Penningpolitiken och arbetslösheten" (1997). Kallelsen till dagens förhandlingar i Föreningen har rubriken "Fem år med inflationsmål". Det har nämligen gått fem år sedan Riksbanksfullmäktige den 14 januari 1993 fattade beslutet att inrikta penningpolitiken i vårt land mot ett uttalat inflationsmål. Beslutet innebar att föränd-

ringen av konsumentprisindex från och med 1995 skulle begränsas till två procent med ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet. För 1993 och 1994 skulle penningpolitiken inriktas på att förhindra en uppgång i den underliggande inflationstakten.

Riksbanksfullmäktige fattade beslutet under ganska stor tidspress. Tiden för djupare analys var begränsad. Den fasta växelkursregimen hade tvingats överges den 19 november 1992. Även om man kan konstatera att beslutet var förutseende och att den nya regimen i allt väsentligt så här långt har fungerat bra, finns det skäl att efter fem år beröra några aspekter av den penningpolitiska uppläggningsen. Jag tänker i mitt föredrag här i kväll ta upp följande frågor: Hur är inflationsmålet konstruerat? Finns det anledning att ändra formuleringen av målet? Hur bör penningpolitiken bedrivas för att målet skall nås? I vilken utsträckning kan och bör Riksbanken ta hänsyn till reala faktorer som tillväxt och sysselsättning? Varför är öppenhet och tydlighet viktigt för penningpolitiken? Har inflationsmålet uppfyllts? Därefter kommer jag att kort blicka tillbaka på den förda penningpolitiken för att till sist sammanfatta och se framåt.

Att inrikta penningpolitiken mot låg inflation, eller prisstabilitet, är ingen ny tanke. Den diskuterades faktiskt redan av den kände svenske nationalekonomen Knut Wicksell. Det för oss här i kväll kanske särskilt intressanta med den diskussionen var att den fördes här i Nationalekonomiska Föreningen och den fördes för i dagarna 100 år sedan. Det var närmare bestämt den 14 april 1898 som Wicksell höll ett föredrag om "Penningräntans betydelse för varupriser". Han föreslog att penningpolitiken borde inriktas på prisstabilitet. Anförandet byggde på ett arbete som publicerats på tyska, men föredraget i Nationalekonomiska Föreningen var första gången han redogjorde för sina idéer för en svensk publik. Wicksell

inledde sitt anförande med följande ord:

"Många ord behövas icke för att bevisa vigten af, att penningens bytesvärde eller, hvilket är det samma, blott från motsatta sidan sedt, varuprisens allmänna nivå behållas vid en såvidt möjligt fast och oföränderlig höjd. Penningen är ju och blir för hvarje dag alltmera mätaren för alla värden, grundvalen för alla förmögenhetsaftal: alla varor bytas mot penningar, och icke blott detta, utan vi producera endast för att byta och byta mot penningar. Hvad kan då vara viktigare än, att det, som utgör måttstocken för allt annat, sjelft förblir oföränderligt till sin storlek?"

Wicksell fortsatte och framhöll att det var

"temligen säkert, att alla intressen bäst skulle vara betjenta med, om likaren för värdet hölles lika minutiöst oföränderligt som likaren för mått, mål och vikt."

Wicksells viktiga poäng, som även finns beaktad i dagens inflationsmål, var att det är lika viktigt att undvika såväl inflation som deflation. Hans synpunkter kom med tiden att spela en central roll för den nationalekonomiska forskningen och för penningpolitiken på många sätt bl a i Sverige.

Drygt trettio år senare, när Sverige tvingades lämna guldmyntfoten i september 1931, deklarerade den svenska regeringen och Riksbanken att målet för penningpolitiken skulle vara att "med till buds stående medel bevara den svenska kronans inhemska köpkraft". Riksbanken blev med detta steg den första centralbank som öppet gjorde prisstabilisering till norm för den förda penningpolitiken.

Mot denna bakgrund kan man säga att Riksbankens beslut i januari 1993 om att införa ett inflationsmål vilade på en solid svensk tradition. Att inflationen i Sverige var cirka två procent i genomsnitt per år

mellan 1830 och 1970 förstärker ytterligare den slutsatsen.

Jag tror inte man kan sägas förvanska språket om man byter ut ordet inflationsmål mot prisstabilitetsmål, med tanke på mätfel och annat som konsumentprisindex kan innehålla. Ordet prisstabilitetsmål tycker jag också har en bättre klang och tydligare visar vad dagens mål egentligen handlar om. Det handlar inte om att uppnå en viss inflationstakt, utan snarare om att undvika såväl inflation som deflation, d v s att uppnå och vidmakthålla prisstabilitet. Jag skall därför i fortsättningen använda begreppet prisstabilitetsmål i stället för inflationsmål.

Sverige är inte ensamt om att använda ett explicit prisstabilitetsmål. Det gör man också i t ex Nya Zeeland, Australien, Kanada och Storbritannien. Men även i de allra flesta andra industriländer inriktas penningpolitiken numera mot prisstabilitet, även om det sker med hjälp av sk intermediära eller mellanliggande mål såsom fast växelkurs eller penningmängdsmål.

Det är framför allt en växande samsyn inom tre områden som gjort att allt fler länder numera inriktar sin penningpolitik på långsiktig prisstabilitet. För det första har man kommit till insikten att det inte tycks finnas något stabilt långsiktigt utbytesförhållande mellan inflation och reala faktorer som t ex produktion och sysselsättning. Penningpolitiken kan endast påverka nivån på inflationen på lång sikt. För det andra är de flesta ense om att i den mån penningpolitiken har någon betydelse för reala storheter över huvud taget, så tycks sambandet vara att prisstabilitet i sig kan bidra positivt till den långsiktiga produktivitetstillväxten. För det tredje anser man att en alltför kortsiktig inriktad ekonomisk politik tenderar att leda till en trendmässigt högre inflation.

Vid första anblicken förefaller penningpolitik med hjälp av ett prisstabilitetsmål som relativt enkelt. Det handlar i grund och botten om att reglera mängden

slutliga betalningsmedel, med hjälp av styrräntan, så att den håller sig på en "lagom" nivå i förhållande till värdet på landets produktion. Men inflationsprocessen är komplicerad och penningpolitikens effekter på ekonomin verkar med lång och varierande eftersläpning. Centralbanken har därmed endast en indirekt kontroll över inflationen. Det reser en hel del frågor om prisstabilitetsmålets praktiska konstruktion.

Vid valet av målvariabel bör ett mått som täcker en så stor del som möjligt av prisbildningen i ekonomin användas. Måttet bör alltså vara relaterat till individers och hushålls välfärd samt vara väl känt. Det bör vidare publiceras regelbundet med liten eftersläpning och inte revideras alltför ofta. Det talar för att konsumentprisindex eller någon variant av detta är att föredra framför andra tillgängliga mått, som t ex BNP-deflatorn eller producentprisindex.

Penningpolitiska åtgärder har emellertid begränsade möjligheter att omedelbart motverka tillfälliga prisrörelser som är en följd av störningar av olika slag, som t ex plötsliga förändringar i växelkursen, indirekta skatter och subventioner, råvarupriser etc. Drastiska penningpolitiska åtgärder skulle möjligen ha effekt, men de skulle samtidigt destabilisera den reala ekonomin. Därmed är det inte önskvärt att motverka de direkta effekterna av sådana störningar, såvida de inte påverkar inflationsförväntningarna och därmed får mer bestående effekter på den inhemska prisbildningsprocessen. Inte heller är det rimligt att penningpolitiken söker motverka räntans inverkan på t ex konsumentpriserna. Det skulle i så fall innebära att penningpolitiken så att säga skulle jaga sin egen svans. Sett över en hel konjunkturcykel tar ränteeffekterna på den upp- och nedgående inflationen ut varandra.

En idealisk målvariabel bör alltså återspegla den långsiktiga och trendmässiga inflationsprocessen, men inte nödvändigtvis temporära prisrörelser. Det är dock

svårt att på förhand i olika mått separera tillfälliga prisrörelser från mer varaktiga inflationsimpulser. Därför kan det vara svårt att i förväg veta vilket mått, som i efterhand, visar sig vara det mest lämpliga.

Ytterligare en aspekt på valet av målvariabel är att den också bör medge möjligheter till internationella prisjämförelser.

Riksbanken valde ursprungligen konsumentprisindex (KPI) som målvariabel. Jag har redan konstaterat att KPI, eller någon variant på detta mått, är att föredra framför andra redan tillgängliga prisindex. Allmänheten skulle inte känna igen sig om ett mått på den underliggande inflationstakten i stället valdes, eftersom det kräver speciella beräkningar för att separera ut tillfälliga prisrörelser. Där emot är det viktigt att i inflationsrapporter m m analysera olika mått på den underliggande inflationen för att fördjupa förståelsen och kunskapen kring temporära effekter i inflationsprocessen. Steg i den riktningen togs i inflationsrapporten i december när ett särskilt avsnitt infördes om de temporära effekterna och genom att ett särskilt diagram publicerades för prognosen för ett av de olika måtten på den underliggande inflationen, som Riksbanken arbetar med. Det är som sagt den långsiktiga och trendmässiga inflationsprocessen som bör stå i förgrunden när penningpolitiken läggs upp.

Inte heller finns skäl att i dagsläget byta till det harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP), vars syfte är att bli ett internationellt jämförbart inflationsmått. Harmoniseringsarbetet är inte avslutat. HIKPs korta historia innebär också att det är tämligen okänt och endast i begränsad utsträckning använts som inflationsmått hittills.

Riksbanken valde 1993 ett prisstabilitetsmål på två procent. Det finns inga vetenskapliga belegg för att *just* två procent – och inte exempelvis 1,5 eller 2,5 procent – är den mest lämpliga nivån för ett prisstabilitetsmål.

Att inte välja ett lägre mål än två procent kan dock motiveras av följande skäl. För det första tyder mycket på att inflationen mätt med KPI överskattar den faktiska inflationen i ett flertal länder. För det andra kan ett för lågt satt prisstabilitetsmål orsaka problem om de nominella lönelönelnerna är trögrörliga nedåt, vilket antagligen är fallet. Anpassningar efter störningar i ekonomin sker då i onödigt hög utsträckning genom minskad sysselsättning, eftersom det är det enda sättet att minska den totala lönesumman om inflationen varaktigt är obefintlig.

Att inte välja ett prisstabilitetsmål som ligger över två procent hänger samman med att inflationen är skadlig för ekonomin ju högre den blir. Dessutom strävar länderna i Europa efter en inflationstakt på den nivån.

Till detta kommer att det finns en växande samsyn bland ekonomer när det gäller vilken ungefärlig nivå på inflationen som det är rimligt att sträva mot. Den välkände nationalekonomen och numera biträdande chefen för Internationella Valutafonden Stanley Fischer har i artikeln "Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?", *Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium*, Jackson Hole, Wyoming, augusti 1996, sammanfattat den rådande uppfattningen så här:

"These arguments point to a target inflation rate in the 1 to 3 percent range; more specifically, they suggest that inflation should be targeted at about 2 percent, to stay within a range of 1 to 3 percent per year."

En viktig egenskap hos en målvariabel är dess kontrollerbarhet. En hög kontrollerbarhet innebär att penningpolitiken kan utformas så att målvariabelns avvikelse från målet blir liten. Kontrollerbarheten bestäms av förekomsten och omfattningen av olika typer av störningar samt penningpolitikens möjligheter att motverka dessa störningar. Graden av kontrollerbarhet bör bestämma toleransintervallets bredd.

Här ställs den som formulerar toleransintervall inför en svår avvägning. Å ena sidan innebär ett brett toleransintervall att penningpolitiken kan bedrivas med stor flexibilitet. Temporära inflationsimpulser kan enkelt släppas igenom utan att centralbanken närmare behöver förklara detta. Andra typer av störningar som mer varaktigt påverkar inflationen uppåt eller nedåt behöver inte utlösa snabba och kraftiga reaktioner.

Det finns dock en annan sida, som väger tungt särskilt när förtroendet för låg-inflationsregimen skall etableras och som talar i andra riktningen. Ett brett toleransintervall kan nämligen uppfattas som att centralbanken lägger liten vikt vid att uppnå sitt mål. Det kan leda till att inflationsförväntningarna ställer in sig på en högre nivå än önskvärt. Kostnaderna för att vidmakthålla den långsiktiga prisstabiliteten blir större i termer av tillväxt och sysselsättning när förväntningarna avviker från målet.

En hög grad av flexibilitet i penningpolitiken på kort sikt brukar allmänt uppfattas som något positivt. Centralbanken behöver inte agera så "strängt" med styrräntan. Men paradoxalt nog kan denna flexibilitet över tiden tvinga fram en högre styrränta än annars till följd av att allmänheten bygger in förväntningar i sitt beteende om högre inflation än den som centralbanken strävar mot.

Det finns idag inga starka argument som talar för en ändring av toleransgränsen. Det underskridande av toleransgränsen som skett under senare år har i allt väsentligt varit ett resultat av temporära effekter. Tiden med prisstabilitetsmål har varit för kort för att man skall kunna dra några bestämda slutsatser av målvariabelns kontrollerbarhet. Däremot är det viktigt att klargöra att toleransintervall anger det intervall som målvariabeln normalt sett förväntas röra sig inom och att dess syfte är att indikera hur kontrollerbar målvariabeln är. Trots det kan det inte uteslutas att inflationen ändå kan hamna

utanför intervallet. I sådana fall är det särskilt viktigt att Riksbanken klart deklarerar sin syn på orsakerna och hur inflationen skall bringas tillbaka till målet.

En fråga som hänger samman med valet av bredd på toleransintervall är längden på den tidsperiod över vilken måluppfyllelsen i efterhand skall utvärderas. Riksbanken har tidigare talat om att det bör ske i ett "årligt perspektiv".

Ett sätt att öka sannolikheten för måluppfyllelse är att utsträcka den tidsperiod över vilken måluppfyllelsen ska utvärderas. Det är lättare att hålla den genomsnittliga inflationen nära prisstabilitetsmålet över t ex en två-årsperiod än över en ett-årsperiod främst därför att temporära störningar jämnas ut. Men en nackdel med en förlängning av utvärderingsperioden är att prisstabilitetsmålet roll som "ankare" för inflationsförväntningarna kan minska. Att förlänga utvärderingshorisonten har alltså liknande för- och nackdelar som att vidga toleransintervallens bredd.

Slutsatsen är att utvärderingen av prisstabilitetsmålet även i fortsättningen bör ske i ett lite längre, "årligt perspektiv". Det finns emellertid anledning att förtydliga detta begrepp. Utvärderingen behöver inte begränsas till att avse kalenderår. En möjlighet är att flytta fram horisonten så att utvärderingen hela tiden gäller ett löpande glidande genomsnitt av tolv månaderstalen under de senaste tolv månaderna, oavsett om dessa utgör ett kalenderår eller ej.

Inflationsrapporterna bör användas för att fortlöpande utvärdera den förda penningpolitiken. Diagram som belyser hur väl målet nåtts kommer att publiceras. Samtidigt kommer den tidigare utvecklingen och graden av måluppfyllelse att kommenteras särskilt. Detta bör kunna ge ett bra underlag för den penningpolitiska diskussionen.

Att centralbanken tilldelas uppgiften att sträva efter låg inflation skall inte uppfattas som att detta är det enda och slutli-

ga målet för hela den ekonomiska politiken. Skälet till att centralbanken ges den uppgiften är att låg inflation är ett medel att nå de vidare och mer övergripande målen för den ekonomiska politiken i stort.

Penningpolitik som bedrivs med hjälp av ett prisstabilitetsmål brukar ibland kritiseras för att inte ta hänsyn till reala variabler som t ex tillväxt och sysselsättning. I grund och botten är det dock fel att säga att penningpolitiken bortser från den reala ekonomin även om den har prisstabilitet som mål. En politik som styrs av ett prisstabilitetsmål tar nämligen indirekt hänsyn till tillväxten och resursutnyttjandet i ekonomin på flera olika sätt.

Ett tydligt exempel på detta är att politiken syftar till att nå målet två procent. Det innebär att det är lika viktigt att undvika inflation som det är att undvika deflation. Eftersom det vanligen är resursutnyttjandet i ekonomin som styr den underliggande inflationsprocessen, innebär det att penningpolitiken närmast automatiskt söker undvika att resursutnyttjandet faller till låga nivåer, liksom att det stiger på ett sätt som riskerar att inflationen tar fart. Över tiden skapas därmed normalt sett förutsättningar för att ekonomin skall kunna expandera längs sin långsiktiga tillväxtbana.

Även valet av styrhorisont har betydelse för utvecklingen av resursutnyttjandet i ekonomin och graden av variationer i tillväxten eller efterfrågan på kort sikt. Styrhorisonten är ett framåtblickande begrepp som har att göra med över hur lång sikt penningpolitiken riktas in för att uppnå prisstabilitetsmålet.

En alltför kort styrhorisont gör att det kan krävas kraftiga förändringar av styrrentan för att nå målet. Dessa kraftiga ränteförändringar kan resultera i önskat stora variationer i tillväxt och sysselsättning och riskerar att få penningpolitiken att framstå som alltför ryckig. Å andra sidan kan en alltför lång styrhorisont visserligen leda till större kortsiktig stabilitet

i tillväxt och sysselsättning, men innebära att inflationen varierar mer. Det kan i sin tur försvaga tilltron till låginflationspolitiken och leda till att styrrentan över tiden kommer att ligga högre än vad som annars är nödvändigt. Även om det inte finns ett långsiktigt utbytesförhållande mellan nivån på inflationstakten, å ena sidan, och tillväxt och sysselsättning, å den andra, är det fullt klart att det finns ett val mellan variationen i inflationen och variationen i utvecklingen i den reala ekonomin.

Själva begreppet styrhorisont är ett uttryck för hänsynstagande till reala faktorer som tillväxt och sysselsättning. Att försöka uppnå prisstabilitetsmålet på tämligen kort horisont kräver kraftiga ränteförändringar och snabba omslag i penningpolitiken. Flera skäl finns för att i stället välja en längre horisont och vidta en gradvis anpassning av penningpolitiken.

Mot denna bakgrund har Riksbanken valt en styrhorisont som ligger ett till två år framåt i tiden. I linje med detta analyserar vi inflationsutsikterna i inflationsrapporterna i huvudsak i samma perspektiv. Vid en kraftig utbudschock i form av t ex en omfattande uppgång av internationella råoljepriser skulle det också kunna bli aktuellt att utsträcka styrhorisonten. Även en finansiell störning någonstans i världen skulle kunna få till konsekvens att inflationen tillfälligt hamnade utanför toleransintervallet. Då måste emellertid Riksbanken tydligt motivera hur och på vilken sikt som inflationen kan förväntas återgå till målet. Risken finns annars att inflationsförväntningarna och inflationsprocessen påverkas.

En stor fördel med en penningpolitik inriktad på ett tydligt fastställt prisstabilitetsmål är att den går bra att kombinera med öppenhet vad gäller Riksbankens agerande. Det blir förhållandevis tydligt hur politiken fungerar, vilket bör underlätta strävandena att få allmänheten att sluta upp bakom målet. Marknadsaktörerna kan få en klar bild av vad som styr

Riksbankens agerande. Prisstabilitetsmålet är ett medel att stabilisera förväntningarna om hur penningpolitiken agerar. Därför är det viktigt med öppenhet för att få penningpolitiken att fungera effektivt. Brist på öppenhet och tydlighet gör det svårare för inflationsförväntningarna att ställa in sig på målet. Det kan i sin tur göra det svårare att uppnå en hög och stabil tillväxt.

Mot denna bakgrund har Riksbanken arbetat för större öppenhet under de senaste åren. En del av arbetet bedrivs internt. Ju bättre politikens analysunderlag är, desto lättare blir det att formulera, motivera och förklara politiken. Därför satsar Riksbanken resurser på forskning och avancerat utredningsarbete. Men Riksbanken arbetar också på olika sätt med extern verksamhet som syftar till att öka insynen i och kunskapen om banken och dess politik. Det har bl a tagit sig uttryck i medverkan i öppna utskottsförhör i riksdagen, inflationsrapporter, tal, artiklar, diskussioner samt olika former av seminarier och publicering av expertpromemorior. Arbetet har efter hand skapat större insikt om hur penningpolitiken arbetar hos såväl marknadsaktörer som hos en bredare allmänhet. De undersökningar som Riksbanken löpande låter göra visar glädjande nog att uppslutningen hos svenska folket för prisstabilitetsmålet är mycket god och att en majoritet på det hela taget stöder den penningpolitiska inriktningen.

Kraven på öppenhet kommer framöver att öka än mer. Det hänger samman med Riksbankens ökade självständighet. Fem politiska partier vill lagstadga om prisstabilitetsmålet och öka Riksbankens självständighet. Det senare är dock något som i den allmänna diskussionen ibland misstolkas genom att man talar om att Riksbanken blir "oberoende". Riksbanken kommer även i fortsättningen att vara rikets centralbank, en myndighet under riksdagen. En ökad självständighet och en tydlig delegering till Riksbanken stäl-

ler höga krav på möjlighet till insyn och utvärdering av bankens verksamhet. Penningpolitikens uppläggning måste uppfattas som legitim.

Detta innebär att processen mot ökad öppenhet bör fortsätta att utvecklas så långt det är rimligt och möjligt. Det finns t ex skäl för överväga om inte protokollen från den nya direktionens sammanträden bör vara öppna även om det sker med viss tidsförlängning. Det är en ordning som på något olika sätt redan finns i USA och i Storbritannien och som åtminstone så här långt förefaller fungera bra. Om en sådan ordning bör lagfästas eller prövas av den nya direktionen är en fråga som Riksbankens huvudman, riksdagen, har att fatta beslut om.

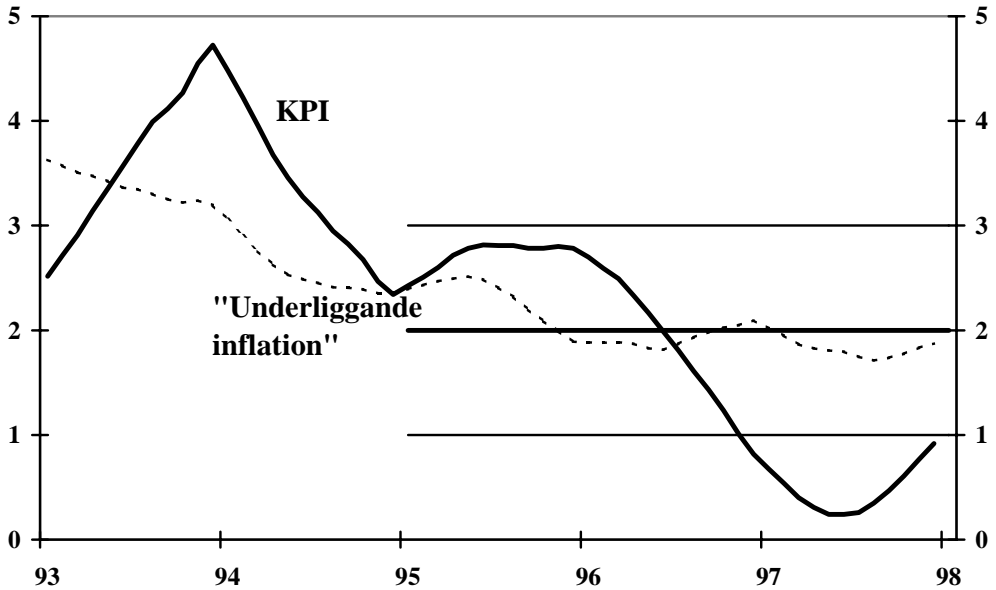
En ytterligare fördel med ett explicit prisstabilitetsmål är att den förda penningpolitiken kan utvärderas. Utvärderingen bör alltså göras i ett lite längre, "årligt perspektiv". En möjlighet är att använda sig av genomsnitt av rullande tolv månaderstal av KPI, se *Figur 1*. I detta diagram finns dessutom ett mått på "underliggande inflation", beräknat på samma sätt.

Av *Figur 1* framgår att den underliggande inflationen föll successivt under loppet av 1993 och 1994, vilket var i linje med den målsättning som fullmäktige satte upp för dessa år.

Sedan målet formellt trädde i kraft 1995 har inflationen, mätt med KPI, i genomsnitt varit 1,5 procent. Utfallet under dessa tre år ligger därmed relativt nära målet och väl inom toleransintervallet. Inflationen hamnade dock, mätt som ett rullande genomsnitt, under den lägre toleransgränsen under 1997. Man kan därför säga att Riksbanken inte uppfyllde prisstabilitetsmålet under detta år. Samtidigt är det viktigt att inse att avvikelser från målet nästan uteslutande hänger samman med förekomsten av tydligt identifierbara temporära effekter. Det framgår av utvecklingen av den underliggande inflationen. Detta bestyrks också av att den fak-

Figur 1 Faktisk och underliggande inflation i ett "årligt perspektiv" 1993–1997

Löpande genomsnitt av rullande tolv månaderstal



Källa: SCB och Riksbanken

Anm: Diagrammet visar ett av flera mått på den underliggande inflationen som Riksbanken arbetar med. Definitionen i detta mått är KPI exkl indirekta skatter och subventioner, räntekostnader för egna hem samt priser på varor och tjänster som huvudsakligen importeras. Det brukar kallas för den inhemska underliggande inflationen, UNDINH. Tanken med att i detta sammanhang redovisa UNDINH som mått på underliggande inflation är inte för att upphöja dess roll eller att måttet i alla lägen skulle vara det bästa måttet på underliggande inflation. Motivet till att här använda ett mått som korregerar för priser också på importerade varor är att kronans kurssvängningar framför allt berott på snabba förändringar i förtroendet för budgetsaneringen. Ett problem med måttet är dock att mer långsiktigt strukturella effekter som härstammar från handelsutbytet rensas bort.

tiska inflationen, som väntat, stigit ganska snabbt under senare tid i takt med att de temporära effekterna successivt börjat försvinna ur tolv månaderstalen. Den faktiska inflationen har alltså närmast sig den underliggande.

Det har förekommit en diskussion om huruvida Riksbanken agerar symmetriskt eller inte. Är det m a o lika viktigt att undvika att målets överskrids som att det underskrids? Svaret på den fråga är ett kategoriskt ja. Riksbanken siktar på att uppnå en inflation som ligger på två procent. Varken mer eller mindre.

Eftersom det är enkelt att utvärdera penningpolitiken är det i praktiken omöjligt för Riksbanken att i längden vara asymmetrisk i sin syn på prisstabilitetsmålet. Det skulle i så fall i efterhand avslöjas. Efter bara tre år med prisstabilitetsmålspolitik är det naturligtvis för tidigt att slutligen utvärdera politiken. När inverkan av temporära effekter beaktas är det dock svårt att driva hem tesen att Riksbanken skulle ha agerat asymmetriskt.

Utvecklingen under 1996 och 1997 visar att inflationen, mätt med KPI, ibland

kan avvika från målet och t o m hamna utanför toleransintervallet. Det viktiga då är att Riksbanken ger en förklaring till det inträffade. Vi måste i en sådan situation göra troligt att inflationen gradvis kommer tillbaka till två procent. Om det är temporära effekter, som ligger bakom avvikelsen, bör Riksbanken visa detta. Normalt bör det, som jag sagt tidigare, inte påverka den förda penningpolitiken såvida inte inflationsförväntningarna påverkas. Beror en avvikelse från målet – och toleransintervallet – på mer bestående effekter bör styrräntan användas för att lotsa tillbaka inflationen till målet, inom den tidsperiod som penningpolitiken verkar.

Under de fem år som gått sedan prisstabilitetsmålet beslutades har den främsta uppgiften för penningpolitiken varit att skapa trovärdighet för prisstabilitetsmålet och för den nya regimen. Graden av trovärdighet för prisstabilitetsmålet beror på i vad mån allmänheten litar på att inflationstakten varaktigt kommer att ligga kring målet.

Brist på trovärdighet tar sig olika uttryck. För det första måste penningpolitiken vara stramare än vad som annars vore nödvändigt, och resursutnyttjandet i ekonomin följaktligen lägre, för att motverka de inflationsimpulser som de höga inflationsförväntningarna orsakar. (Det är enkelt att se om man utgår från den välbekanta förväntningsstyrda Phillipskurvan. Om produktionsgapet är noll, är inflationen, enligt den här modellen konstant och lika med den förväntade inflationstakten. Om den förväntade inflationstakten ligger kring 2 procent blir alltså den faktiska inflationen 2 procent i en sådan situation. Ligger den förväntade inflationen i stället kring 4 procent, måste den faktiska produktionen vara lägre än den potentiella för att inflationen skall ligga kring målets 2 procent.)

För det andra innebär brist på trovärdighet att utrymmet för stabilisering av reala faktorer som t ex produktionen är begränsat. Försök i den riktningen kan

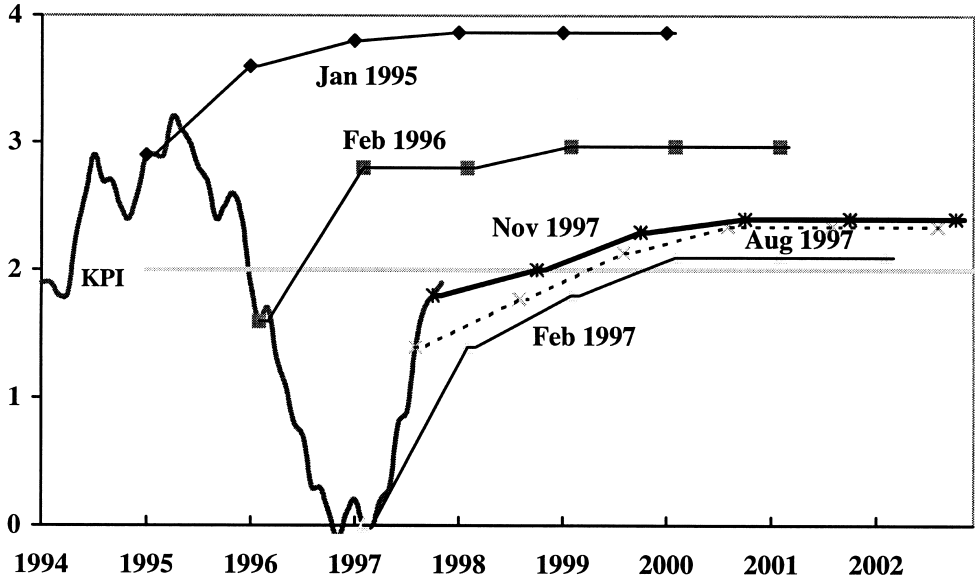
uppfattas som att centralbanken lägger mindre vikt vid prisstabilitetsmålet i ett medelfristigt och långsiktigt perspektiv. Det kan i sin tur försvaga trovärdigheten ytterligare, driva upp långa räntor, inverka negativt i avtalsförhandlingar o s v. Om centralbanken ändå väljer att bortse från trovärdighetsproblem och bedriver en expansiv penningpolitik som leder till att målet överskrids, blir det än svårare att i framtiden få bukt med inflationsförväntningarna.

Mot bakgrund av de realekonomiska kostnader som en brist på trovärdighet innebär är det väsentligt att inflationsförväntningarna så snabbt som möjlig kommer i linje med prisstabilitetsmålet.

Figur 2 visar inflation och inflationsförväntningar hos arbetstagarorganisationer under senare år. De räknade 1995 med en inflationstakt på upp emot fyra procent per år för de kommande fem åren. Förväntningarna för andra grupper visade på motsvarande resultat. Därefter har inflationsförväntningarna gradvis kommit mer i linje med målet och trovärdigheten har följaktligen ökat. Det går naturligtvis inte att dra några precisa slutsatser om nivån på inflationsförväntningarna på basis av enkätundersökningar. Samtidigt finns det gott om andra indikationer som stöder uppfattningen att inflationsförväntningarna låg högt till en början för att sedan gradvis närma sig målet. Utvecklingen i långa räntor och implicita terminsräntor i förhållande till andra länder är två sådana. De högre utfallen av avtalsrörelsen 1995 och inledning av de förhandlingar som nu förs med något lägre utfall är ännu en, o s v.

Det har under de gångna åren varit nödvändigt att inrikta politiken på att successivt stärka trovärdigheten för den nya regimen. Det har varit en uppgift för penningpolitiken, men självfallet också för den ekonomiska politiken i stort. Förtroendet för arbetet med saneringen av statsfinanserna har på ett avgörande sätt påverkat förutsättningarna för penningpo-

Figur 2 Inflation och inflationsförväntningar hos arbetstagarorganisationer



Källa: SCB, Prospera Research och Riksbanken

litiken i olika skeden. Fempartiuppgörelsen om Riksbankens framtida ställning har också haft betydelse.

Bristen på trovärdighet i början av perioden gjorde det nödvändigt att bedriva en stram penningpolitik. Det var viktigt att efterfrågeutvecklingen blev måttlig, i syfte att i lugn takt höja resursutnyttjandet i ekonomin. Vid en snabbare uppgång hade inflationsförväntningarna på omkring fyra procent kunnat medföra att prisstabilitetsmålet överskridits. Perioden med bristande trovärdighet hade då sannolikt blivit längre än den faktiskt blev, med negativ påverkan på ränteläge och långsiktig expansion i ekonomin.

Sammanfattningsvis tycker jag att regimen med prisstabilitetsmål och rörlig växelkurs så här långt har fungerat bra. Det finns inte heller idag anledning att omformulera målet i något avseende.

Under 1993 och 1994 föll den underliggande inflationstakten, vilket var i linje med den målsättning som fullmäktige satte upp. Sedan målet formellt trädde i kraft har inflationen, mätt med KPI, i genom-

snitt varit 1,5 procent per år. Utfallet ligger därmed relativt nära målet och väl inom toleransintervallet. Inflationen hamnade dock under den lägre toleransgränsen under främst 1997. Man kan alltså säga att Riksbanken därmed inte uppfyllde målet under denna period. Samtidigt är det viktigt att inse att avvikelsen nästan uteslutande hänger samman med tydligt identifierbara temporära effekter.

Under de fem år som gått sedan prisstabilitetsmålet fastlades har den främsta uppgiften för penningpolitiken varit att skapa trovärdighet för prisstabilitetsmålet. Penningpolitiken måste under en sådan period vara stramare än vad som annars vore nödvändigt för att målet skall uppnås. Dessutom är utrymmet för stabilisering av den reala ekonomin under en sådan period begränsat. Trovärdigheten har under senare år ökat och inflationsförväntningarna hos allmänheten har successivt konvergerat mot målet.

Första etappen med att uppnå prisstabilitet har alltså passerats. Uppgifterna nu är att vidmakthålla denna stabilitet. Med

bättre förutsättningar i form av ökad trovärdighet, bredare uppslutning bland allmänheten och efter fempartiuppgörelsen som innebär en tydlig delegering av det penningpolitiska ansvaret står Riksbanken väl rustad att ge sig i kast med uppgiften att vidmakthålla prisstabiliteten. När detta väl är sagt måste det samtidigt konstateras att vägen framöver inte är alldeles utan utmaningar. I Europa pågår t ex som bäst bildandet av den monetära unionen, som Sverige valt att tillsvidare stå utanför. Det kommer inte att ställa mindre krav på svensk ekonomisk politik i allmänhet och penningpolitik i synnerhet. Riksbanken måste alltså konsekvent sträva efter prisstabilitet. Då läggs en god grund för tillväxt och sysselsättning. Inhemsk stabilitet är också grunden för extern stabilitet. Med en inflation i linje med målet i Sverige finns det goda skäl att räkna med att den svenska kronan över tiden blir en stabil valuta i ett internationellt perspektiv.

Ulf Dahlsten

Då lämnar jag över ordet till Irma Rosenberg.

Irma Rosenberg

Tack så mycket för det. Jag tänkte börja med att säga några ord om erfarenheterna av inflationsmål allmänt och sedan beröra en fråga som Urban Bäckström också tog upp: Vilken hänsyn ska penningpolitiken ta till den reala ekonomin? Därefter tänkte jag kommentera betydelsen av öppenhet, tydlighet, trovärdighet och självförtroende hos centralbanken och till sist stanna något vid penningpolitikens tidsperspektiv.

Det är inte bara Sverige som har valt att gå över till inflationsmål för penningpolitiken, utan ytterligare 6 à 7 länder. Allmänt måste man säga att erfarenheterna av inflationsmål i dessa länder hittills är goda. Penningpolitiken har utan tvekan

varit framgångsrik i den bemärkelsen att inflationstakten faktiskt har kommit ner ordentligt. De flesta av länderna som gått över till inflationsmål har mer än halverat inflationstakten om man jämför perioden efter det att inflationsmålet införts med perioden innan. Det gäller även i Sverige där vi nu har lyckats få ned inflationen efter att ha misslyckats under två decennier med fast växelkurspolitik. Även den fasta växelkurspolitiken syftade ju egentligen till låg och stabil inflation, men det var inte lika tydligt. Det var naturligt att intresset i första hand stannade vid växelkursen som ju är viktig för ett litet, öppet land. Med ett prisstabilitetsmål sätts fokus direkt på prisutvecklingen och det är nog en viktig orsak till att politiken blivit framgångsrik.

Men man måste också konstatera att prisstabiliseringen inte enbart är penningpolitikens förtjänst. I Sverige har den djupa krisen i början av 1990-talet naturligtvis gjort det lättare att pressa ned inflationen. De kraftiga insatser som man har tvingats göra för att sanera de offentliga finanserna har bidragit till att trycka ned inhemsk efterfrågan. Det är klart att det är lättare att få ner inflationen under sådana omständigheter än under ett mer normalt konjunkturförlopp. Slutligen är det inte bara i Sverige som man har satsat på inflationsbekämpning. Internationellt har inflationen fallit. Det gäller EU-området där ett av konvergenskraven är låg och någorlunda jämn inflation mellan länderna. Det gäller USA där man samtidigt har haft en exempellös högkonjunktur och det har även gällt de nya marknaderna i Östeuropa, Latinamerika och Asien även om de inte är nere på vår nivå. Slutsatsen är att inflationsmålet har fungerat väl, men det är lite svårt att fördela gracerna; det beror inte enbart på penningpolitiken utan även på andra faktorer.

Så till penningpolitik och hänsynen till den reala ekonomin. Jag tror att det finns en ganska bred samsyn idag, åtminstone bland ekonomer, att penningpolitiken inte

kan användas för att skapa hög tillväxt och sysselsättning, utan att det är inflationsmålet som måste stå i förgrunden. Men det betyder inte, som Urban Bäckström också sa, att penningpolitiken inte har några reala effekter. På kort sikt kan den påverka den reala ekonomin. Även om man har ett långsiktigt prisstabilitetsmål och har blicken fäst ett å två år framåt i tiden, så inträffar det oväntade störningar som man kan behöva ta hänsyn till. Ibland är dessa störningar av den arten att de inte skapar någon konflikt för penningpolitiken; det är när en åtstramning motverkar effekterna både på den reala ekonomin och inflationen. Men det finns, å andra sidan, exempel på störningar där kraven på penningpolitiken går åt olika håll. Det är framförallt vid störningar på utbudssidan, utbudshocker. Om man ändrar skattesystemet, t ex höjer indirekta skatter kraftigt, tenderar det att dämpa ekonomin samtidigt som priserna trycks upp. Stramar man då åt penningpolitiken för att motverka prisstegringen tenderar det på kort sikt att skärpa effekterna av den ursprungliga chocken på den reala ekonomin. Det kan också vara effekter från utlandet som kommer via växelkursen och ger höjda importpriser samtidigt som den reala ekonomin påverkas negativt. Används penningpolitiken kraftfullt för att motverka effekterna på prisnivån av oväntade störningar kan det bli för stark medicin för ekonomin.

Ett av skälen till att man har toleransintervallet är att kunna hantera den här typen av chocker. Urban Bäckström uppehöll sig en del vid innebörden av toleransintervallet och hur det används. Han poängterade också att det är viktigt för Riksbanken att agera symmetriskt i förhållande till målet. Alltså: det är lika viktigt att ta hänsyn till om tillfälliga störningar tenderar att blåsa upp inflationen som om de tenderar att trycka ner den. Men när man granskar hur penningpolitiken har förts sedan inflationsmålet infördes, kan man inte undgå intrycket att den

har utformats asymmetriskt. Låt oss t ex se på vad som hände 1994. På våren var man inte särskilt orolig för inflationsriskerna. Under sommaren 1994 började inflationstakten stiga. Riksbanken pekade på ett antal tillfälliga faktorer som drev upp priserna. Det handlade om stigande internationella råvarupriser. Det handlade om stigande priser på livsmedel p g a torka. Men man tog ändå inte konsekvenserna av detta utan valde redan i augusti att inleda en kraftig räntehöjningsprocess. Däremot under 1996 och början av 1997, när ekonomin befann sig i en avmattningsfas och inflationen föll kraftigt, långt under den nedre toleransgränsen, lade man ned mycket kraft på att "förklara bort" den låga prisstegringstakten. Och visst berodde den bl a på räntesänkningarna, men de motverkades i relativt stor utsträckning av höjda indirekta skatter. Det fanns alltså tillfälliga faktorer som påverkade inflationen kraftigt både uppåt och nedåt. 1996 var man visserligen i en räntesänkingsfas men ville inte ta upp att den låga inflationstakten kunde vara ett problem. Effekten om man tillämpar toleransintervallet asymmetriskt kan bli en alltför stram politik i genomsnitt under konjunkturcykeln. Om man förstärker utbudshocker som trycker upp inflationen och ned aktiviteten medan man däremot tar det lugnt när det kommer störningar åt andra hållet, så kan det påverka ekonomin mera långsiktigt.

Punkt nummer tre: öppenhet, tydlighet, trovärdighet. Centralbanker som tillämpar ett prisstabilitetsmål brukar skjuta fram hur viktigt det är med öppenhet och det håller jag verkligen med om. Och jag tror att öppenheten är en av orsakerna till att de flesta i dag är rätt medvetna om vad inflation är. Det talas mycket om inflation. Både hushåll och företag har lärt sig att intressera sig för inflationsciffror. Det är betydligt fler som vet vad inflation är och ungefär var den ligger idag än det var för tio år sedan. Riksbanken har varit föredömlig att genom inflationsrapporterna

föra ut hur man resonerar. Dessa rapporter är mycket ambitiösa och man går igenom i stort sätt alla faktorer som är viktiga i sammanhanget. Periodvis har det ändå varit svårt att förstå varför man har valt att avväga penningpolitiken så som man har gjort. På den punkten har man inte varit så tydlig alla gånger. Ett av skälen tror jag är det som Urban Bäckström berört, nämligen att man har en målvariabel, KPI, som egentligen inte är den man vill titta på. KPI har valts av olika skäl som Urban Bäckström refererade, men när man sedan utvärderar målet tittar man mer på något annat, nämligen underliggande inflation. Det innebär ett lika stort problem som om man som målvariabel har någon form av underliggande inflationsmått, som folk inte känner sig så bekanta med. Det skulle gå ganska snabbt för allmänheten, och framförallt för dem som regelbundet följer penningpolitiken, att lära sig vad ett underliggande inflationsmått är för någonting. Det som är särskilt besvärligt är att KPI publiceras månadsvis medan beräkningarna av underliggande inflation endast publiceras i Riksbankens inflationsrapporter fyra gånger om året. Under mellanliggande månader vet inte aktörer, som tycker att det är viktigt att bevaka inflationen, vad en ny inflationssiffra innebär och hur den underliggande inflationen utvecklas. Jag tror att upplägget borde ändras på något sätt. Det finns ju faktiskt möjligheten att uppdra åt SCB att beräkna någon form av underliggande inflation och publicera denna regelbundet.

När det gäller tydlighet, öppenhet och att skapa förtroende valde Urban Bäckström formuleringen att öppenhet är ett offensivt vapen i penningpolitiken. Detta är mycket viktigt, men här tycker jag inte att Riksbanken har utnyttjat sina möjligheter fullt ut. På marknaden, som man ofta hänvisar till i de här sammanhangen, studerar man mycket noga de uttalanden en centralbank gör och hur den agerar. Och om centralbanken genom sitt

agerande visar att det finns anledning att vara skeptisk till utvecklingen i ekonomin påverkar det förväntningarna och förtroendet för den ekonomiska politiken. Särskilt viktigt för förtroendet har saneringen av de offentliga finanserna varit. Och här har Riksbanken varit sen att peka ut vad som åstadkommit. Problemen med underskotten i de offentliga finanserna har nämnts regelbundet i inflationsrapporterna, men det var egentligen först när man kunde se konkreta effekter av de åtgärder som vidtagits som man i inflationsrapporterna uttryckte tilltro till politiken. Man hade kunnat göra detta på ett mycket tidigare stadium, i själva verket när beslut om åtgärderna fattades. Det skulle ha bidragit till att snabbare skapa förtroende för den ekonomiska politiken.

Man kan också peka på hur de penningpolitiska besluten fattats. Räntehöjningsperioden sträckte sig ända fram till sommaren 1995 och sedan låg styrräntan, reporäntan, stilla ända fram till årsskiftet 1996. Successivt under 1995 blev det mycket tydligt att den internationella konjunkturen var kraftigt på väg ner; det skedde en avmattning både i USA och i Europa. Det var också tydligt att avmattningen spred sig till svensk ekonomi och inflationstakten började falla. Under hösten 1995 väntade man på att Riksbanken skulle börja agera. Uttalanden från Riksbanken tolkades som att en räntesänkning närmade sig, vilket fick penningmarknaden att föregripa detta och marknadsräntorna började att trava nedåt. Men hade man börjat sänka styrräntan redan på hösten tror jag att det hade hjälpt till att sprida budskapet att svensk ekonomi nu var på rätt väg. När man sedan började sänka räntorna efter årsskiftet tog man det i många små steg; vill man vara lite elak kan man säga att vandrigen nedåt inte ger intryck av centralbank som har siktet inställt särskilt långt framåt i tiden. Man känner sig för noga inför varje steg man tar. I mars 1996, alltså någonstans i början av räntesänkingsperioden sa man

med anledning av penningpolitikens uppläggning att "det kan finnas *visst* utrymme för fortsatta lättnader i penningpolitiken". Politiken framstod därmed inte som särskilt offensiv utan snarare defensiv trots att man därefter faktiskt sänkte räntorna med drygt fyra procentenheter ytterligare under året. Man kanske inte nödvändigtvis hade behövt sänka så mycket snabbare. Men man hade kunnat säga redan i början av året att man såg ett ordentligt utrymme att sänka räntorna, även om man avsåg att ta det successivt under året för att inte ge alltför dramatiska effekter på marknaderna. Det här gjorde att många länge var osäkra på var svensk ekonomi egentligen befann sig, om det ännu var dags att sänka räntorna ordentligt. Signaleffekten av att Riksbanken är mer offensiv och självsäker är särskilt viktig för utländska bedömare som inte själva känner svensk ekonomi så bra. Jag har en viss förståelse för att det här var en period när man fortfarande ville bygga upp förtroendet för penningpolitiken. Men nu har man definitivt kommit till den punkt där man kan vara mer offensiv och genom sitt agerande fästa uppmärksamhet på det som händer.

Slutligen tänkte jag säga några ord om penningpolitikens tidsperspektiv. Man brukar från centralbankernas sida framhålla att penningpolitiken verkar med ett till två års eftersläpning och därför har Riksbanken valt en så lång tidshorisont vid avvägningen av penningpolitiken. I de senaste inflationsrapporterna har man talat om att man ser på prisutvecklingen i ett rullande "fönster" ett till två år framåt i tiden. I inflationsrapporten i september i fjol såg man inget hot mot inflationsmålet utan bedömde att penningpolitiken var väl avvägd. I december var tonläget annorlunda, då var budskapet att det var dags att strama åt penningpolitiken. Nu tror jag i och för sig att skillnaderna mellan de här två rapporterna har överdrivits. Riksbanken angav som orsak inte att bedömningen skulle ha ändrats utan att man i sitt rullande fön-

ster har kommit ett kvartal framåt i tiden. Teoretiskt finns det fog för att penningpolitiken ska verka på lång sikt. Problemet är ju bara att prognoser för prisutvecklingen två år framåt i tiden är mycket osäkra. Riksbankens inflationsprognos fungerar som ett intermediärt mål, om inflationsprognosen pekar på att man hamnar över målet är det dags att strama åt penningpolitiken. Visar den i stället på att inflationen håller på att falla för lågt, ja då ska man låta på politiken. Men om prognoserna är dåliga riskerar man faktiskt att ligga fel med penningpolitiken hela tiden. Så i praktiken måste man nog ändå hålla siktet lite närmare än ett till två år och låta det som händer just nu väga in mer. Det är ju dessutom så att signaleffekterna av penningpolitiken kan vara nog så direkta. Det är troligen rätt stor skillnad mellan hur t ex företagare och hushåll reagerar på ränteändringar. För hushåll kan nog effekterna bli ganska omedelbara. Får man signaler om att nu kommer en ränteuppgång kanske man väntar med den där utgiften som kräver att man tar på sig ett stort lån. Hushållet kan vända på klacken ganska direkt. Företag däremot, som har fastställt ett investeringsprogram och kanske befinner sig mitt i en flerårig process, har naturligtvis svårare att vända snabbt; det tar längre tid innan man fattar ett sådant beslut. Men jag tror nog att som det ser ut idag så finns det även rätt omedelbara effekter. Och det gör att man kanske inte behöver hålla siktet så långt som ett till två år fram i tiden.

Ulf Dahlsten

Tack Irma. Nils Lundgren, chefsekonom på Nordbanken. Varsågod.

Nils Lundgren

Tack för ordet. Låt mig då börja med två frågor till riksbankschefen. Den ena är: Hur förklarar Riksbanken att vi fortfarande har ungefär en procentenhet högre styrränta än Tyskland? Skillnaden är fort-

farande klart högre än som kan motiveras med kvarstående skillnad i inflationsförväntningar, såsom dessa mäts i enkäter. Skillnaden mot Tyskland på långgräntesidan är bara någon halvprocent, vilket kanske skulle kunna ses som marknadens bedömning av skillnaden i inflationsförväntningar.

Den andra frågan gällde valet mellan stabilisering av prisnivå eller av inflationstakt (det finns en teknisk term som jag just nu inte kommer på) och som hänger nära samman med Wicksellcitatet i början. Hur skall man se på målet med två procents inflation? Är det alltid framåtriktat, så att om vi råkar få fyra procents inflation ett visst år på grund av tillfälliga omständigheter, så är målet för det följande året lika fullt två procents inflation. Eller ska man då försöka komma ner till en lägre inflationstakt, så att man, när man tittar bakåt på tex en tioårsperiod, skall konstatera att den genomsnittliga inflationstakten faktiskt har varit två procent per år. Detta är viktigt för marknaden att veta någonting om.

Det var frågorna. Jag tänkte nu ta upp själva problemställningen för dagens övning. Vilka är kriterierna på att penningpolitiken har lyckats under den gångna femårsperioden med flytande krona och inflationsmål? Vad är det för avvägningar som skall göras. Eftersom jag var rätt kritisk mot hur penningpolitiken fördes under de första åren och tyckte vi borde ha gjort som i Finland, dvs sänkt reporäntan väsentligt mera, tycker jag det är en poäng att göra en jämförelse med hur det gick i Finland. En sådan jämförelse ter sig naturligtvis ännu mera intressant sett från Merita Nordbankens horisont, en bank som ju har dessa båda länder som hemmamarknad.

Man kan naturligtvis hävda att det måste vara för tidigt att mera allmänt bedöma om den nya penningpolitiska regimen fungerar bra. Vi utgår ju från ett mycket speciellt historiskt läge. I början av nittioalet hade Sverige ett kvartsekel

bakom sig med en årlig inflationstakt på 6–8 procent beroende på det exakta periodvalet. Från sjuttioalets första hälft och fram till nittioalet hade vi alltså en årlig inflationstakt som var 4–5 procentenheter högre än den tyska. Just därför hade vi också ungefär så mycket högre obligationsränta än Tyskland. Och just därför finner vi så här i efterhand att kronan faktiskt under perioden föll med i genomsnitt 4–5 procent per år mot den tyska marken. Den låg stilla under vissa perioder, men föll då desto mera rejält däremellan, eftersom vi hade en fast men justerbar växelkurs. Förutom alla vetenskapliga studier har vi alltså erfarenheter in på bara skinnet som pekar på att köpkraftsparitetsteorin håller mycket bra över längre perioder.

Om man efter en så lång period med hög inflation inriktar penningpolitiken mot ett så lågt inflationsmål som två procent per år, blir den realekonomiska chocken under övergångsperioden naturligtvis mycket kraftig och det har vi nu sett. Innan vi går in på detta, vill jag bara mera i förbifarten konstatera att om man som nu ställer upp ett inflationsmål för penningpolitiken, ligger det också i sakens natur att man har en flytande växelkurs. Erfarenheten visar att det är orimligt att ha en fast, men justerbar, växelkurs med dagens internationella finansmarknader. En krona, vars värde mot andra valutor bestäms dagligen på marknaden av dem som finner gott att göra affärer i kronan, blir sannolikt mera stabil.

Riksbanken bevakar således i princip endast inflationstakten, medan kronans växelkurs, dvs kronans yttre värde mätt i andra valutor, blir intressant bara i den mån som det har något att säga om hur det kommer att gå med kronans inre värde, dvs kronans värde i varor och tjänster i Sverige. Systemet har fungerat väl med hänsyn till hur omständigheterna var vid den tidpunkt då vi började föra en sådan penningpolitik.

Vi vet dock inte säkert hur stabil en

flytande växelkurs blir. Även med samma inflationstakt som våra viktiga handelspartner och under någorlunda stabila terms-of-trade kan det tänkas att det finns en systemisk volatilitet, som ger stora kortsiktiga växelkurssvängningar kring någon form av jämviktsväxelkurs som bestäms av köpkraftspariteten. För att vi skall kunna säga att den nu valda penningpolitiska regimen är och kommer att vara framgångsrik, måste vi kunna hävda att den reala växelkursen kommer att vara hyggligt stabil hela tiden och inte utsätts för mycket stora svängningar.

Det räcker således inte med att titta på om man har uppnått inflationsmålet. Vi hade minst sagt hög och variabel inflation fram till nittioalets början, även om skatteomläggningens konsekvenser för KPI överdriver detta förhållande just för åren 1990 och 1991. Sedan omläggningen till den nya penningpolitiken i början av 1993 har inflationstakten varit i linje med tvåprocentmålet, om vi korrigerar för diverse omläggningar av indirekta skatter, offentliga taxehöjningar och ränteförändringar. Redan en så här enkel okulärinspektion räcker således för att konstatera att det har gått förbluffande bra att uppnå inflationsmålet under perioden.

Kan vi då säga något om hur det är med kronkursens volatilitet? Den nominella kursen mot D-mark har varit extremt instabil under drygt tre år, från uppgivandet av den fasta växelkursen i november 1992 till början av 1996. Detta är perioden

- när bankkrisen och den statsfinansiella krisen når sin kulmen
- när den borgerliga regeringen förlorar regeringsunderlaget genom Ny demokratis manövrar under vårriksdagen 1994
- när långräntorna stiger genom hedgefundkrisen
- när landet får ny regering och folkomröstningar om EU-medlemskap
- när den socialdemokratiska minoritets-

regeringen i april 1995 säkrar centerens stöd för resten av mandatperioden

- när löneförhandlingarna leder till oväntat höga avtal, väsentligt högre än den s k Edinnormen

Under dessa dryga tre år svänger kronans kurs mot D-marken kring ett genomsnitt på 4,82 kr med utslag på över tio procent uppåt och nedåt, vilket naturligtvis inte är godtagbart på lång sikt. Det ter sig dock orimligt att se växelkursutvecklingen under denna period som en fingervisning om hur volatil kronan är under den nya växelkursregimen. Under just denna period var osäkerheten mycket stor både om vad som är kronans nya jämviktskurs och om framtidens ekonomiska politik och lönebildning.

Sedan mars 1996 är också kronan långt mera stabil. Den har fluktuerat kring ett genomsnitt på 4,41 kr per D-mark och vi är nu så bortskämda med stabilitet att det har gjorts stor affär av att vi har varit uppe och nosat på 4,50 nyligen. Det gjorde vi emellertid också för ett år sedan och dessförinnan låg kronan på väsentligt lägre nivåer. Ingenting pekar på att den senaste tidens uppgång har någon särskild innebörd. Kronan har sedan mars 1996 fluktuerat kring 4,40 inom ett band på omkring 2,5 procent uppåt och nedåt. Samtidigt tycker man sig ana en svag tendens till fortsatt förstärkning, d v s kronan kanske fortfarande är något undervärderad mot D-marken.

Egentligen är det naturligtvis inte den nominella växelkursen som är den väsentliga, utan den reala. Det är den vi vill skall vara stabil. Hur ser det ut där?

Betrakta först förhållandena under det som vi kallar den fasta växelkursepoken. Det är sannolikt skadligt med mycket stora svängningar i den reala växelkursen. Och det är precis vad vi hade då. Det betyder att landets näringsliv pressades än hit än dit under den här perioden. Utvecklingen under den nya penningpolitiska regimen ser helt annorlunda ut. Det

kan tyckas att det ser rätt svajigt ut även då, men den reala effektiva växelkursen rör sig faktiskt inom ganska snäva gränser med en standardavvikelse på ± 4 procent, trots att pund och dollar har varierat ganska starkt mot D-mark under perioden. Eftersom både pundet och dollarn är mycket viktiga valutor för Sverige och vi här talar om effektiv växelkurs, får detta ganska stor genomslagskraft, som inte självklart visar något om kronans volatilitet. Om vi hade varit med i ERM (och lyckats hålla oss inom bandet) hade den reala effektiva växelkursen ändå påverkats av utvecklingen av pund och dollar. Man kan nog därför säga att den nya penningpolitiska regimen har fungerat bra vad avser inflation och växelkurs.

Man tar naturligtvis en stor risk när man genomför ett sådant här stort ekonomiskt politiskt experiment som det är att börja föra en penningpolitik inriktad på låg inflation när man under en mycket lång period har haft hög inflation. Om man inte lyckas erövra förtroende för den nya penningpolitiken, är man illa ute. Realräntan uppfattas då av många som skyhögt och den reala ekonomin skadas svårt. Så skedde ju också i stor utsträckning, men skadorna blir lägre, ju snabbare man vinner förtroende. Och att man vinner förtroende för politiken framgår ju framför allt av att långräntenivån anpassas till den nya låga inflationstakten och därmed till räntenivån i den omvärld där man för samma penningpolitik. Det har den nu snart gjort.

Räntespreaden är en verklig berg-och dalbana. Räntespreaden mot Tyskland för tioårsräntor låg på de sedvanliga 4–5 procenten fram till början på 90-talet, eftersom ju alla visste att vi hade motsvarande högre inflation och så småningom därför också måste få motsvarande anpassningar i växelkursen. Tyska placerare som köpte svenska obligationer i stället för tyska, fick alltså 4–5 procent högre nominell ränta, men denna fördel uppvägdes av nackdelen att kronan antogs sjunka lika

mycket per år mot D-marken för att kompensera för skillnaden inflationstakt.

När vi sedan lade om politiken med skattereformen och en ny penningpolitik där inflationsbekämpning skulle överordnas alla andra mål, gick räntan ner redan i början på 90-talet, så att vi fick en mycket måttlig skillnad mot den tyska. Sedan följer turbulensen hösten 1992. Kronförsvaret innebar skyhöga korträntor och då följde naturligtvis långräntorna med. Det förklarar puckeln kring årsskiftet 1992-1993. Sedan började ränteskillnaden elimineras igen i rasande fart. Den nedgången förstärktes i stor utsträckning av den sk hedge-fundspekulationen som drev ner långräntorna i EU-områdets perifera länder. När den bubblan sprack i februari 1994, återfördes räntespreaden till en mycket hög nivå, eftersom Sverige samtidigt gick in i en verkligt krisartad period. Den sittande borgerliga regeringen tappade regeringsunderlaget i och med att valet närmade sig och Ny demokrati behövde profilera sig. Därmed gick det plötsligt att få situationer där Ny demokrati kunde gå ihop med socialdemokraterna och stoppa regeringens beslut. Det stod klart för alla att landet inte kunde regeras under det kommande halvåret. Samtidigt hävdade socialdemokraterna i opposition att man behövde sänka momsens för att få fart på ekonomin, vilket var anatema för marknaden i det statsfinansiellt känsliga läget. Den offentliga sektorns budgetunderskott för 1993 hade nått rekordnivån drygt 12 procent av BNP.

Förtroendet för landet och dess valuta och statspapper sjönk och Riksbanken sattes på ett viktigt prov. Reporäntan höjdes från sommaren 1994 successivt och nådde våren 1995 8,91 procent. Om det var lämpligt tål att diskuteras. Det framstår för mig som självklart att man var tvungen att höja räntan i det läge som hade uppstått, men hur högt borde man gå och hur länge borde man ligga kvar. Vi får höra vad svaret blir till Irma här sedan.

Men sedan då? Förtroendet stärktes på grund av Perssonplanen strax före valet, den socialdemokratiska regeringsförklaringen och folkomröstningens ja till EU-medlemskap. Sedan kom emellertid en ny förtroendekris, när man lade budgeten våren 1995 och gick ihop med centern och sänkte matmomsen. Det uppfattades som ett trixande som inte ingav förtroende och ungefär samtidigt skrämdes marknaden upp av OECDs felaktiga, alldeles för höga, beräkning av den svenska statskullen. Långräntan steg åter dramatiskt och kronan föll. Samtidigt var tillväxttakten i den privata sektorn stark. Riksbanken behöll reporäntan på 8,91 procent hela hösten fram till årsskiftet.

Det visade sig emellertid att det blev en snabb åtstramning av finanspolitiken samtidigt som stigande ekonomisk aktivitet förstärkte skatteunderlaget. Budgetunderskottet krympte snabbt och inflationen fortsatte att ligga mycket lågt. Förtroendet för den svenska ekonomin har därför ökat mycket starkt. Sverige är inne i den europeiska fällan (och i den europeiska fällan vad gäller arbetslösheten). Nu möter vi förtroende. Det vi nu talar om är en ränteskillnad på den långa sidan på drygt en halv procent, en skillnad som kan antas fortsätta att krympa vid oförändrad ekonomisk politik, tills vi bara har en obetydlig ränteskillnad som motiveras av likviditetsskillnaderna mellan å ena sidan svenska kronobligationer och å andra sidan tyska och så småningom euroobligationer.

Kommer det att fortsätta så bra även i framtiden? Det ter sig mycket troligt. Vi har erövrat nödvändigt förtroende och vi får därmed ungefär samma räntenivå som man har i länder som har haft låg inflation länge. Om vi upprätthåller inflationsmålet även i framtiden, kan vi då lita på att kronan ligger stabil i frånvaro av landspecifika chocker? De som vill att Sverige skall gå med i EMU säger självklart att det kommer den inte alls göra, medan vi som inte vill med i EMU tende-

rar att tona ner problemet. Frågan måste dock studeras. Calmforsutredningen var inne på frågan och tenderade överlag att tona ner problemet. Det blir visserligen vissa valutafluktuationer, om än måttliga, men det har inte kunnat påvisas att sådana har någon nämnvärd effekt på utrikeshandeln eller på andra delar av den reala ekonomin.

Det finns också en föreställning att när världsekonomin efter hand domineras av ett fåtal stora valutor kommer de små valutor som finns kvar att *marginaliseras*, som det nya slagordet lyder. De antas då komma att utsättas för mycket stora svängningar därför att det är lätt att gå in i dem, driva i väg kursen och sedan ta hem vinsterna. Det där behöver studeras. Jag kommer om några dagar att till några finansiella ekonomer som sitter här i salen skicka ett papper med förslag om hur detta ska studeras, även till Riksbankens ekonomer. Min hypotes är att det egentligen är mellan de stora valutorna som man har sådana här stora svängningar i nominella och därmed reala växelkurser, just därför att där inte finns en stor utrikeshandel som utövar en stabiliserande inverkan.

Tänk er en modell med två länder som inte har någon vanlig handel i varor och tjänster med varandra, men däremot av och till kapitalrörelser, när medborgare i det ena landet vill förvärva tillgångar i det andra. I ett sådant extremfall, finns det, så vitt jag kan se, nästan inte någon determinerad växelkurs. Den kan gå lite hur som helst, med mycket stora utslag till följd. Tänk er sedan en modell med två länder som byter nästan alla varor och tjänster med varandra. Om inflationstakten är densamma i de båda länderna och terms-of-trade är stabila, är det svårt att få den nominella växelkursen mellan valutorna att röra sig särskilt mycket, eftersom alla vet att en väsentligt annorlunda växelkurs än den etablerade kommer att slå ut stora delar av näringslivet i det ena landet på kort tid. Just därför blir det inte stora

svängningar. Jag gissar att det är därför vi ser så små svängningar under årens lopp i den nominella och reala växelkursen mellan schweizerfranc och D-mark eller mellan amerikanska och kanadensiska dollar. Växelkurserna läses av det stora handelsutbytet.

Mellan dollar och yen eller dollar och D-mark kan det däremot bli mycket stora svängningar och växelkurserna kan ligga kvar under långa perioder på nivåer som från handelssynpunkt framstår som fullständigt orealistiska. I Sverige är det självklart att tänka att om kronan plötsligt skulle förstärkas med 25 procent mot D-marken, så går det fullständigt åt skogen omedelbart för en enormt stor del av det svenska näringslivet. Om samma sak händer med dollarn, är det ganska liten del av det amerikanska näringslivet som drabbas direkt. Det finns visserligen företag som säljer i Tyskland, men de har ofta sina produktionsanläggningar där. Större delen av USAs handel i varor och tjänster är med Kanada och Mexiko, så konsekvensen är inte så stor.

Det är ganska avgörande för vår fortsatta diskussion om vår valda penningpolitiska regim att veta om det är så att kronan blir alltmer utsatt för spekulation eller om det är tvärtom, d v s att växande utrikeshandel minskar volatiliteten. Det senare är den hypotes som jag ser som mest fruktbar, men den måste naturligtvis kontrolleras och utsättas för hårdhänt kritik med hjälp av god vetenskaplig analys.

Och hur står sig de svenska erfarenheterna av den nya penningpolitiken i en jämförelse med den finska då? Det är två länder som liknar varandra i ekonomisk struktur med skogsindustri, telekommunikationsindustri etc. Vi ligger bredvid varandra. Vi tenderar att få samma terms-of-trade-förändringar på grund av likheten i ekonomisk struktur och vi har också ett förflutet med en ganska likartad ekonomisk politik. Valutorna har fallit för att vi har hållit för hög inflationstakt och räntorna har varit höga. Båda länderna gick

in i en finansiell kris i början på 90-talet, som var ganska likartad, och båda drabbades därvid av stora bakslag i den reala ekonomin.

Jag (som många andra) menade att i Finland, där sänkte man förståndigt nog styrräntan tidigt och behöll den på lägre nivå än i Sverige under det fortsatta konjunkturförloppets olika faser. Det var, enligt mitt förmenande, en överlägsen politik som gav utdelning i snabbare återhämtning och högre tillväxt utan att medföra högre inflation. Hur skall man egentligen se på detta så här i efterhand?

Jag har naturligtvis inte haft tillfälle att genomföra någon större specialstudie för i kväll, men jag tänkte peka på några frågor som man behöver ta ställning till i detta sammanhang. Även denna lilla genomgång har fått mig att undra om jag var för negativ till Riksbankens politik under 1994–1995.

Låt oss börja med utvecklingen av finansiellt sparande i offentliga sektorn i de båda länderna. Man drar lätt slutsatsen att Finland förde en mycket stramare finanspolitik än Sverige. Nu är ju emellertid det här ex post-siffror som i största utsträckning visar storleken på de automatiska stabilisatorerna och dessa är kraftfullare i Sverige än i Finland. Vid sjunkande ekonomisk aktivitet får Sverige blixtnabbt stora budgetunderskott och vid stigande krymper de mycket kvickt.

Det här har egendomligt nog kommit att betraktas som ett problem. Man talar med vanda om att vi har så konjunkturkänsligt budgetsaldo. I själva verket är det alldeles utmärkt. Det som hände var ju att när den privata sektorn började spara finansiellt på grund av den realränteshock som omläggningen av penningpolitiken medförde, så skedde via automatiska mekanismer en anpassning som innebär att i stället den offentliga sektorn kom att ta över skulderna på kortare sikt från den privata. Detta skedde i både Finland och Sverige men det gav ett kraftigare utslag i de svenska offentliga finanserna.

Hade det varit en mindre omfattande kris, så att vi hade sluppit se tvåsiffriga tal för budgetunderskottet i procent av BNP, gissar jag att det inte hade blivit så stora problem i Sverige och skillnaden mellan Sverige och Finland hade blivit mindre.

Finlands mera måttliga budgetunderskott innebar dock att anpassningen kom att tas i den reala ekonomin. Bruttonationalprodukten föll med nästan 12 procent under de fyra åren 1990-1993. Att låta krisen slå ut i stora produktionsbortfall och arbetslöshet är samhällsekonomiskt mycket dyrt. I Sverige var produktionsbortfallet mera måttligt, litet över tre procent och sysselsättningen föll därmed också väsentligt mindre.

När krisen började övervinnas och ekonomierna vände uppåt, gick det snabbt åt rätt håll. I Finland steg som synes BNP med 18,7 procent på fyra år, vilket är ytterst imponerande. I Sverige stannar uppgången under samma fyraårsperiod vid knappt 11 procent, men ser man till nettot, är det ändå så att när vi nu går in i 1998 är Sveriges bruttonationalprodukt sju procent högre än den var 1989, medan Finlands bara är fem procent högre. Jämfört med 1990 är den totala arbetslösheten idag 16 procentenheter högre i Finland men bara drygt 10 procentenheter högre i Sverige.

När man summerar krishanteringens idag är det alltså inte självklart att det har gått bättre i Finland än i Sverige. Vi har ökat statskulden mera, men har fått lägre produktionsbortfall under perioden och går in i efterkrisperioden med lägre total arbetslöshet än Finland. (Däremot pekar prognoserna på att Finland även under de närmaste åren kommer att ha väsentligt högre tillväxt än Sverige.)

Genom att Finland fick mycket kraftigare utslag i den reala ekonomin och därmed mindre problem i den offentliga sektorns finanser, blev det omöjligt att föra samma penningpolitik. Den enorma ökningen av det offentliga budgetunderskottet skapade en djupgående misstro mot

Sverige, en föreställning att vi var på väg mot statsbankrutt, vilket naturligtvis ingalunda var fallet. Föreställningen att finanspolitiken var för svag, medförde emellertid att Riksbanken tvangs föra en penningpolitik som var omotiverat stram med tanke på efterfrågeläget i ekonomin, men som krävdes för att bevara de internationella finansmarknadernas förtroende för landet under en övergångsperiod.

Genom att Sverige hade högre ekonomisk aktivitetsnivå under perioden 1992-1998 fick vi också något högre inflationstakt än Finland. Inte enormt mycket högre men ändå bortåt en procentenhet mer i genomsnitt per år. Detta var dock knappast något medvetet val utan var nog bara en effekt av något olika funktionssätt i den offentliga sektorn.

Det finns också en föreställning att kronans svaghet jämfört med finnmarens krävde stramare penningpolitik i Sverige än i Finland och det framförs ofta kritik mot det stora kronfallet som antas ha minskat omvandlingstrycket på det svenska näringslivet. Få tycks beakta faktum att med alla förändringar, olika löneutveckling, kastningar i växelkursen o s v, så har den relativa arbetskraftskostnaden per timme i industrin inte förändrats mellan Sverige och Finland under perioden. En finsk industriarbetartimme kostade 1991 96,3 procent av en svensk. År 1997 var siffran 97,1 procent. Detta förhållande är förenligt med det jag sa inledningsvis att det tenderar att bli så med länder som har mycket stor handel mellan sig. Växelkurserna mellan valutorna anpassar sig så att kostnadsrelationerna stabiliseras. Och eftersom den nominella lönestegringstakten i egen valuta inte har skilt sig påtagligt under perioden, finner vi också att den nominella växelkursen inte har påverkats av nittiotalsdramatiken.

Finnmarken, som knöts till ecun ungefär samtidigt som kronan, så att SEK/FIM-kursen blev ungefär 1,50, devalverades en första gång redan hösten 1991 och föll sedan än mera i början av september

1992, då Finlands bank tvangs låta valutatan flyta. Under höstmånaderna 1992 kostade en finnmärkning omkring 1,15 kr. Sedan föll den svenska kronan i november och blev extremt svag under 1995 medan finnmärkten stärktes. Då kostade en finnmärkning under en period nästan 1,75 kr. Men nu när krisen är överstånden kostar en finnmärkning åter litet knappt 1,50 kr, ungefär som före turbulensen. Har man ungefärligen samma inflationstakt o s v och ligger ungefär rätt i starten så kommer man trots gigantiska svängningar tillbaka ungefär till utgångspunkten.

Vad är slutsatsen av detta? Jag vill hävda att dessa erfarenheter stöder tanken att vi inte behöver vara oroliga för att en monetär regim som den vi nu har, skulle ge en farligt instabil växelkurs. Det troliga är tvärtom att den kommer att bli alltmera stabil ju längre tid som Sverige har fört en politik som ger en inflationstakt som ligger mycket nära de länder som är viktiga handelspartner.

Det är emellertid ett faktum att vi har en annan struktur än många av våra viktiga handelspartner i Europa. Vi kan därmed få terms-of-trade-förändringar som är annorlunda än de som slår på kontinenten. Vi har också större beroende av USA och är överlag faktiskt något mera globalt beroende än kontinenten. Vi är dessutom beroende av hur det går för ett ganska litet antal storföretag, som är så stora i den svenska ekonomin att deras speciella utveckling med framgångar och bakslag kan påverka hela den svenska ekonomin. Därmed kommer vi av och till att få vissa svängningar i den nominella kronkursen mot D-mark/euro, men då i princip för att stabilisera den reala effektiva växelkursen vilket också är önskvärt. Tack så mycket.

Ulf Dahlsten

Tack Nils. Det var spännande synpunkter det där om växelkurserna. Man kan inte undgå att reflektera över förväntningarna framåt och din teori. Nu har vi ganska

stora svängningar mellan D-marken och dollarn, och vi får ännu större svängningar mellan euron och amerikanska dollarn i framtiden. Och frågan är då mot vilken av de valutorna som svenska kronan kommer att var stabil?

Nils Lundgren

Vi vill ha en stabil real växelkurs.

Ulf Dahlsten

Nu kommer professor Claes-Henric Siven som är vice ordförande i föreningen att göra ett litet kort inlägg.

Claes-Henric Siven

Jag blev kallad för tredjeopponent först och jag vet inte om jag riktigt kan fylla den rollen. Jag tänkte börja med en kommentar till Nils Lundgren apropå budgetunderskottet. Jag tror inte att oron i första hand har gällt konjunktursvängningarna i budgetunderskottet utan snarare asymmetrin. Problemet är att vi har ett stort strukturellt budgetunderskott, det är alltså det stora problemet, statsskuldens utveckling på längre sikt. Irma Rosenberg tangerade ett problem som jag skulle vilja knyta an till, nämligen jämförelsen mellan olika typer av mål, i första hand valutakursmål respektive prisstabilitetsmål. Jag tror att en av de viktiga skillnaderna där är att när det gäller prisstabilitetsmålet så kan man mer eller mindre kontinuerligt kontrollera måluppfyllelsen. När det å andra sidan gäller växelkursmålet så kan det ju under flera år se ut som om allting fungerar bra samtidigt som starka spänningar byggs upp i ekonomin. Dessa spänningar är inte alla gånger direkt observerbara. Jag tror att det är en oerhört stor och viktig skillnad mellan de här båda typerna av mål och att observerbarheten talar till prisstabilitetsmålet fördel.

Det jag framförallt tänker gå in på nu, och det är med anknytning till Urban

Bäckströms inlägg, är det historiska perspektivet. Urban Bäckström nämnde att Knut Wicksell för hundra år sedan höll ett föredrag här i Nationalekonomiska Föreningen. Föredraget hölls samma år, och var en sammanfattning av den bok som Wicksell då publicerade, nämligen *Geldzins und Güterpreise* ("Ränta och priser"). I den boken levererade han en helt ny teori för penningvärdet. Den teorin kommer jag inte att säga någonting om nu utan endast diskutera hans syn på prisstabilitetsmålet. Urban Bäckströms andra citat från Wicksells föredrag anknyter just till arkivmetern i Paris och som hade en konstant längd. Det var den som Wicksell jämförde med. Precis som längd, volym och vikt så bör alla ekonomiska transaktioner mätas med en oföränderlig måttenhet. Detta är av stor vikt för att ekonomin skall kunna fungera ordentligt. Men redan på den tiden var det många som ansåg att det bara var bra med lite inflation eftersom ekonomin fungerar bättre då. Redan för hundra år sedan förekom således denna typ av resonemang. Wicksell menade att detta påminner en om personer som ställer sin klocka lite för tidigt för att de skall hinna till tåget. I början så fungerar det bra. Men när de har lärt sig att klockan går för fort så anpassar de sig till det och då kommer de lika väl försent, trots all sin listighet. Detta är en oerhört fin bild som fångar in både fenomenet inflationsförväntningar och möjligheten (eller omöjligheten) av att på sikt påverka den reala ekonomin med inflation. Wicksell var alltså av den uppfattningen att man skulle ha ett stabilt penningvärde och med det menade han sannolikt inte två procents inflation, utan noll procents inflation. Han blev emellertid angripen av två andra svenska ekonomer, David Davidson och Erik Lindahl. De menade att Wicksells norm för penningvärdet i stort sett var bra, men med den viktiga invändningen att prisnivån borde falla i samband med produktivitetsuppgångar och stiga i det motsatta fallet. Davidson

motiverade regeln om att prisnivån borde variera i omvänd proportion till produktiviteten med ett fördelningsmässigt argument. Detta argument är kanske rätt självklart. Lindahls argument var mer sofistikerat. Han menade att ekonomin fungerar bättre med den alternativa normen i stället för prisstabilitet därför att det reala innehålllet i monetära kontrakt blir mer förutsägbart. Den miljö ett företag verkar i blir mer stabil om man har den alternativa normen. Det finns också moderna teoretiska skäl för normen om att prisnivån skall variera i omvänd proportion mot produktiviteten. Davidsons och Lindahls norm innebär ju att i perioder med stigande produktivitet så skall prisnivån falla långsamt. Detta leder till större kassor, eftersom priset leder till lägre nominalräntor. De större realbalanserna leder till ett effektivare fungerande monetärt system. Vi har därmed en koppling till Milton Friedmans tanke om optimal (real) penningmängd. Men när det verkligen kom till kritan så kom de svenska ekonomerna ändå att ansluta sig till Wicksells tanke. Det brukar allmänt sägas att anledningen till att Sverige kom så lätt och snabbt ut ur 30-talskrisen var den expansiva finanspolitiken från den socialdemokratiska regeringens sida. Frågan har varit mycket omdebatterat men det är många som numera anser att det var den stora devalveringen som vi var tvingade att göra i september 1931, då vi lämnade guldmyntfoten, som var det huvudsakliga skälet. Men i samband med att man lämnar ett system med fasta valutakurser (med målet om ett fast yttre värde för kronan) så måste man ha ett nytt mål för penningpolitiken. Felix Hamrin som var finansminister vid denna tidpunkt deklarerade omedelbart att nu skulle vi se till att vi fick ett fast penningvärde, d v s ett fast inre värde för kronan. Riksbanken tillkallade några veckor senare en kommission bestående av Gustav Cassel, David Davidson och Eli Heckscher att utreda frågan. De kom oberoende av var-

andra fram till att Wicksells norm sannolikt var den bästa att följa i det här läget. De närmare detaljerna kan ni läsa om i en intressant artikel av Lars Jonung i den bok som Nationalekonomiska Föreningen för tjugo år sedan gav ut i samband med sitt hundraårsjubileum. I det stora hela kom Wicksells mål för penningpolitiken sedan att vara vägledande under 30-talet. Men, och detta är viktigt att understryka, normen fungerade hyggligt bra under de relativt normala omständigheterna under resten av 30-talet, men gick inte att upprätthålla under andra världskriget. Små men inte stora störningar gick att parera. Samma sak kan man säga om det tidigare systemet med guldmyntfot som första gången föll ihop i samband med första världskriget och andra gången i samband med 30-talsdepressionen. Mål om fast yttre respektive fast inre värde för kronan går således ganska bra att upprätthålla under normala omständigheter. Men vad händer om det inträffar riktigt stora störningar? Eller är det så att vi kanske inte skall bry oss om de riktigt stora störningarna utan det viktiga är att målet för penningpolitiken går att upprätthålla under normala omständigheter?

Ulf Dahlsten

Tack ska du ha. Ja nu är klockan sju minuter i nio. Vi brukar sluta nio efter en lång och intensiv diskussion och vi har vissa problem med att uppnå detta mål. Jag föreslår att vi gör på det här sättet. Vi släpper in frågor direkt. Så samlar vi ihop dem, för annars blir det ingen chans för deltagarna att få komma till tals. För att det ska fungera med utskriften så måste jag be er komma fram, prata här framme och presentera er. Klas Eklund först. Varsågod.

Klas Eklund

Jag tänkte kort anknyta till det som Claes-Henric slutade med och i det samman-

hanget ställa en kanske hädisk fråga: Är det verkligen *inflationmålet* som har dragit ner inflationstakten i Sverige? Möjligen är det så, men mer sannolikt är att den lägre inflationen är en följd av den totala omläggningen av den ekonomiska politiken och av att den politiska viljan att bekämpa inflationen har ökat så radikalt jämfört med 1980-talet. Inflationmålet är egentligen ett uttryck för detta. Det finns andra uttryck som var viktiga åren innan inflationmålet antogs.

Det fanns ju olika skäl som ledde till den här omläggningen av den ekonomiska politiken under 1990–91. Det viktigaste var den tidigare totala oförmågan att få ner inflationen. Till följd av denna oförmåga å ena sidan och å andra sidan det tilltagande trycket från globalisering, internationalisering och avregleringar gick svensk ekonomi genom en rad paroxysmer under åren 1989–91. Då bröts det sista motståndet mot att sätta anti-inflationspolitiken i högcentrum. Den officiella formuleringen att sätta inflationsbekämpningen främst kom 1991 i finansplanen. Penningpolitiken har under perioden därefter ändrat målformulering samtidigt som inflationsbekämpning hela tiden har varit högst prioriterat. Under två år – 1991–92 – var det hårdvalutapolitik som gällde för penningpolitiken. När det misslyckades så blev det prisstabiliseringsmål. Men inflationsbekämpningen har i praktiken varit överordnad hela tiden.

Med detta vill jag inte göra den här diskussionen om inflationmålet oviktig. Jag tycker att inflationmålet har fungerat bra. Jag delar i allt väsentligt det Urban Bäckström har sagt, liksom utvärderingen av hur inflationmålet tekniskt har fungerat, hur det har formulerats, intervall, krishorisonten och allt det där. Men vi får inte glömma att det allt överskuggande har varit den politiska viljan att bekämpa inflationen. Så länge den finns där så fungerar inflationspolitiken. Om den viljan släpps, ja då går det åt pipan för inflationmålet, oavsett alla tekniska finesser i

dess formulering. Det kan vara bra att hålla det i minnet när vi diskuterar här i dag.

Ulf Dahlsten

Ja, mer frågor? Det finns naturligtvis. Varsågod. Stig fram.

Gunnar Örn

Jag tänkte fråga Urban Bäckström hur det påverkar Riksbankens trovärdighet att man inte har något effektivt sätt att ställa ledningen till ansvar i det fallet prisstabiliseringen misslyckas. Vad händer om riksbankschefen låter inflationen stiga till 5, 10, 20 eller 50 procent? Nya Zeeland hade en mekanism som gick ut på att centralbankschefens lön sänktes ju längre från målet inflationen hamnade. Vilka mekanismer finns för att utkräva ansvar av centralbankschefen i Sverige?

Ulf Dahlsten

Ja, någon till? Jag har en lite teknisk fråga. Det brukar vara så här att ett av Riksbankens problem är att finanspolitiken inte anpassar sig till ändrade förutsättningar i ekonomin, varför man tvingas gå in med penningpolitiken i stället. Om det nu är så att man är på väg in i en överhettad ekonomi, och vill motverka inflationsförväntningarna genom finanspolitiken så är t ex höjda konsumtionskatter ett naturligt inslag. Men då ökar man ju KPI och kommer i konflikt med inflationsmålet. Varför säger ni att ni inte ska jaga egen skugga genom att inte räkna med räntan, men räknar med åtgärder i finanspolitiken? Det kanske ni inte gör, det var bara en liten reflexion. Var så god, Pehr.

Pehr Wissén

Debatten borde även handla om hur Sverige kan klara sig ett par år framåt i ti-

den. Vi är ett litet land och har följaktligen en liten valuta. Penningpolitiken bedrivs med ett inflationsmål och en rörlig växelkurs. Frågan är hur detta går i det nya Europa där ett stort antal länder med största säkerhet går samman och bildar en ny valuta. Nils Lundgren sa – och det sägs ibland även av andra – att den politik som har bedrivits har varit framgångsrik därför att vi har haft en stabil real växelkurs. Det är dock så att om man tittar på kronans växelkurs mot D-marken och jämför med de andra 15 EU-länderna så har kronan haft en mycket hög grad av variabilitet. Under vissa perioder har kronan varit den mest varierade växelkursen (mätt som t ex standardavvikelse) av alla de 15 EU-valutorna.

Och tittar man på diagrammet som riksbankschefen visade över hur inflationen har legat i förhållande till målintervallet så har den trots allt – mellan tummen och pekfingeret – legat utanför intervallet under två år av fem. Poängen med de här två observationerna är att fem år trots allt är en ganska kort period att utvärdera en växelkursregim. Att trotsvisst dra slutsatsen att det går bra att vara en liten valuta i en värld med stora kapitalrörelser och ett nybildat EMU bara vi har en rörlig växelkurs och ett inflationsmål är möjligtvis ändå lite tidigt. Jag vore intresserad av riksbankschefens kommentarer – inte minst vad gäller perspektivet fem år framåt i tiden.

Ulf Dahlsten

Varsågod, Urban.

Urban Bäckström

Jag är inte orolig att diskussionen ska bli för lång för mig. Jag är orolig att diskussionen ska bli för lång för er.

Jag tror att jag börjar från slutet här. Att man trotsvisst deklarerar att det fungerar bra efter bara en sådan kort tid. Jag tror och hoppas att jag sa, åtminstone så

skrev jag det i mitt inledningsföredrag: *så här långt*. Jag delar helt er uppfattning. Det är väl tidigt att ha några slutliga eviga slutsatser efter den här korta perioden. Hur det ser ut om fem år, ja, det vet vi inte. EMU, eller vad det nu kan vara, det vet vi heller inte.

Ordförande talade om finanspolitiska åtgärder, penningpolitiska åtgärder. Jag tror att jag sa att temporära effekter inte är primära, utan penningpolitiken kan och bör påverka den långsiktiga trenden, den trendmässiga underliggande inflatoriska processen. Sen blir det störningar. Man höjer cigarettskatter, räntor går ner. Ibland blir det finanspolitiska åtstramningar o s v. Toleransintervaller är till för att absorbera de effekterna. Ibland räcker det inte till, och det räckte inte till 1997 därför att räntesänkningseffekten från 1996 blev så stor. Jag tror ingen egentligen tycker att vi borde ha sänkt räntan långsammare därför att de direkta effekterna blev så stora.

Gunnar Örn frågar om centralbankschefen bör ställas till ansvar, via lönen. Ekonomer har ofta en överdriven tilltro till incitament. Och jag tror inte att min gode kollega Brash tänker på detta när han arbetar med penningpolitiken. Men det är naturligtvis en möjlighet som vi skulle kunna tillämpa i Sverige. Den möjligheten finns ju för det nya fullmäktige som kommer att väljas. Det är att ge centralbankschefen i Sverige en lön för sin sex års period. Baka in då, låt oss säga, två procent på något sätt i detta och sen är det inget mera. Det är en möjlighet om man nu vill arbeta med sådant.

Klas Eklund har alldeles rätt. Vad diskussionen i kväll handlar om är: har regimen fungerat bra? Men det är ju alldeles riktigt att en centralbank inte ensam kan föra en kamp mot det politiska systemet och mot en hel nations vilja. Jag tror inte det. Politiken lades om mot slutet av 1980-talet och början av 1990-talet. Jag kommer inte ihåg, men det borde du göra, om det var i januari 1991 eller om det var

i januari 1990. Men det fanns en formulering i en finansplan som bildade startpunkt för en ny era, och då måste jag ju lägga till, åtminstone så här långt. Och det tror jag var väldigt betydelsefullt. Det har jag också sagt. Därför om jag säger att regimen fungerar bra, då säger alla, du ska inte tro att det är Riksbanken som har gjort allt så bra ur ett inflationsperspektiv utan det är mycket annat som spelat in. Och det är klart att det är det. Budgetsäneringen spelade en mycket viktig roll för det ökade förtroendet. Det är ingen tvekan om det. Precis som skiftningarna i synen på budgetunderskottet under årens lopp spelade roll för Riksbankens agerande. Det gäller räntor som går upp, och räntor som går ner. I grund och botten så räcker det inte med enbart en *vilja* att skapa prisstabilitet utan det måste också finnas en *förmåga*. Och den förmågan bestäms bl a av läget i statsfinanserna.

Claes-Henric Siven frågade vad som händer vid stora störningar? Vi får väl hoppas att det inte inträffar några stora störningar men om det gör det får man naturligtvis diskutera styrhorisonten. Hur snabbt ska Riksbanken ta sig tillbaka till målet? Det blir då en exceptionell situation. EMU-utredningen talade om undantagsparagrafer specificerade i lagstiftningen. Jag tror inte på det, men vad man kan tänka sig är att parlamentet diskuterar det här och kommer fram till en slutsats att p g a dessa exceptionella omständigheter så ger man Riksbanken en ny laginstruktion. Och det tänker jag mig är t ex en rejäl oljekris eller någonting dramatiskt. Man kan naturligtvis också tänka sig att Riksbanken gör en bedömning i det specifika fallet. OK.

Nils Lundgren, jag vet inte vad dina frågor var, annat än de inledande två. Möjligen var din slutsats att Sverige förlorade i hockey mot Finland med vi vann i ekonomin. Jag vet inte, var det så? Du hade två konkreta frågor i början. Låt mig ta dem. Den första är varför har vi högre styrränta än i Tyskland. Ja det triviala

svaret är att våra inflationsprognoser visar att vi ska ha den här styrräntan som vi har idag. Och sen för Tyskland sin penningpolitik. Ett djupare svar skulle kunna ha att göra med växelkursutvecklingen t ex. Om vi går tillbaka till sänkingsperiod så sa vi, i december 1996, att man i och för sig skulle kunna tänka sig att sänka räntan något ytterligare. Men växelkursen försvagades. Där tror jag det är viktigt att betona att det faktum att vi upphör med att sänka räntan inte har något att göra med att vi byter regim, så att säga, och börjar med ett kronförsvagning ger en efterfrågeimpuls via exportsektorn i stället, som vi då väger ihop till att passa bra med inflationsmålet. Därför sänker vi inte räntan mer. Den andra frågan. Tillåter vi s k base-drift? Ja, regimen innebär att vi tillåter base-drift. Har vi en procent inflation förra året, så kan vi inte tillåta oss tre procent i år, utan då är det två procent som gäller för varje år.

Irma Rosenberg tycker att Riksbanken har varit för sen, för feg, gjort dumma prognoser. Vi har större trovärdighet än vad vi tror, trovärdigheten hos oss själva är liten, ja det är ingen hejd på kritiken här. Det du började med att säga handlade om utbudsstörningar, d v s indirekta skatteändringar o s v. Det bör inte penningpolitiken agera på. Jag skulle vilja lägga till: i den mån det inte påverkar inflationsförväntningarna och därmed den inflatoriska processen. Där är vi helt överens. Men det måste ju gälla symmetriskt. Jag har en känsla av att du är asymmetrisk. Du säger att om vi får indirekta skatter som höjer inflationen så ska vi inte agera, men om styrräntan går ner så att vi får också en temporär effekt, då förklarar vi bort det enligt dig och det är fel. Är inte det asymmetriskt? Jag menar att vi ska vara symmetriska och då gäller det självfallet åt båda hållen. Sen, avslutningsvis, så har du i många sammanhang, Irma, och det har jag så svårt att förstå, gjort en poäng av att vi sänkte styrrän-

tan försent januari 1996. Då kommer frågan: När borde vi ha sänkt? Är det i november 1995 vi skulle ha sänkt? Och vad har det i så fall för realekonomiska konsekvenser i termer av BNP? Talar vi om en procent, talar vi om två procent, hur stor är den här effekten? Skälet till att vi väntade, och det har jag sagt många gånger, det var att vi ville säkra inflationsförväntningarna. Och det tror jag man kan vara överens om att ju snabbare det lyckas, ju mindre blir produktionsförlusten. Därför att vi får produktionsförluster om vi har förväntningar som är inställda på en högre nivå än inflationsmålet. Vi behöver föra en stramare politik. Ju kortare den perioden är, ju bättre är det. Vi är överens om att man inte kan gå hundraprocentigt på de nivåerna som framkommer i olika enkäter. Men de är rätt bra indikationer. Där låg inflationsförväntningarna på hösten 1995, strax över tre procent, och det fanns en diskussion på hösten 1995 om att inflationsmålet är högst tre procent. Och det är klart att börjar vi vänja oss vid en sådan diskussion, då börjar vi snart tro att inflationsmålet är tre procent och så strävar vi efter två. Och då får vi en diskrepans, och produktionsförluster. I stället gällde det att markera att det är två procent som är målet. Och jag gjorde det ett antal gånger under den här perioden. Därefter kom vi ned under tre procent. Vad man kan fråga är: Var det klokt att göra det redan då? Och den frågan ställdes faktiskt här i Nationalekonomiska Föreningen. Här var det åtminstone två professorer, höll jag på och säga, men en är professor och en är docent, som var uppe och gav mig kritik i februari 1996, kritik från andra hållet. Varför sänker ni räntan nu? När Irma ville att vi skulle ha gjort det ett halvår innan. Varför sänker ni räntan? Är detta trovärdigt? En kritiserade oss så kraftigt så att vi tyckte att honom måste vi anställa på Riksbanken, Anders Vredin. En annan var Assar Lindbeck, så vi köpte en tavla av honom. Ekonomer är ofta "on the one hand and on the other". En del ekonomer tyckte att vi ska skulle sänkt tidigare,

och det finns en del som tycker vi skulle ha väntat. Då drar jag slutsatsen att "on balance" var det nog en ganska klok politik. Tack.

Ulf Dahlsten

Väldigt, väldigt korta repliker måste inledarna få här, Irma, Nisse kort, och sen får Urban självklart sista ordet.

Irma Rosenberg

Jag skall inrikta mig på frågan hur man utformade politiken hösten 1995. Det finns olika inslag i det. Naturligtvis var inflationsförväntningarna fortfarande höga, men jag tror att man ganska säkert kan säga att inflationsförväntningarna inte går *före* den faktiska utvecklingen utan anpassas *efter* inflationen. Man ser rätt tydligt nu att om inflationen går upp, ja då finns det en tendens till höjning av förväntningarna och tvärt om. Och min synpunkt när det gäller penningpolitiken hösten 1995, var att hade Riksbanken gått ut och pekat på att konjunkturen var på väg ner – man kunde se det väldigt tydligt – och att det var dags att sänka räntan för att inte ekonomin skulle falla för djupt så hade det varit en signal till även bedömarna att ett nytt skede var på gång. Och det hade bidragit till att trycka ner inflationsförväntningarna. Men så länge Riksbanken valde att inte sänka räntan så var slutsatserna att det fortfarande fanns risk för inflation. Det är min syn på hur man kan använda penningpolitiken som ett offensivt vapen och visa vägen.

Ulf Dahlsten

OK. Nisse har fått svar på styrräntan.

Nils Lundgren

För det första vill jag påminna om att jag hävdar just att detta är en för kort period för att bedöma om det här går bra, men att

det å andra sidan ofta är så att det i många avseenden är som värst i början, när man ska gå över från att haft mycket hög inflation i ett kvarts sekel. Det har lett till hög arbetslöshet, därför att vi har persistensfenomen i ekonomin. Här framförs tanken att det har gått bra nu ett tag, men att inom kort kommer bakslaget. Det går emellertid att argumentera i rakt motsatt riktning. Det blir allt lättare att klara den förda politiken, ju längre man håller på.

Det andra är att jag visserligen håller med om det som Klas sa här, men jag vill också påminna om att har man inte politisk uppbackning, så går ingenting. Det är emellertid inte ointressant på vilka vägar, med vilka metoder, man åstadkommer politisk uppbackning. På den punkten får man se upp. Carl Johan Åberg har skrivit en bok i frågan. Den boken driver bl a tesen att man kan trixa till författningen, så att det går att genomföra sådant som folk inte vill. Sådant brukar misslyckas.

Ulf Dahlsten

Urban. Den sista repliken.

Urban Bäckström

Ja, mycket kort. Nej Irma, jag hänger inte med. Först säger du att inflationsförväntningarna är bakåtblickande. Du säger att de anpassas efter de faktiska utvecklingen som har varit. Å andra sidan så säger du att Riksbanken ska vara tuffare och aktivt påverka inflationsförväntningarna, men det sa du ju nyss att vi inte kunde. Utan det var utfallet som påverkar. Här måste man bestämma sig. Är inflationsförväntningarna bakåtblickande? Då måste man föra en stram politik. Är de framåtblickande och då kan de påverkas omedelbart. Då behöver inte politiken vara så stram. Jag är inte med Irma, men vi får ta det där vid något annat tillfälle.

Sa jag att smällen kommer? Jag tror inte det, det var någon annan som sa.

Nils Lundgren

Det antyddes på flera håll.

Urban Bäckström

Det var i varje fall inte min avsikt att antyda det. Och låt mig sen komma till EMU och kronan. Nils sa att det finns de som är positiva till EMU och säger att det blir stora effekter på kronan om Sverige inte går med. Och så finns det de som är negativa till EMU och de säger att det blir små effekter på kronan om Sverige inte går med. Med det finns ju en variant till och den har Riksbanken stått för, vi har nämligen varit positiva till EMU och vi säger att kanske små effekter om vi står

utanför men detta beror i så fall på förtroendet för den ekonomiska politiken, inte av partiella flöden. Partiella flöden finns det ju hela tiden som verkar i valutamarknaden åt olika håll. Förtroendet står i centrum för penningpolitiken och kronans kurs. Det är vi fast beslutna att värna om.

Ulf Dahlsten

Jaha, tack Urban. Jag vill avsluta det här mötet med att konstatera att vi har fått ett ytterligare ämne för framtida möten: Vad är rätt växelkurs för Sverige? Det var nämligen en fråga som ofta kom upp men som egentligen aldrig fick svar. Men det får vi ta en annan gång. Tack för idag, tack Urban, tack alla deltagare.