FÖRHANDLINGAR Nationalekonomiska Föreningen 1996-02-21

Sammanfattade och redigerade av PIRJO FURTENBACH och ekon dr ANDERS PAALZOW

Ordförande: professor **Lars Bergman**
Inledare: riksbankschef **Urban Bäckström**, chefekonom, professor **Carl B. Hamilton**, Handelsbanken samt docent **Anders Vredin**, Handelshögskolan
Övriga debattdeltagare: professor **Lars E.O. Svensson**, professor emeritus **Erik Dahmén**, arkitekt SAR **Ingvar Ekemark**, professor **Lars Jonung**, direktör **Lars Wohlin**, ekonom **Hans Rödén** och professor **Assar Lindbeck**

Riksbanken och penningpolitiken

Lars Bergman:

Sedan årsskiftet är jag ny ordförande i Nationalekonomiska Föreningen och vill hälsa samtliga välkomna till kvällens möte om Riksbanken och penningpolitiken. Jag vill särskilt hälsa riksbankschefen Urban Bäckström välkommen liksom chefekonom Carl B. Hamilton och docent Anders Vredin. Till de uppmärksamma medlemmar som undrar varför vi inte har ett möte om Finansplanen vill jag säga att det kommer senare i år därför att staten har lagt om sitt budgetår. Mötet om finansplanen kommer förhoppningsvis att i fortsättningen bli den stora tilldragelsen i början av hösten i den här föreningen.

Nationalekonomiska Föreningen anordnar regelbundet Wicksell Lectures. Årets föreläsare är professor Gary S. Becker och föreläsningarna äger rum den 12 och 13 mars på Handelshögskolan.

Ordet går till Urban Bäckström.

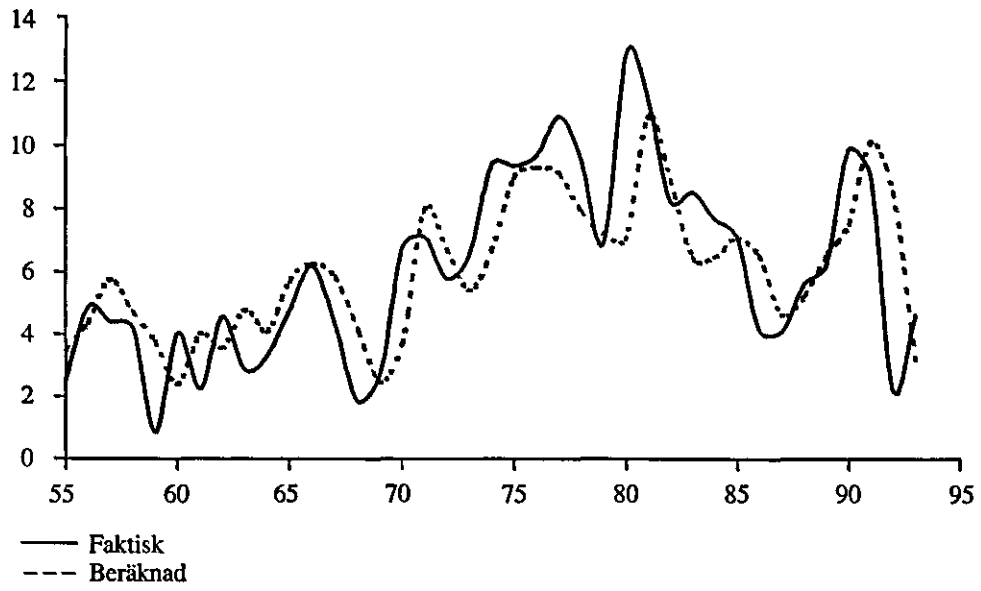
Urban Bäckström:

Det är på dagen ett år sedan som jag hade äran att här diskutera inflationsmålet. Jag talade då om målets bakgrund, vikten av prisstabilitet och hur man skall tolka det siffersatta målet. Min avsikt idag är att bygga vidare på den diskussionen och tala om hur penningpolitiken bedrivs och vilka effekter som man kan tänka sig att den har. Jag tänkte lägga upp den i ett par olika avsnitt. Den första frågan är naturligtvis inflationens bestämningsfaktorer. Och den andra frågan är hur centralbanken kan påverka inflationen. Den tredje frågan blir att kombinera dessa två till en ganska enkel, jag betonar *enkel*, analysmodell för penningpolitiken för att med den sedan som utgångspunkt diskutera den penningpolitik som har förts under de senaste åren.

Inflationens bestämning
– Den välbekanta Phillipskurvan

En utgångspunkt kan vara den välbekanta Phillipskurvan. Den kan ju, som vi alla vet, diskuteras i lite olika termer. Gemensamt är att inflationstakten bestäms av två faktorer. Den första är relationen mellan total efterfrågan och totalt utbud och den andra är den förväntade inflationen. Om man t ex använder arbetsmarknaden, mäts relationen mellan efterfrågan och utbud som skillnaden mellan rådande arbetslös-

Figur 1 **Inflation 1955–1993**



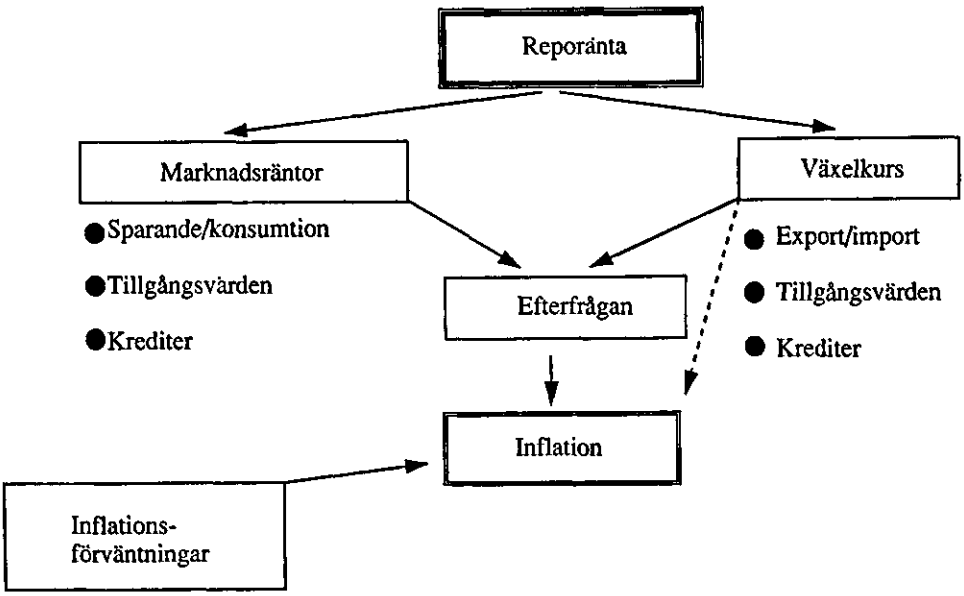
Källa: Riksbanken

het och den nivå som är förenlig med konstant inflation. Men man kan också titta på varumarknaden och då riktar man intresset mot det s k produktionsgapet, dvs skillnaden mellan faktisk efterfrågenivå och ekonomins normala kapacitetsutnyttjande, som är förenlig med oförändrad inflationstakt. I valet mellan dessa två tänker jag för enkelhetens skull genomgående använda mig av beskrivningen i termer av produktionsnivåer.

Om produktionsgapet är noll, är inflationen, enligt den här modellen konstant och lika med den förväntade inflationen. För att inflationstakten skall sjunka i en sådan situation krävs antingen att produktionen faller under nivån för normalt kapacitetsutnyttjande eller att inflationsförväntningarna går ner.

Diagrammet väcker en del frågor om hur det är specificerat och beräknat och då vill jag hänvisa till de noter som finns i mitt skrivna manus. Diagrammet visar faktisk och beräknad inflation för perioden 1955-1993 och bygger på empiriska skattningar som vi har gjort inom Riksbanken och som också finns publicerade. Det utgår från ett mått på produktionsgapet och ett mått på inflationsförväntningarna. Dessa två faktorer kan man väl säga tämligen väl förklarar inflationens utveckling under den här ganska långa perioden. Men vi ser också att under vissa perioder förekommer det större eller mindre avvikelser. Det kan beror på olika faktorer. En sådan faktor skulle kunna vara den typen av störningar som kommer vid internationella råvaruprisförändringar, indirekta skatter, subventioner eller t ex växelkursförändringar, devalveringar, där inverkan sker via ändrade importpriser. En annan kompletterande förklaring kan naturligtvis också vara att dessa avvikelser beror på att modellen är för enkelt specificerad. Man kan inte med mekaniska och av nödvändighet tillbakablickande metoder på ett enkelt sätt fånga produktionsgap och inflationsförväntningar utan man måste förmodligen komplettera detta genom att titta på flera faktorer för att hitta inflationsutveck-

Figur 2 **Transmissionsmekanismen**



lingen. För den framställning som jag har tänkt att göra i kväll tror jag dock att modellen fungerar alldeles utmärkt.

Transmissionsmekanismen – Penningpolitikens inverkan på ekonomin

Nästa fråga blir hur centralbanken kan påverka dessa två bestämningsfaktorer. Hur kan centralbanken påverka produktionsgapet och hur kan den påverka inflationsförväntningarna? Då måste vi starta med utgångspunkten att Riksbanken, liksom de flesta, för att inte säga alla, centralbanker i industriländer, bedriver penningpolitik genom styrning av korta räntor. Denna mekanism kallar vi för transmissionsmekanismen.

Transmissionsmekanismen beskriver hur en ändring av styrräntan påverkar produktionsgapet via efterfrågeutvecklingen i ekonomin och hur detta i sin tur slår på inflationen och förväntningarna. Detta sker via marknadsräntan och växelkursen, vilka i sin tur även påverkar t ex kreditefterfrågan och tillgångspriserna.

Om vi börjar med *räntekanalen* beskriver den kanske de mest direkta effekterna av en ändrad styrränta, för då påverkas korta marknadsräntor mer eller mindre proportionellt när styrräntan ändras. I egenskap av monopolist på slutgiltiga betalningsmedel kan Riksbanken kontrollera räntan på dagslån och även påverka räntan på krediter med längre löptider. Om räntan stiger blir det dyrare att låna kortfristigt och det ökar efterfrågan på längre krediter. Samtidigt blir det mer attraktivt att placera kortfristigt och då minskar utbudet på längre krediter. På så sätt tenderar även långa räntor att stiga när den korta räntan går upp.

Högre räntor, och de är den första mer direkta effekten av transmissionsmekanismen, gör det mer attraktivt att spara, dvs att konsumera mindre. I samma riktning verkar effekten via tillgångspriserna. Om priset på finansiella och reala tillgångar – aktier, långa obligationer, fastigheter, m m – faller i värde, ser hushållen sin förmögenhet krympa och därmed blir de mindre benägna att konsumera. Ränteupp-

gången gör också att det blir dyrare att finansiera reala tillgångar. Företag som är beroende av banklån för sin finansiering påverkas också av en höjd ränta. Därmed blir det både svårare och dyrare att låna i bank eller andra kreditinstitut. Det minskar tillgången på krediter och företagens vilja och förmåga att bära sådana skulder. Därmed måste verksamheten dras ner och investeringar skjutas på framtiden. Detta påverkar efterfrågan i negativ riktning och följaktligen också inflationstrycket.

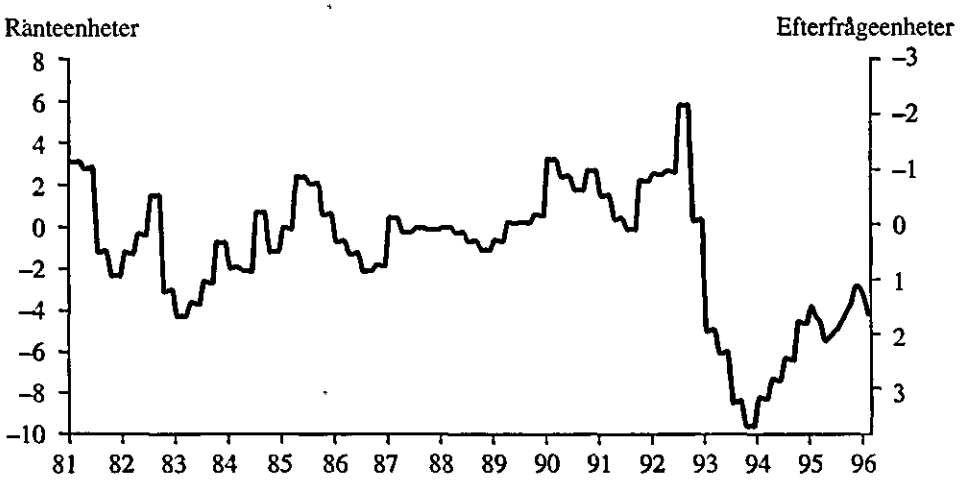
Växelkurskanalen bygger på att penningpolitiken även påverkar växelkursen. Den vanligaste effekt som man brukar tänka på är att en höjning av styrräntan leder till att växelkursen stärks omedelbart, allt annat lika. Det beror i sin tur på kort sikt på att högre räntor får inhemska tillgångar att framstå som mer attraktiva än placeringar i andra valutor. Det leder till ett inflöde av kapital och ökar efterfrågan på det egna landets valuta och förstärker växelkursen. Det finns också en annan effekt som kanske inte så ofta uppmärksammas. Man kan se växelkursen som priset på ett lands valuta uttryckt i ett annat lands valuta, vilket betyder att växelkursen påverkas av skillnader i inflationstakt mellan länderna. Stramare penningpolitik betyder lägre faktisk inflation och kan också påverka den förväntade inflationen och det torde då avspegla sig i att växelkursen stärks. Det har visat sig att mindre förändringar av den förväntade inflationen, eller osäkerheten kring den, kan ge ganska stora utslag i växelkursen. Den förväntade inflationen påverkas också av förtroendet för budgetutvecklingen och därmed finns det en direkt koppling mellan den förda finanspolitiken och växelkursen.

En starkare växelkurs påverkar sedan ekonomin på en rad olika sätt. Jag tycker att detta är ett centralt avsnitt, eftersom *växelkurskanalen* ofta glöms bort i den svenska debatten. För det första kan man säga att utländska varor – och det är den vanliga effekten – blir billigare jämfört med inhemskt producerade varor och det betyder att importen ökar och exporten faller. Och det krymper efterfrågan och dämpar inflationstrycket. Den andra effekten är den engångsvisa sänkningen av prisnivån som kommer sig av att importen blir billigare när växelkursen stärks. Den tredje effekten går via tillgångspriserna på så sätt att aktiekurserna stiger i händelse av att växelkursen deprecierar eller omvänt att aktiekurserna faller när växelkursen stärks för företag som är verksamma i den konkurrensutsatta sektorn. Det var en mycket påtaglig effekt som vi såg efter det att kronan föll hösten 1992. Detta påverkar följaktligen förmögenhetsställningen hos hushållen och även investeringsbenägenheten hos de berörda företagen. Den fjärde effekten går förmodligen via kreditefterfrågan hos företagen i den konkurrensutsatta sektorn när växelkursen förändras. Om man summerar dessa fyra effekter i växelkurskanalen, får man en effekt på efterfrågetrycket och följaktligen på inflationen.

Det är inte bara utbuds- och efterfrågeförhållanden som påverkar inflationstakten utan även inflationsförväntningarna. Då handlar det egentligen om förväntningar om den framtida politiken. Dessvärre är det inte bara så att penningpolitiken påverkar förväntningarna. Vi vet att andra faktorer spelar in. Budgetutvecklingen är en sådan faktor. Vi har lärt oss under årens lopp att ohållbart stora budgetunderskott minskar tilltron till prisstabiliteten på sikt och påverkar därigenom den förväntade inflationen. Denna förväntningsmekanism som går via budgetpolitiken speglar hur finanspolitiken påverkar förutsättningarna för penningpolitiken på ett annat sätt än via den sedvanliga efterfrågeeffekten, som uppstår när finanspolitiken stramas åt eller lättas.

Om det är så att priserna riskerar att stiga på grund av förväntningar om att inflationen kommer att ta fart i framtiden, måste penningpolitiken hålla tillbaka inflationen genom att den utformas så att förväntningsbilden förändras. Jag åter-

Figur 3 **Monetärt index**



Källa: Riksbanken

kommer till detta lite senare. I praktiken har det visat sig nödvändigt att hålla tillbaka efterfrågan under en period när centralbanker har varit tvungna att med konkreta åtgärder – i form av räntehöjningar – visa att förväntningarna har varit ogrundade.

Monetärt index – Transmissionsmekanismens samlade effekt på ekonomin

Frågan är hur man kan fånga dessa två kanaler för att se den samlade inverkan på efterfrågan i ekonomin från både växelkurskanalen och räntekanalen. Man kan naturligtvis förlita sig på estimeringar av aktuella data. Vi brukar visa detta i form av ett monetärt index.

Monetärt index är ett sätt att försöka fånga både växelkurskanalen och räntekanalen. Det är mått på graden av lättnad eller åtstramning av de monetära förhållandena från någon godtyckligt vald tidpunkt. Det är i allmänhet inte meningsfullt att se till själva nivån på indexet. Jag återkommer till detta.

När det gäller metoder så finns det många olika metoder som man kan använda när man konstruerar ett sådant index. En metod är att utgå från *förändringen i ränteenheter av realräntan från en given basperiod och väga samman den med den procentuella förändringen av den reala effektiva växelkursen jämfört med samma basperiod.* Detta har man gjort i diagrammet. Vikten mellan dessa två kan man basera på empiriska skattningar av realräntans respektive den reala växelkursens inverkan på efterfrågan i ekonomin. Om man tittar på de skattningar som har gjorts på svenska data, varierar vikten lite beroende på modellspecifikation och tidshorisont. Ofta hamnar de på att en höjning av realräntan med en procentenhet har ungefär samma effekt på efterfrågan som en real appreciering med tre till fyra procent. Om man konstruerar ett monetärt index på detta sätt, får man det uttryckt i ränteindexenheter (avvikelser från basperioden). Man kan också gå ett steg till. På basis av skattningar av räntans samlade inverkan på efterfrågan kan man uttrycka indexet i efterfrågeindexenheter, dvs vilken effekt har en given förändring av realräntan på efterfrågan i ekonomin. Återigen, om man tittar på de skattningar som har gjorts, ligger de mellan 0,3 och 0,6 procent när det gäller en procentenhets höjning av realräntan.

Figur 4 **Enkel analysmodell**

$$MI = a\,\{[\text{Förväntad inflation} + b\,(\text{produktionsgap})] - \text{inflationsmål}\}$$

Inflationsprognos

a Hur mycket bör riktvärdet för MI ändras som en reaktion på en skillnad mellan inflationsprognosen och inflationsmålet

b Hur mycket påverkas inflationsprognosen om produktionsgapet ändras

Detta är ett monetärt index för Sverige. Basperioden i diagrammet är från 1984 till 1986. Indexet är uttryckt både i ränteenheter och i efterfrågeenheter, vänster respektive höger skala i diagrammet. Och precis som jag sade skall man vara försiktig med de absoluta nivåerna här. Däremot kan man naturligtvis göra jämförelser mellan näraliggande perioder. Om man t ex tittar på förändringen från 1991–92 och jämför denna med situationen 1993–94, ser man tydligt att det är en mycket kraftig expansiv effekt som kommer. Den kommer i stor utsträckning från växelkursen.

Låt oss försöka knyta ihop detta. Jag vet att det kan resa en hel del frågor, men som jag sade tidigare så vill jag hänvisa den intresserade till noterna i mitt skrivna manus.

Jag började med Phillipskurvan och gick vidare till transmissionsmekanismen och försökte uttrycka detta i termer av ett monetärt index. Sedan försöker vi att göra en enkel modell för penningpolitiken.

Det är en mycket enkel modell som visar inflationsprognosens bestämningsfaktorer minus inflationsmålet på den högra sidan. På den vänstra sidan finns det monetära indexet. Vi har två koefficienter i den enkla modellen.

a är en positiv koefficient som anger hur mycket riktvärdet för det monetära indexet bör ändras som reaktion på en given skillnad mellan prognostiserad framtida inflation och den takt som följer av prisstabilitetsmålet.

b är en positiv koefficient som anger hur mycket den prognostiserade inflationen påverkas av produktionsgapet.

Trots alla reservationer som man måste göra när man tittar på en sådan här enkel formalisering ger denna modell en hel del viktiga utgångspunkter för penningpolitiken. Den första utgångspunkten är att om efterfrågan i ekonomin dämpas så att det blir mindre spänningar mellan efterfrågeoch utbudsförhållanden i ekonomin, viker inflationstrycket. Inflationsprognosen går ner. Då är en lättnad av penningpolitiken motiverad såvida man då efter denna lättnad kan bedöma att man hamnar i linje med inflationsmålet. I ränteindextermer innebär det att riktvärdet för det monetära indexet sänks. Det sätt som centralbanken kan göra detta på är att använda sitt policyinstrument, nämligen styrräntan. Styrränteförändringen kan sedan påverka växelkursen, men det är naturligtvis osäkert hur mycket den påverkar växelkursen. Man kan då titta på det monetära indexets utveckling för att avväga via styrräntan mot vad som händer med växelkursen. Det innebär att ju större deprecieringen blir desto större utrymme och behov finns det för räntesänkning, allt annat lika. Indexet ger, med reservation för osäkerheten i skattningarna, en kvantitativ *indikation* på utbytesförhållandet mellan ränta och växelkurs.

Antag i stället att vi hamnar i en situation där inflationsprognosen stiger och att infla-

tionsprognosen framöver blir högre än målet, då följer att centralbanken skall strama åt politiken, höja riktvärdet för det monetära indexet, dels för att hålla tillbaka de direkta inflationsimpulserna och också för att hålla nere inflationsförväntningarna.

Man kan tänka sig en tredje situation. Om växelkursen deprecierar eller apprecierar, och allt annat lika, innebär det att räntan sätts lägre respektive högre och därigenom håller man det monetära indexet konstant och centralbanken parerar den efterfrågeeffekt som annars skulle uppstå via växelkursen. Efter detta hamnar man i linje med inflationsmålet. Jag kommer med många reservationer för att de problem man får när man förenklar en framställning som här, är att de ofta tas som det enda styrinstrumentet för centralbanken. Men det är för att illustrera tankemässigt hur man kan fundera på indikatorerna.

Nästa reservation är: Det gäller att försöka urskilja kortsiktiga och temporära effekter i växelkursen. Det gäller att koncentrera sig på de mer bestående växelkursrörelser som får inverkan i räntepolitiken. Jag vill heller inte få någon att tro att penningpolitiken kan bygga på finjustering av dessa monetära förhållanden. Det är inte därför jag tar upp detta i kväll.

En annan viktig sak är att ett monetärt index inte kan användas som ett fast mellanliggande mål mellan styrräntan och det slutliga målet, prisstabilitet. Ett monetärt index är inte ett intermediärt mål utan jag tycker att man skall se det snarast som en operativ indikator, men man får inte hamna i en situation där räntan skall styras mycket kortsiktigt på övergående växelkursjusteringar. Indexet bör fortlöpande justeras med hänsyn till inflationsprognosen, som i sin tur är beroende av efterfråge- och utbudsutvecklingen och dessutom inflationsförväntningarna.

Om penningpolitiken inriktas på att stabilisera prisutvecklingen enligt detta mönster, bidrar den ju också indirekt till att stabilisera efterfrågan. Penningpolitiken stramas åt när efterfrågan visar tendenser till att stiga snabbare än vad som är förenligt med kapacitetsutrymmet och följaktligen lättas när efterfrågan faller. En förutsättning för detta är att inflationsförväntningarna är låga. I annat fall måste centralbanken strama åt lite extra för att nå målet och för att upprätthålla tilltron till inflationsmålet. Om inflationsförväntningarna är för höga, kommer inflationen, när produktionsgapet sluts, att återvända till den för höga nivån. Det är därför jag säger att förutsättningen för en utveckling i linje med den potentiella produktionen är att inflationsförväntningarna kommer ner och är i linje med målet.

Penningpolitiken i praktiken – Från slutet av 1992 till början av 1996

Låt mig i ett avslutande avsnitt mot bakgrund av denna modell och detta synsätt diskutera penningpolitiken från slutet av 1992 fram till början av 1996.

Man kan under den tiden urskilja tre perioder. *Period 1* inleds med att kronan börjar flyta. Vi går över till en rörlig växelkursregim och i det läget var graden av ledig kapacitet i ekonomin ganska hög och risken för inflationstendenser följaktligen begränsad. Vi kommer också ihåg att det svenska banksystemet befann sig i en mycket svår situation och tillgångspriserna föll. Dessa saker begränsade också efterfrågeutvecklingen via respektive kanaler och följaktligen inflationsriskerna. Däremot var inflationsförväntningarna relativt höga under denna period. Det återspeglade för det första vår oförmånliga historia på 1970- och 1980-talen. Det återspeglade säkert också övergången till och osäkerheten kring den nya penningpolitiska regimen. För det tredje påverkades otvivelaktigt förväntningarna av den mycket dåliga statsfinansiella situationen. Förväntningarna och osäkerheten tog sig bl a uttryck i en påtaglig depreciering av kronans kurs, vilket naturligtvis gav en stark efterfrågeimpuls i den svenska ekonomin.

Styrräntan sänktes från ungefär 12 procent ned till under 7 procent under denna period, det handlar alltså om 5 procentenheter. Om vi jämför med perioden före turbulensen, våren 1992, fram till sommaren 1994, gick följaktligen styrräntan ned från 12 procent till 7 procent, dvs med 5 procentenheter. Om vi tittar på det monetära indexet i stället, så ser vi att under samma tid gick det ned från ungefär plus 2,5 procent till minus 7,5 procent i ränteindextermer, dvs med 10 procentenheter. Tidvis som vi kan se i *Figur 3* var nedgången ännu större. Om man jämför samma perioder, dvs första halvan av 1992 med sommaren 1994, var nedgången 10 indexenheter, alltså dubbelt så stor som nominalräntan. Det beror på att hänsyn tagits i det monetära indexet till växelkurseffekten och dess inverkan på efterfrågan i den svenska ekonomin. Detta är en illustration på hur viktigt det är att se också till växelkurseffekten när man tittar på den här perioden. Antag t ex att Sverige hade varit en sluten ekonomi, där växelkursen hade spelat en väldigt liten roll för efterfrågeutvecklingen, då hade motsvarande efterfrågeimpuls krävt en sänkning av den reala korta räntan med 10 procentenheter. Detta är, som var och en inser, en ganska stark monetär impuls i ekonomin. Om vi tittar på den högra skalan av diagrammet (*Figur 3*), kan man tala om en efterfrågeimpuls, med de reservationer man måste göra för skattningarna, i storleksordning 3-4 procent av BNP och det är således en mycket stark impuls som kom i det läget.

Effekten av detta, om man följer transmissionsmekanismen vidare ut i ekonomin, lät ju inte vänta på sig heller. Eftersom mycket av effekten kom via växelkursen, fick vi en av de starkaste industrikonjunkturer vi i Sverige har upplevt på mycket länge. Vi talar här om att industriproduktionen steg dubbelt så mycket på bara några få år jämfört med hela 1980-talet. Då inser var och en att det var en stark effekt. Vi fick också, om än i mycket svagare utsträckning, en uppgång i produktion inom övriga delar av näringslivet. De gynnades dock inte lika mycket av kronfallet. Om vi tittar på tillväxten totalt sett under den första perioden, låg den i stort sett i linje med de tillväxttal som vi har sett vid tidigare återhämtningsfaser.

Därmed kommer jag in på *period 2* av mina tre perioder. Vi börjar närma oss den successivt under loppet av 1994. Under första halvan av 1994 såg vi att inflationsförväntningarna, som hade kommit ner något, började att plana ut och under sommaren 1994 såg vi i enkäterna att de började stiga igen. Det innebar att fler och fler hushåll och företag i den svenska ekonomin började räkna med att inflationen skulle gå upp. Det påverkade deras beteende när det gällde olika typer av kontrakt. Vi såg också att den långa räntan, som i varje fall i ett längre perspektiv kan ses som en indikation på inflationsriskerna och den allmänna osäkerheten, hade stigit från strax under 7 procent ända upp till mellan 11 och 12 procent under loppet av våren 1994. Kronan, som även den i ett längre perspektiv kan ses som en indikation på inflationsosäkerheten, fortsatte att pendla på låga nivåer och började t o m falla under senvåren 1994. Det är helt klart att inflationsförväntningarna började justeras upp, även om vi naturligtvis inte kan vara helt säkra på nivåerna under loppet av våren 1994, och inte minst under sommaren. Om vi tittar på produktionsgapet, minskade det på ett sådant sätt att det började komma inflationsimpulser på ett mycket tidigt stadium från industrin. Det såg vi då i form av stigande producentpriser och också genom de olika mått som finns att kapacitetsutnyttjande började närma sig mycket höga nivåer i industrin. Enligt vår bedömning ökade risken vid den här perioden för svårigheter i den kommande avtalsrörelsen och för en spridning av löneökningar till andra delar av den svenska ekonomin och därmed en acceleration av inflationstakten i hela ekonomin. I linje med denna mycket enkla analysmodell skulle de monetära förhållandena stramas åt. Produktionsga-

pet reducerades och gav spänningar, även om det var tidigt, och inflationsimpulser och inflationsförväntningarna steg.

Det är egentligen inte så konstigt. Det är klart att en sådan stark monetär stimulans som vi hade under den perioden inte kan pågå hur länge som helst utan att det någon gång kommer en situation, där risken ökar för en acceleration av inflationstakten. Förr eller senare måste en åtstramning komma. Vi från Riksbankens sida började i augusti 1994 att strama åt genom att höja reporäntan. Vi kom från 6,92 upp till 8,91 procent början av juli 1995.

Uppgiften för oss låg på två plan. *För det första* var det att direkt motverka en spridning och även uppkomst av inflationstendenser när det gäller spänningsförhållanden mellan efterfråge- och utbudssidan. *Det andra* är lika viktigt och glöms bort ibland. Det var att bidra till att dämpa inflationsförväntningarna. Under denna period fortsatte arbetet med saneringen av statsfinanserna. Riksdag och regering tog många olika beslut under hösten och våren 1995 och det ledde så småningom fram till konvergensprogrammet som presenterades före sommaren 1995. Resultatet av dessa två åtgärder, dvs budget- och penningpolitiken, blev sammantaget att vi fick en uppbromsning av den potentiella inflationsuppgången. Vi har också sett under sommaren och hösten 1995 hur inflationsförväntningarna började falla påtagligt. Det blev en anpassning i termer av det monetära indexet som innehöll både en appreciering av kronan och höjda styrräntor.

När vi gav ut inflationsrapporten i november 1995, dvs i höstas, gjorde vi bedömningen att de monetära förhållandena i stort sett hade nått den nivå som skulle ge en inflationstakt inom ramen för toleransintervallet. Vi gjorde dock bedömningen att inflationen skulle ligga mellan 2,5 och 3 procent, vilket vi bedömde vara för mycket. Denna prognos utgick från en fortsatt stabil tillväxt och att inflationsförväntningarna skulle ligga kvar på den nivå som vi kunde se när vi gjorde avstämningen inför inflationsrapporten. Vad som sedan hände var att inflationsförväntningarna fortsatte att falla. Den trend som vi hade sett under hösten fortsatte neråt även efter inflationsrapportens presentation. Sannolikheten började successivt öka för att vi skulle nå en inflation i linje med målet.

Därmed närmade vi oss *period 3*. Vi började titta på förutsättningarna för att sänka styrräntan. Under december 1995 fick vi också mer och mer bekräftat bilden av en svagare internationell konjunktur med den dämpning av tillväxten den har på svenska företag. En tillväxt under ekonomins potential reducerar kapacitetsutnyttjandet och begränsar inflationsriskerna från efterfrågesidan. Till detta finns det indikationer att inflationsbenägenheten i svensk ekonomi förefaller ha dämpats under de senaste åren, även om man naturligtvis måste säga att det finns ytterligare utrymme att vidta åtgärder när det gäller lönebildningen, som inte kan sägas fungera särskilt bra med tanke på den höga arbetslösheten.

Mot denna bakgrund reviderade vi successivt ner vår bedömning jämfört med den vi gav i november månads inflationsrapport. Vi kom så småningom fram till en bedömning att vi skulle lätta på de monetära förhållandena och att det var motiverat, samtidigt som inflationen väntas hamna i linje med prisstabilitetsmålet. Således inledde vi en anpassning av reporäntan i början av januari 1996.

Avslutning

Låt mig avslutningsvis säga att jag har försökt att visa på en enkel analysmodell, som förhoppningsvis kan göra det lite enklare att mer systematiskt följa de olika inflationsindikatorerna. Jag brukar peka på kronan, konjunkturen och inflationsförväntningarna i den mindre sofistikerade debatten än den som förekommer i Nationalekonomiska Föreningen. Man kan säga att dessa tre fångas i den modell jag har försökt att visa. Men jag måste även säga att det jag

nu har sagt kan ju, men får inte, tolkas som att penningpolitiken är en enkel och mekanisk process. Vi vet att ekonomin förändras, samband förskjuts och bedömningar om framtiden har sina speciella svårigheter som vi alla vet. Vi har inte metoder att *exakt*, med betoning på *exakt*, räkna fram ett värde eller en bana för det monetära indexet som leder till prisstabilitet. Det behövs *bedömningar* och därför handlar penningpolitik om en process där man använder olika verktyg, man gör alternativa scenarier och slutligen med mycket stor ödmjukhet går man fram och gör avvägningar på basis av risker och möjligheter. Mot denna bakgrund anpassar de flesta centralbanker sin räntepolitik successivt för att bedöma om den statistik som kommer in stämmer med den bild som man har av det ekonomiska förloppet och som ligger till grund för uppläggningen av politiken och dessutom tolkningen av penningpolitikens inverkan på ekonomin.

Vi publicerar nästa inflationsrapport den 4 mars och där ger vi återigen vår syn på inflationsutsikterna framöver. Min förhoppning är att ni i rapporten och den politik som vi kommer att föra framöver kommer att känna igen de resonemang som jag har försökt att beskriva här i kväll.

Lars Bergman:

Vi tackar riksbankschefen för denna pedagogiska och klargörande beskrivning av penningpolitiken och lämnar ordet till professor Carl B. Hamilton, chefekonom vid Handelsbanken.

Carl B. Hamilton:

På 1800-talet fanns det i Sverige en författare som hette August Blanche och han hade ett bevingat ord som var: "Fan må vara teaterdirektör!". Jag tror att nu 100 år senare kan man byta ut "teaterdirektör" mot "riksbankschef". Adelsmärket för en chef, för en oberoende Riksbank med ett långsiktigt perspektiv är att med jämna mellanrum bli utskälld. Ibland är mellanrummen väldigt korta, men de har faktiskt blivit längre. Det var ett analytiskt intressant anförande och det gör att mitt inlägg inte blir en utskällning utan ett försök att ställa modellen och politiken, som Urban Bäckström har talat om, mot den faktiskt förda politiken.

Jag uppfattar det så att man idag har fyra bestämningsfaktorer när man på Riksbanken funderar på politiken. Dessa är inflationen, inflationsförväntningarna, som Urban Bäckström påpekade inte är någon restriktion för närvarande, och att Riksbanken har reviderat ner den inflationsprognos som man lade i november. Den tredje faktorn är växelkursen. Det är intressant att Urban Bäckström sade: "Det är dock nödvändigt att söka utskilja temporära från mer bestående växelkursrörelser. Räntestyrningen bör inte reagera på kortsiktiga och övergående kursjusteringar." Jag uppfattar detta som ett konstaterande att även om det är valutaoro, kommer inte Riksbanken nödvändigtvis att avstå från en räntesänkning av det skälet, utan man kommer att i större utsträckning än tidigare diskriminera mellan olika orsaker varför det är växelkursoro. Om t ex den italienska regeringen faller för femtioelfte gången, skall inte detta behöva både dra med sig den svenska kronan och svenska Riksbanken. Måhända finns det nu också en ökad djärvhet i politiken.

Den fjärde bestämningsfaktorn är konjunkturläget. Det har lyfts fram mera över tiden, beroende på att inflationen och inflationsförväntningarna inte längre är en restriktion.

Det är också intressant att ta del av vad som *inte* sägs när Urban Bäckström talar. Tidigare har det brukat talas från Riksbankens sida om budgeten och marginalerna i finanspolitiken. Jag hörde ordet "finanspolitiken" men ordet "marginal" var det inte mycket tal om. Man kan fråga sig varför riksbankschefen inte tar upp detta. Det finns några svarsalternativ som man kan lansera.

Ett är att budgeten är lagom. Fler besparingar behövs inte. Det behövs inte heller några skattehöjningar. Och finns det några strukturproblem i de offentliga budgetarna, kan vi bortse från dem just nu i alla fall.

Det andra svarsalternativet är att det behövs större marginaler i finanspolitiken än de som gäller idag men att strukturproblemen är lösta. Den senaste tidens oro på de finansiella marknaderna illustrerar Sveriges bräckliga situation, och den förklaras bl a av en bristande tilltro till budgetpolitiken och att långivarna måhända ser en risk för att statens upplåningsbehov inte längre minskar, utan kanske i stället kommer att öka.

Det tredje svarsalternativet som kanske är det mest problematiska, är att det behövs större marginaler än de som gäller idag, men att främsta problemet är att det finns för få strukturella åtgärder i sikte när det gäller budgetpolitiken, som skulle kunna åstadkomma en långsiktig stabilitet och robusthet i de offentliga finanserna och därmed en långsiktigt reducerad inflationsbenägenhet.

Urban Bäckström tog upp inflationsbenägenheten i ekonomin och menade att om något så har ekonomin blivit mindre inflationsbenägen. Skattenivån spelar dock en stor roll beträffande inflationsbenägenheten. Ju högre skatter vi har, ju mera tittar människor på inkomsten efter skatt, desto mera inflationsdrivande blir naturligtvis lönerörelsen. Även incitamentsproblemen i transfereringssystemen och i verksamheten i stat och kommuner kvarstår i långa stycken trots reformer under senare år.

Min nästa fråga gäller penningpolitikens tidsprofil. På vilken sikt fungerar penningpolitiken i Sverige? I följande typiska citat från finansutskottet sägs så här: "Penningpolitiken (i Sverige) verkar emellertid med lång eftersläpning. Erfarenhetsmässigt tar det ett till två år innan en penningpolitisk åtgärd får full effekt." Vad menas med detta? Som det är nu så sänker Riksbanken reporäntan i januari och februari samtidigt som man har en prognos att konjunkturen kommer att gå upp till sommaren eller till hösten. Om man uppfattar citatet så att effekten kommer först efter ett år, stimulerar Riksbankens nuvarande räntesänkningar ekonomin just när den befinner sig i en uppgångsfas och kanske går in i en ny högkonjunktur. En annan möjlighet är att uppfatta uttalandet som att hela effekten *mognat ut* efter två år och att huvuddelen av effekten mycket väl kan ligga inom det första året. Det vore intressant om Urban Bäckström kunde kommentera hur ni ser på hur tidsprofilen ser ut. Jag måste erkänna att jag inte har kunnat klura ut från litteraturen hur man skulle kunna skaffa sig en säker uppfattning om hur lagstrukturen ser ut i Sverige, och om ni på Riksbanken har en uppfattning, så mycket intressantare!

Den tredje punkten gäller Riksbankens ställning. Det jag har att säga är kanske inte i första hand riktat till riksbankschefen. Kvällens rubrik är "Riksbanken och penningpolitiken" och det gäller bl a frågan om en ny lagstiftning om Riksbankens konstitutionella och rättsliga ställning.

För det första är det viktigt att Riksbanken har en oberoende ställning, oberoende från dagspolitiken men, naturligtvis, inte från demokratin. Riksbanken skall kunna ha ett långsiktigt perspektiv och just uppfylla rollen att då och då vara utskälld utan att för den skull riskera att bli avsatt. I de offentliga dokument som regering och riksdag producerat finns ständigt en hänvisning till att vi bör ändra Riksbankens ställning därför att vi skall gå med i EMU eller därför att vi är med i den Europeiska Unionen. Faktum är att en självständig ställning är ännu viktigare om vi inte varit med i EU och om vi inte går med i EMU. Det är väldigt viktigt att understryka detta, och att inte luta sig mot medlemskap när man argumenterar för att Sverige skall ha en oberoende Riksbank, d v s en långsiktigt inriktad penningpolitik.

För det andra är det viktigt att vad vi talar om här egentligen är kodifiering av den

ställning som Riksbanken redan har. Ibland framställs det såsom en stor förändring jämfört med dagens, men det är snarast en kodifiering av dagens situation.

Det tredje är att det finns en utredning som har gjorts, Riksbanksutredningen. Man kan göra modifieringar i dess förslag. Det är viktigt att man tar denna utredning, den nyligen angivna skrivelsen från Riksbanken till regeringen och riksdagen, och följer upp med lagstiftningen om att få en också formellt mera självständig riksbank i Sverige. Alternativet är att vi i Sverige i onödan behöver gå omkring och betala något högre räntor. Detta för att vi har en lägre trovärdighet än med en oberoende riksbank. Man kan notera att det ofta är att de personer som kritiserar Riksbankens räntepolitik i nästa andetag motverkar eller avvisar tanken på en mera självständig riksbank och därmed lägre räntor. Detta kan gälla även ganska centralt placerade personer.

Sverige som nation är involverad i en intensiv internationell diskussion, som det dock inte finns mycket av i Sverige, och det gäller frågan vad som händer de länder som står utanför EMU när det kommer, om det kommer, 1999. Vi tillhör då "outs". Det finns två skolor. En skola säger att länderna utanför skall låsas in i ett växelkursband. Det finns en annan skola som säger att dessa länder skall låsas in på olika sätt och under alla förhållanden så att den fria rörliga växelkursen inte får finnas som alternativ för "the outs".

Min fråga till Urban Bäckström är: Vad är Riksbankens och Sveriges uppfattning i denna fråga?

Anders Vredin:

Carl Hamilton sade att riksbankschefens tal var analytiskt intressant och jag kan hålla med om detta. Jag vet inte om alla tycker att det var roligt, men jag tyckte att det var mycket intressant. Det är viktigt att Riksbanken bidrar till att skapa trovärdighet för sin politik. Urban Bäckström förklarade bra idag hur man resonerar. Det är inte alltid så lätt att förstå hur man resonerar, men här har vi i alla fall en analytisk beskrivning av hur Riksbanken funderar och det gör det lättare för oss att bedöma huruvida politiken är riktig. Jag tyckte också att det var bra att plocka fram det monetära indexet och peka på att det faktiskt är så att man inte bara i räntan kan avläsa om penningpolitiken är stram eller ej. Man måste titta på andra saker också, inte minst på valutakursen som ju också påverkar den realekonomiska utvecklingen och som Riksbanken har inflytande över.

Däremot tycker jag, till skillnad från Carl Hamilton, att det var bra att det inte nämndes något om finanspolitiken. Jag tycker att det är rimligt att inte riksbanksfolk hela tiden recenserar finanspolitiken, åtminstone inte så länge det finns frågetecken vad gäller penningpolitiken.

Jag tänkte ansluta mig till en standardmakroteori liksom Urban Bäckström och Carl Hamilton. Vi vet från den grundläggande makron att valutakurs, ränta och prisnivå bestäms av efterfrågan och utbudet av pengar, inhemska och utländska, idag och i framtiden. Valutakurs är relativt pris på olika sorters pengar, prisnivån är relativt pris på pengar i förhållande till varor i Sverige. Valutakurs och den allmänna prisnivån påverkas därmed av utbud och efterfrågan på pengar, och det inte bara idag utan även av framtida utbud och efterfrågan. Det senare har att göra med att efterfrågan på pengar påverkas av räntan som i sin tur står i ett förhållande till utlandsräntan och växelkursförväntningar. Växelkursen i framtiden bestämmer tillsammans med utlandsräntan räntan idag och därmed blir penningpolitiken i framtiden av betydelse för räntebestämning idag.

Vi brukar säga att om allt annat är lika, innebär stramare penningpolitik att räntan höjs. Detta brukar vi definiera som stramare penningpolitik. Vi får apprecierad valutakurs och vi får en lägre inflation.

Nu när Riksbanken har sänkt räntan

skulle detta i så fall innebära att vi får högre inflation. Hur skall vi tolka detta? Hur kommer det sig att Riksbanken har sänkt räntan trots att standardteori ger oss anledning att tro att detta skall leda till högre inflation? En möjlig tolkning är att Riksbanken har övergivit det officiella inflationsmålet. Man vill ha högre inflation. Man tycker att det ser ut som om inflationen blir för låg i Sverige den närmaste tiden, så låt oss höja inflationen lite grann och sänka räntan. Detta är en möjlig tolkning.

Den andra tolkningen är att allt annat inte är lika. Det är inte bara så att inflationen påverkas av penningpolitiken utan den påverkas av andra saker också. De kan ha utvecklats på ett sådant sätt att Riksbanken kan sänka räntan utan att detta leder till högre inflation.

Inom ramen för standardmakroteorin, vad menar vi med "allt annat"? Vad är allt det andra som skall vara lika?

Vad gäller penningefterfrågans utveckling, är det så att man förväntar sig att konjunkturen viker, att det kommer att bli mindre efterfrågan på pengar? Detta skulle leda till ett tryck neråt i inflationstakten. Då skulle möjligen Riksbanken kunna sänka räntan utan att vi för den skull äventyrar inflationsmålet. En annan faktor som skulle kunna ändras är att den utländska räntan går ner. Om den utländska räntan går ner, skulle vi också kunna sänka räntan i Sverige utan att detta nödvändigtvis skulle behöva innebära att vi får för mycket pengar på marknaden och för hög inflation.

Det viktigaste är förmodligen vad som händer med inflationsförväntningarna. Om inflationsförväntningarna justeras neråt och våra prognoser om inflationens utveckling pekar åt samma håll, kan vi bedriva mer expansiv penningpolitik utan att äventyra inflationsmålet. Det är inte så lätt att veta hur stora inflationsförväntningarna är. Vi kan fråga folk och de kan tala om vad de tror, men det är inte lätt att veta hur vi skall göra prognosen. Man brukar titta på räntor på ett halvårs sikt, på ett års sikt, kanske på tio års sikt, och anta att ränteutvecklingen avspeglar inflationsprognoser. Om de långa räntorna på sikt går ner, så tolkar man detta som ett uttryck för att inflationsförväntningar också har gått ner. Vad jag förstår av litteraturen så är det säkert på det sättet att sänkta långräntor skall kunna tolkas som ett tecken på sänkta inflationsförväntningar. I den meningen är det riktigt att den tendens till sänkta långräntor som vi har sett skulle kunna tyda på att folk har lägre inflationsförväntningar. Problemet är att även om marknaden inte gör systematiska fel i sina inflationsprognoser, om man ser räntan som prognos på inflationen, så är man dålig på att göra inflationsprognoser. Räntorna som mått på inflationens framtida utveckling är genuint dåliga prognosinstrument. De är inte så mycket att luta sig emot.

Vi har ju andra inflationsprognoser och andra mått på förväntningar. Konjunkturinstitutet gör inflationsprognoser exempelvis. De senaste som jag har fått tag på är från slutet av 1995, då man räknade med en inflation på 2,5 procent 1996. Vid samma tidpunkt bedömde man att inflationen 1997 skulle vara 2,8 procent. Eftersom det officiella inflationsmålet är 2 procent plus/minus en, ligger dessa inflationstakter lite i överkant. Dessa inflationsprognoser ger inte i sig själv någon anledning att sänka räntan och bedriva mer expansiv penningpolitik.

Man kan fråga sig hur bra dessa inflationsprognoser är. Hur stor nypa salt skall man ta när man skall bedöma dessa?

Bilden visar inte Konjunkturinstitutets inflationsprognoser men är nästan som deras. Den visar Finansdepartementets inflationsprognoser som görs på våren varje år när man lägger kompletteringsbudgeten. Den heldragna linjen är den prognos som man på Finansdepartementet har gjort om inflationen innevarande år. På våren 1995 gjorde man alltså en prognos om vad inflationen skulle bli samma år. Utfallet är den streckade linjen. Om man mäter hur fel

Figur 5 **Inflation: Budgetprognos vs utfall**

man har gjort i genomsnitt och använder ett mått som heter "root mean square error", får man att man i genomsnitt har gjort ett fel på 1,27 procentenheter. Det är ett ganska stort fel, 1,27 procentenheter i förhållande till en grundskattning på inflationen på 2,5 procent. Det skulle alltså lika gärna kunna bli 3,8 procentenheter. Bilden, från 1969–1992, ger emellertid en överskattning på hur dålig man är att göra inflationsprognoser. Man ser på bilden att Finansdepartementet systematiskt faktiskt har underskattat inflationen. Det beror inte på att man är dålig på att göra inflationsprognoser, utan det beror på att prognoserna är lite manipulerade politiskt. Man vill inte riktigt tala om att inflationen skall bli så hög som man tror att den skall bli, i syfte att hålla nere inflationsförväntningar och för att det skall påverka löneavtalen. Dessutom kan man se på bilden att man gjorde ganska dåliga inflationsprognoser i början av perioden. Det blev lite bättre mot slutet. Det stora felet på 1,27 procentenheter härrör sig från rätt stora fel i början av perioden. När inflationen kryper ner till lägre nivåer, när den genomsnittliga inflationen blir lägre, vet vi också att det normalt blir lite lättare att göra prognoser. Variansen och osäkerheten i inflationsskattningar blir inte lika stor. Det är alltså lite lättare att göra prognoser nu än tidigare.

Efter denna period, som sträcker sig fram till 1992, har man förstås också gjort inflationsprognoser och då har man faktiskt överskattat inflationens utveckling. Konjunkturinstitutet och Finansdepartementet har de senaste åren snarare trott på en högre inflation än vad man har fått i utfall. Jag tycker ändå att med vetskap om att långräntor är dåliga som instrument för att bedöma den framtida inflationsutvecklingen, med kunskap om hur svårt det är att göra bra inflationsprognoser och med tanke på att Konjunkturinstitutet ändå gör så gott de kan och prognostiserar en inflationstakt på 2,5 procent för nästa år, så verkar det ändå som att det finns ganska lite stöd för att bedriva en mer expansiv penningpolitik – om man skall hålla det officiella inflationsmålet.

Jag antar att Urban Bäckström inte kommer att hålla med mig när jag säger att det verkar som om man har övergivit det

officiella inflationsmålet. Om det är så att man har övergivit det officiella inflationsmålet, tycker dock jag att det är ganska bra, eftersom jag inte gillar detta mål. Jag tycker att det är alldeles utmärkt om man har övergivit det. Jag riktar alltså ingen kritik mot penningpolitiken, utan gör bara ett konstaterande att jag uppfattat det som om det officiella inflationsmålet har övergivits.

Jag skulle vilja göra en nyansering genom att ifrågasätta om man någonsin verkligen har använt sig av det officiella inflationsmålet i praktiken. Eller är det så att man har ett annat mål? Vi kan se tillbaka hur man har agerat sedan 1995 som var det första året som det officiella inflationsmålet skulle gälla. Jag har förvånats över att man hela tiden har legat i övre kanten på intervallet. Man har alltså alltid legat och balanserat nära 3-procentsgränsen. Strax under 3 procent har man tyckt vara acceptabelt att ligga trots att det officiella inflationsmålet är 2 plus/minus en procent. Jag har frågat mig: Om man tar inflationsmålet på allvar, varför hugger man inte i med en större räntehöjning i stället, för att vara säker på att verkligen komma ner till 2 procents inflation snarare än att få uppemot 3,2 procents inflation eller liknande?

Om man nu antar att det officiella inflationsmålet inte är det faktiska inflationsmålet, blir det lite lättare. Jag tycker då att den politik som bedrivits under förra året och som man har bedrivit i år är helt konsistent. Man har inte övergivit sitt inflationsmål, man har bara ett *annat* inflationsmål. Inflationsmålet är 3,5 procent plus/minus en procent och då är det en fullständigt konsistent penningpolitik.

Lars Bergman:

Urban Bäckström har nu en kort replik på opponenternas inlägg och sedan är ordet fritt.

Urban Bäckström:

Jag vet inte om man kan göra en replik kort på dessa utmaningar. Jag vill tacka de båda opponenterna för deras inlägg som var mycket intressanta. Börjar jag med Anders Vredin så är det sällan jag hamnar i den situationen att jag och Riksbanken kritiseras från den vinkeln. Därför tycker jag att det var mycket intressant. Anders Vredin gör sina två tolkningar av räntesänkningarna och för att det inte skall vara någon tvekan om var Riksbanken står vill jag säga att vi inte har övergivit inflationsmålet. Att vi tar målet på allvar tycker jag den utveckling och den politik vi har bedrivit har visat. Detta när många andra, även professionella ekonomer som delade uppfattningen om inflationsmålet, argumenterade för att vi skulle bedriva en annan politik visar att vi menade största allvar. Jag kommer ihåg när vi höjde räntan i augusti 1994 och jag tror att vi gjorde ett misstag där. Jag har även sagt det många gånger att vi skulle ha varit lite tydligare i varningarna för att detta skulle ske. Men jag tror att det var klokt att göra det då. Vi hade förmodligen gått lite för långt med räntesänkningarna på våren 1994. Men givet det som vi då gjorde, var det nog riktigt att höja räntan. Det var många professionella ekonomer som kritiserade oss för detta och jag vill minnas att någon sade att vi tog stora risker. Det var en ganska dramatisk diskussion. Efter en månad, eller kanske efter 14 dagar, kom samma personer ut och sade att det där var nog riktigt och att man borde höja mer. På det sättet svänger diskussionen väldigt mycket. Jag tror att det är oerhört väsentligt att vi bestämmer oss för att det är målet vi skall uppfylla så gott vi kan därför att vi inte har de verktyg att göra den exakta inflationsprognosen idag över var inflationen ligger nästa år. Vad vi kan göra är att vara så professionella och oberoende som vi kan, oberoende också från andra bedömare, ta fram olika verktyg, göra scenarier och slutligen göra en avvägning på vad vi tror

om den framtida inflationen och sedan anpassa styrräntan därefter. Jag sade i mitt anförande att det krävs stor ödmjukhet när man bedriver penningpolitik därför att det handlar just om bedömningar och jag tror att det är viktigt att framhålla detta.

Vi gör inflationsrapporter och publicerar dem, numera skall det bli fyra gånger om året. Vi gjorde en rapport i höstas och det kommer två nu i vår. När jag gjorde min analys varför vi har lättat på penningpolitiken under januari 1996, utgick jag ifrån den bedömning vi gjorde i november 1995, pekade på det som har förändrats och kom fram till att också vår inflationsprognos har förändrats. Detta bildar då bas för den inflationsrapport som kommer närmast. Var och en får göra sin bedömning utifrån den argumentation som finns där, huruvida vi tar för stora risker eller inte. Men jag måste säga att jag uppskattar den vinkeln och jag skulle gärna vilja se att vi får mera av detta, eftersom det enda sättet att få trovärdighet är att vi faktiskt försöker göra så gott vi kan, så professionellt vi kan uppfylla målet.

Låt mig sedan gå till Carl Hamiltons många frågor. Beträffande budgetpolitiken är det inte så att vi recenserar budgetpolitiken bara för dess egen skull, att vi sitter på Brunkebergs torg och har synpunkter i största allmänhet på sakernas tillstånd. Det finns ett skäl till varför Riksbanken tidigare har diskuterat budgetpolitiken mera ingående. Skälet är att budgetpolitikens utformning påverkar förväntningsmekanismen och därigenom växelkursen och inflationsprognosen. Är det så att penningpolitiken blir överbelastad, d v s räntan måste upp för mycket eftersom växelkursförsvagningen t ex blir för stor, måste vi tala om det. Det är därför vi har diskuterat budgetpolitik så mycket.

Nu finns det ett konvergensprogram. Det finns en bred politisk uppslutning om vart vi skall när det gäller budgetpolitiken. Det finns halvårsvisa stationer för uppföljning av detta program och det finns en transparens runt vilka antaganden som görs vid dessa kontrollstationer. Det är en ny uppfinning. Jag tror att vi är det enda landet i Europa som har den typen av uppföljningsstationer och mål för budgetpolitiken. Jag tror att det är en fördel för att skapa förtroende kring denna process. Vi är på väg ner nu. Ingen kan säga om de antaganden som ligger till grund för konvergensprogrammet är riktiga eller inte. Men genom processen skapar man förutsättningar, tror jag, för att få en trovärdighet vid saneringsprocessen.

Hur ser transaktionsmekanismen ut? Vi brukar säga att penningpolitiken får full effekt mellan ett och två år efter det att en åtgärd har vidtagits. Jag vill gärna ansluta mig till vad Carl Hamilton sade. Det betyder naturligtvis inte att *inga* effekter uppträder t o m direkt eller under det första året. När jag visade mitt diagram över transmissionsmekanismens olika vägar, framgick det att man kunde dela upp den på lite olika sätt. De slår till med lite olika tidsprofiler och de kan också ändra sig över tiden. En sak är uppenbar; att man kan få omedelbara effekter. Bara det faktum att Riksbanken höjer räntan kan påverka det psykologiska klimatet eller omvänt, om man sänker räntan vilket påverkar redan morgondagens beteende eller nästa veckas beteende. Det finns andra effekter som tar väldigt lång tid och kanske inte kommer förrän år 2 eller i slutet av år 2. Jag skulle vilja säga att effekten är fördelad på det första och andra året. Ingen kan med säkerhet säga när effekter infaller, eftersom de varierar över tiden. Ytterst är det en empirisk fråga. Jag sade att en procentenhets högre eller lägre ränta påverkade efterfrågan någonstans mellan 0,3–0,6 procent på BNP efter ett år. Skattningarna ligger där någonstans. Det är en indikation på hur verkstrukturen ser ut.

Låt mig också nämna hur viktigt det är med implementeringen av penningpolitiken. Det är inte så att man gör en inflationsprognos och kommer fram att man skall göra något utan det är också viktigt hur denna politik implementeras. Ingen

blir glad eller ledsen om reporäntan förändras. Det viktiga är att man får med sig transaktionsmekanismer. Om inte marknadsräntorna t ex påverkas vid en styrränteförändring, har vi inte någon större påverkan på den reala ekonomin. Därför är implementeringen viktig för hur transmissionsmekanismen och tidsprofilen ser ut.

Jag tar även upp Riksbankens oberoende. Riksbankens fullmäktige skrev i en skrivelse till riksdagen, som är vår huvudman, och det handlade om förslag till hur man skulle kunna tänka sig den framtida lagstiftningen. Vad är det för någonting när man lagstiftar om en centralbanks oberoende? Egentligen skulle man kunna jämföra det med den svenska myndighetstraditionen. Det demokratiska inflytandet är att tala om för myndigheten vad den skall göra eller vilka ramar den skall arbeta efter och sedan tar myndigheten besluten i det enskilda fallet inom dessa ramar. Det är ungefär så man skulle kunna säga att en oberoende centralbank, Riksbank, handlar om också. Riksdagen beslutar vad vi skall göra för något, men delegerar åt centralbanken att vidta de praktiska åtgärderna som krävs för att uppnå målet.

Jag tycker att jag spårar lite av detta i Carl Hamiltons inlägg att bara man får denna lagstiftning, så blir allt så bra. Lagstiftning kan ändras i ett slag. Med nya politiska majoriteter, med nya konstellationer, ändras lagstiftningen, delegeringen ändras. Centralbanken är då inte så oberoende inom ramen för det ursprungliga målet. Vad krävs då för att lagstiftningen inte skall ändras över tiden? Det krävs att det politiska systemet och folk i allmänhet är komfortabla med den ordning som gäller, d v s att centralbanken har ett brett folkligt stöd och en acceptans för sin politik. Då behövs ju egentligen ingen lagstiftning heller. Men om man vill ha den, kan man kodifiera detta med lagstiftning. Det är inte lagstiftning som är det viktiga utan det är stödet. Jag tror att detta ofta är en bortglömd fråga. De starka centralbanker vi ser i Europa är starka därför att de har ett stöd i sitt land. Det faller naturligtvis en viktig uppgift på oss att förklara politiken och varför vi är tvungna att vidta den ena och andra åtgärden.

Sist frågan om "ins and outs"; vilken uppfattning som Sverige driver. Den är ganska naturlig. Det bör vara ett flexibelt system som innehåller system som kan vara bra för olika länder i olika stadier. Vad menar jag då med det? En del har traditioner att ha fast växelkurs och det fungerar bra och skall naturligtvis ha ett sådant system. En del länder arbetar med inflationsmål, dvs man inriktar politiken på det slutliga målet. Tanken med fast växelkurs är att via det intermediära målet nå det slutliga målet och då skall man väl kunna inrikta politiken direkt på det slutliga målet också. Ett inflationsmål bör vara en möjlighet för ett land som hamnar utanför om detta fungerar bra i det landet.

Vi har ju lärt oss i vårt land att fast växelkurs inte är detsamma som stabil växelkurs. Fast växelkurs kan fungera ett tag men sedan kanske den behöver ändras på grund av att inflationen är högre än i omvärlden. Därför menar jag att det viktiga är att man inriktar politiken på en låg inflationstakt, eftersom den ger till syvende og sidst, över en tidsperiod i alla fall, också en stabil växelkurs. Och om det är viktigt i det europeiska perspektivet, är den låga inflationen en förutsättning för detta.

Lars E.O. Svensson:

Inflationsmålet, som Riksbanken beslutade om i januari 1993, var ett stort framsteg i penningpolitiken. Sverige är inte ensamt om ett sådant mål: Nya Zeeland, Kanada och England har gått före och Sverige och Finland har sällat sig till dessa länder. Varför är då ett inflationsmål ett så stort framsteg i penningpolitiken? Ett skäl är att penningpolitiken blir mycket tydlig och klar och att den kan följa mycket enkla principer.

Det finns två viktiga frågor i penningpolitiken.

1) Hur vet Riksbanken om penningpolitiken är rätt avvägd?

2) Hur skall det svenska folket och utomstående bedömare kunna avgöra om Riksbanken gör ett bra jobb eller inte?

Ett inflationsmål gör det ganska lätt att svara på dessa framsteg.

Beträffande den första frågan är det helt enkelt så att penningpolitiken är rätt avvägd när Riksbankens inflationsprognos 1-2 år framåt är ungefär 2 procent. Svårare är det inte. Om Riksbankens inflationsprognos överstiger 2 procent, bör penningpolitiken stramas åt. Om inflationsprognosen understiger 2 procent, kan penningpolitiken lättas. Det är alltså mycket enkelt att avgöra när penningpolitiken är rätt avvägd och, om inte, i vilken riktning den skall justeras. Däremot är det svårt att avgöra hur *mycket* reporäntan skall ändras och i vilken *takt*. Att *konstruera* inflationsprognosen är givetvis också svårt. Detta är ett skäl till att Urban Bäckström anställer så många doktorer i ekonomi.

Beträffande den andra frågan, hur utomstående kan veta om riksbanksledningen och fullmäktige gör ett bra jobb eller inte, så är det bästa om Riksbanken lägger alla papper på bordet och i detalj förklarar sina egna beräkningar och sin egen prognos. Utomstående bedömare kan sedan granska dem och se om de är övertygande. Om Riksbanken väljer att inte avslöja några detaljer, hur skall utomstående bedömare då göra? Då kan de lägga ihop de prognoser som görs av utomstående, seriösa bedömare, och använda dessa prognoser för att avgöra om Riksbanken för rätt politik.

Normalt bör Riksbanken ha ungefär samma modell och information som utomstående bedömare. Det bör då inte vara så stor skillnad på prognoserna. Riksbanken har emellertid bättre information om planerad penningpolitik. Därför kan Riksbankens prognoser avvika från övriga bedömares. Det kan t ex vara så att Riksbanken planerar att följa en stramare penningpolitik än vad utomstående bedömare förväntar sig.

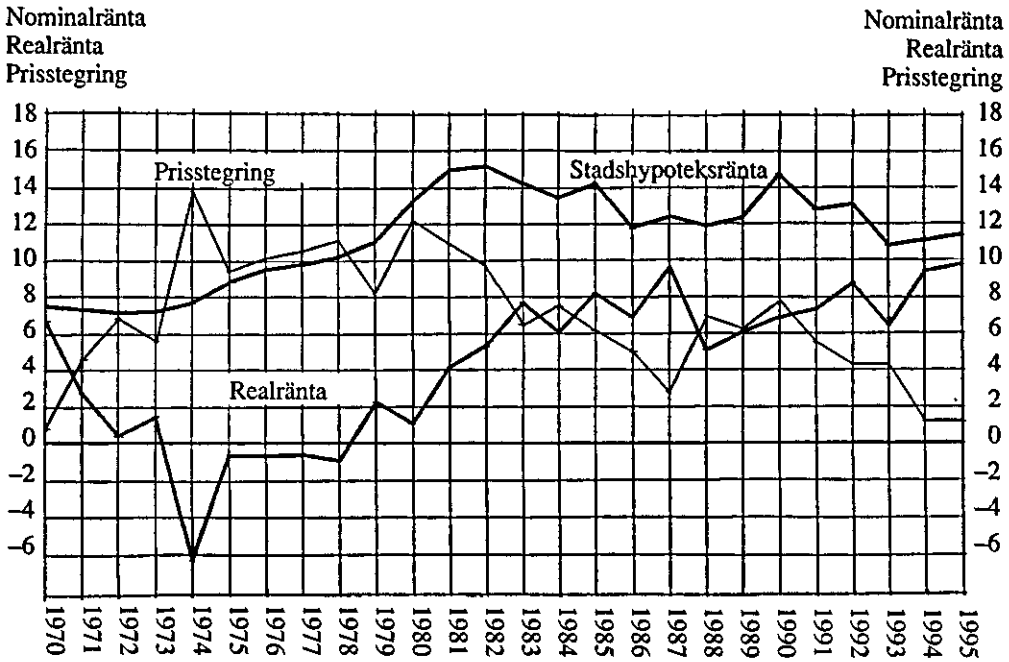
Om man allmänt insåg hur tydliga principerna för penningpolitik med inflationsmål är, skulle man förhoppningsvis kunna få lite mera styrsel på debatten. Jag tycker att debatten i media ofta är ostrukturerad. Jag skulle önska att varje debattör svarade explicit eller implicit på dessa frågor:

1. Har man samma inflationsmål som Riksbanken, eller ett annat inflationsmål, eller något annat mål överhuvudtaget?
2. Har man samma prognos som Riksbanken eller gör man en annan bedömning?
3. Vet man ett bättre sätt att uppnå målet?

Erik Dahmén:

Jag har en fråga som till äventyrs är alldeles omotiverad men det skulle i så fall vara intressant att höra varför den är det. Den anknyter till diskussionen kring Riksbankens rörelsefrihet och självständighet och lyder: Spelar det ingen som helst roll för det som ni nu har diskuterat, om vi har stora fordringar eller stora skulder, både brutto och netto, till utlandet? De senaste siffror jag har från Riksbanken, avseende juni 1995, visar att det svenska folkhushållet då hade en finansiell bruttoskuld till utlandet på 1700 miljarder kronor och en nettoskuld på 870 miljarder. Spelar det inte heller någon roll hur skuldstrukturen ser ut? Knappt en tredje del av bruttoskulden var svenska statens, nästan hela resten var näringslivets och den var tidigare till stor del ganska kortfristig. Det är dock möjligt att detta nu har ändrat sig något, beroende på alla de pengar företagen har fått till skänks på grund av misstro till den svenska ekonomin och politiken. Har ni tänkt på det? Tidigare var det fråga om devalveringar när vi bedömde att vi måste förbättra konkurrenskraften. Det var ju inte fallet nu, utan nu har exportindustrin tjänat en väldig massa pengar därför att utländska fordringsägare och andra sett vilken sorglig historia vi har med devalveringar och inflation och därför pressat ner

Figur 6 **Realräntans förändring åren 1970–1995, årsmedeltal**



kursen. Svenska exportföretag tjänar alltså nu mycket pengar beroende bl a på att man inte vågar lita på att vi nu står inför omläggning i politiken och ett slut på den onda cirkeln av devalveringar och inflation.

Svaret på min inledande fråga kan väl inte gärna vara *nej*, d v s att det inte skulle ha spelat någon roll för Riksbankens rörelsefrihet om vi hade haft bruttofordringar på utlandet på 1700 miljarder och nettofordringar på 870 miljarder i stället för motsatsen. Hur som helst, nog är det konstigt att frågan inte berörts. Jag satt med spänning och väntade på om någon skulle åtminstone snudda vid den och dess svar.

Ingvar Ekemark:

Jag är arkitekt och mycket intresserad av ränteutvecklingen.

Diagrammet visar realräntans förändring åren 1970–1995 enligt årsmedeltal. Det anger Stadshypoteks utlåningsränta, de allmänna prisstegringarna under motsvarande tid och längst ned Stadshypoteks realränta.

Det som är väldigt oroväckande är framförallt Stadshypoteks ränta som ligger så högt. Från 1930-talet och fram till 1960 hade vi en realränta som i princip låg i snitt –1 procent och det fortsatte till 1980-talet. Orsaken till detta var de stora prisstegringarna. Man kan konstatera att Riksbanken gjort ett enormt gott jobb som har fått ner prisstegringarna de senaste åren, 1992–1995, till strax över 2 procent. Det reala diskontot ligger lite över 4 procent. Men det reala diskontot för Stadshypotek ligger på ungefär 9 procent 1995. Det är dessa pengar som låntagare får betala, som skall producera bostäder, betala hyror och det är sådant som slår igenom över hela linjen när det gäller företagsamhet av olika slag.

Min fråga är: Vilket ansvar har Riksbanken för den penningpolitiska utvecklingen i övrigt? Vi kan inte bara se till frågan om prisstegringarna, vi måste även se den andra delen. Som jag kan se det så är det

nödvändigt med någon form av extraordinära åtgärder för att få åter räntorna till en rimlig nivå. Jag är intresserad av kostnader och jag gissar att dessa frågor kan intressera vem som helst. Jag kan konstatera att Öresundsbron är kalkylerad mot bakgrund av en 4-procentig realränta. Hur finansierar de den och vad blir kostnaderna framöver? Lantbruket kalkylerar också med en realränta på 4 procent. Det visar sig t ex att den direkta kalkylen för produktion av smågrisar utgör kapitalkostnader på ungefär 36 procent. Om man också tar in de övriga kostnaderna, kan räntan komma att ligga på över 50 procent kalkylmässigt. Vilket ansvar har Riksbanken för ränteutvecklingen i övrigt? Jag menar inte att man skall släppa på inflationskravet och på det sättet sänka de nominala räntorna. Någonting måste göras för att vi skall få en bättre ekonomi och ett bättre kostnadsläge i landet.

Lars Jonung:

Det råder en stor enighet här i kväll om att inflationsmålet är ett viktigt mål för Riksbanken. Man kan fråga sig: Varför lyckades inte Riksbanken med att hålla låg inflation på 1970- och 1980-talen? En låg inflation har ju varit mer eller mindre en riktlinje för Riksbanken så länge vi har haft en riksbank i Sverige. Jag tror att vi måste se på lönebildningsmekanismen för att förklara varför Sverige blev en inflations- och devalveringsekonomi på 1970- och 1980-talen.

När vi ser framåt beträffande inflationsmålet, kan man fråga sig varifrån hotet mot inflationsmålet kommer. Jag tror att lönebildningen inte är anpassad till 2 procents inflation per år. Lönebildningen ger oss högre löneökningar än i resten av Europa samtidigt som Riksbanken försöker hålla en europeisk inflation. Detta blir en kollision, en konflikt som måste lösas. Jag tror att Riksbanken kanske inte skall kritisera Finansdepartementet. Det har centralbanker alltid gjort, det är en tradition. Jag tror att Riksbanken måste fundera på vad som bör göras för att reformera vår lönebildning. Om inte den reformeras, kommer vi att få en arbetslöshet som kommer ge upphov till stora budgetunderskott som på sikt hotar Riksbankens inflationsmål. Det är min prognos. Jag hoppas att riksbankschefen har skäl att vara mer optimistisk än jag.

Lars Wohlin:

Jag skall ta upp frågan om budgeten och räntepolitikens effekt på budgeten. Jag tycker att Riksbanken ibland underskattar effekten på vad internationella marknader har för förväntningar av räntepolitiken och dess genomslag på budgeten.

Om man höjer den reala räntan med en procentenhet så kanske det slår på BNP-tillväxten med 0,5 procentenheter. Men enligt sådana kalkyler som jag ser så skulle man förstärka budgetunderskottet med mera än 1 procent av BNP. Det är oerhört kraftiga genomslag på budgetunderskottet. Jag efterlyser sådana kalkyler från Riksbanken. Jag vet att väldigt många internationella placerare som befinner sig i den situationen att de har lånat ut pengar till Sverige har en mycket stor skepsis mot Sverige och svenska papper om man ser att budgetunderskottet stiger och försämras.

Jag tror att man tydligare måste plocka in de förväntningsmekanismer och effekter på räntebilden som följer av placerarnas syn på budgetunderskottet. När Göran Persson höll sitt tal var ränteskillnaden mot Tyskland på 10-årslån 219 punkter, men efter talet var det 280. Skillnaden ökade med nästan 60 punkter bara för att han höll talet trots att han sade att programmet var finansierat och trots att Urban Bäckström här understryker att alla politiker är eniga om konvergensprogrammet. Marknaden såg naturligtvis genast att det inte går att tala om finansiering när man har 1400 miljarder i skuld och dessutom ett löpande underskott primärt på

120 miljarder. Att man går fel väg och att möjligheterna s a s går neråt minskar betydligt. Urban Bäckström hänvisar till konvergensprogrammet och den politiska enigheten om detta. Enligt min uppfattning har politikerna egentligen väldigt lite inflytande och har väldigt svårt att klara av med den extremt svåra skattesituation som vi har i Sverige. De kan knappast kontrollera inkomstsidan av skattesatser som visar sig nu vara ganska ineffektiva. De slår igenom på inkomstbasen med sådan kraft att de urholkar inkomstbasen. OECD har räknat att en skatteökning ger väldigt liten nettoeffekt, ca 13 procents förbättring i budget av en skatteökning på 1 miljard, alltså förbättrar budget med högst 130 miljoner.

Jag vill fråga Urban Bäckström: Har ni plockat in effekterna av er räntepolitik och hur de slår igenom på förväntningsbilden hos särskilt internationella men också hos svenska placerare? Jag tycker att det finns för lite täckning för detta.

Hans Rödén:

Jag utexaminerades från Handelshögskolan för 26 år sedan och har sedan dess bl a spenderat 14 år på Internationella valutafonden. Jag ser dessa frågor från ett mycket speciellt perspektiv just på grund av att jag arbetat med dessa så lång tid beträffande andra länder. Som kanske detta auditorium vet så är valutafonden faktiskt både reellt och formellt överordnad alla medlemsländernas centralbanker och finansministerier. Orsaken till att man i allmänhet hör så lite om denna institution med 1800 tjänstemän är att våra förbindelser med medlemsländerna är topphemliga. Man hör inte talas om valutafonden om det inte handlar om att exempelvis ge miljarder dollar till Ryssland.

Min fråga till Urban Bäckström handlar om den fullkomligt vansinniga byråkratiska skapelsen EMU som jag är mycket stark motståndare till. Riksbankschefen har åtminstone tidigare gjort sig känd som förespråkare av ett svenskt medlemskap i detta monster. Nu undrar jag om Urban Bäckström fortfarande vill ge upp den svenska ekonomisk-politiska självständigheten och vår parlamentariska demokrati genom att gå med i EMU?

Assar Lindbeck:

Jag tänkte bara tänka lite högt om hur man egentligen skall uppfatta inflationsmålet. Det finns flera alternativ. En tolkning är att så länge inflationen ligger mellan 1 och 3 procent så är det OK. Men tanken är också att i den mån inflationsmålet uppnås, skall Riksbanken också kunna påverka konjunkturen genom att ändra räntan. Vi kallar detta för lexiografisk ordning mellan inflationsmål och andra mål. I den mån inflationsmålet uppnås skall man också kunna stimulera ekonomin. Om man uppfattar inflationsmålet på detta vis, då är det uppenbarligen läge för sänkta räntor.

En annan tolkning av inflationsmålet är att målet 2 procent +/– 1 bara uttrycker att vi måste acceptera slumpmässiga variationer mellan 1 och 3 procent. Man skall alltid sikta på 2 procent, men i en ofullkomlig värld kan man ibland träffa fel och det kan bli 1 eller 3 procent. Med den tolkningen av inflationsmålet måste Riksbanken för att kunna motivera en räntesänkning hävda att inflationen 1997, dvs med ett års eftersläpning, kan väntas bli högst 2 procent. Räntesänkningar idag måste då uppfattas så att Riksbanken nu är övertygad om att inflationen kommer att bli högst 2 procent. Skall vi tolka räntesänkningar idag så att Riksbanken nu anser att inflationen inom något år kommer ner till 2 procent, även med en mer expansiv penningpolitik? Eller är det så att målet i själva verket är att allt mellan 1 och 3 är OK? Anders Vredin menade att om man tittar på historien så verkar det som om målet i själva verket är 3,5 procent +/– 1. Men det vore kanske att dra väl långtgående slutsatser.

Lars Bergman:

Ordet går först till Anders Vredin för några avslutande reflektioner, därefter till Carl Hamilton och sedan får riksbankschefen sista ordet.

Anders Vredin:

Lars Svensson kom med rekommendationen till oss som har deltagit i debatten att vi skulle vara tydliga när vi kritiserar penningpolitiken, om vi nu gör det, och tala om huruvida det beror på att vi inte delar målet för penningpolitiken. Jag känner väldigt stor sympati för denna rekommendation och tycker att alla borde sträva efter att följa den. Men jag vill peka på en brist i Lars Svenssons egna resonemang.

Lars Svensson sade att han tyckte om inflationsmålet och att han blev klokare och mer övertygad om hur bra det var ju mer han lärde sig om penningpolitiken. Han kan väldigt mycket om penningpolitiken så det talar för att målet är bra. Men det fanns en liten svaghet när han sade att anledningen till att han tyckte om målet var att det var tydligt. Jag ser inte att ett mål på 2 +/– 1 procent är särskilt mycket tydligare än 4 +/– 1. Att säga att ett inflationsmål skall vara tydligt säger ingenting om huruvida det skall ligga på 2 procents nivå eller någon annan nivå på ett tydligt sätt.

Carl B. Hamilton:

Jag tycker att det var utmärkt att Urban Bäckström tog upp frågan om tidsprofilen på effekten av Riksbankens räntepolitik. Jag tror att många har levt i en annan föreställning. Tidfördelningen av effekten ligger utspridd över två år och vi vet inte spridningens fördelning över denna period, annat än att den ligger runt de första två åren och att den dessutom kan variera över tiden beroende på strukturella faktorer och konjunkturläget.

Det räcker självklart inte att Riksbanken är oberoende i något slags konstitutionell och rättslig mening utan finanspolitiken måste backa upp Riksbankens politik. Detta låg bakom att jag tog upp budgetfrågan, liksom Lars Wohlin.

Jag vill nu bara visualisera för er den situation som kan uppstå om något år eller så. Tänk er när den nya finansministern står i en sådan här församling, i London t ex, och skall sälja svenska obligationer och säga: Jag uppmanar er att köpa för 10 eller 12 miljarder svenska obligationer därför att vi behöver betala skadestånd för nedlagda kärnkraftverk. Vi avser att använda dessa 10–12 miljarder för att lägga ned produktionskapacitet. Det är en svår pedagogisk situation och den slår på statsbudget och räntan, men den har sannolikt ännu inte diskonterats. Jag är övertygad om att det inte är en avundsvärd position att stå där och förklara varför man skall låna mera för att minska produktionen.

Urban Bäckström:

Det var många frågor. Jag börjar med att lägga ihop Lars Svenssons och Assar Lindbecks frågor om vi har övergivit inflationsmålet. Svaret är *nej*. Vi diskuterade inflationsmålet ganska ingående förra gången här i föreningen och det finns väl dokumenterat i handlingarna hur man skall se på detta. Målet är 2 procent. Det finns en toleransintervall på +/– 1 procentenhet och det har ett par olika syften. Ett syfte är naturligtvis att fånga upp prognosmissar. Det är oerhört svårt att exakt pricka in inflationsprognos 1–2 år framåt i tiden. Men det finns också ett annat skäl och det är vad man skulle kunna benämna som tillfälliga störningar, även om man inte skall överdriva ordet *tillfälligt* i det sammanhanget, eftersom det kan påverka inflationsförväntningarna, eller i varje fall första ordningens effekter av internationella råvaruprisförändringar. Om vi får en sådan prisuppgång, är det något som Riksbanken naturligtvis inte kan gå in med en drastisk penningpolitik och försöka stävja. Däremot kan man se till att oljeprisuppgångens effekter inte spiller över på infla-

tionsförväntningarna i ekonomin. Riksdagen kan fatta politiska beslut i form av indirekta skatter och subventioner, som vi diskuterade förra gången mycket ingående. Riksdagen har fattat sådana beslut nu och de trädde i kraft omedelbart. Det är oerhört svårt för Riksbanken med den verkstruktrur som är att omedelbart komma till rätta med detta. Den här typen av tillfälliga *störningar* på den trendmässiga inflationen skall kunna fångas upp av toleransintervallet. Detta diskuterade vi förra gången.

Ju mer jag lär mig om penningpolitik, desto mer ödmjuk blir jag inför svårigheterna att göra bedömningar för framtiden. Ibland får jag intrycket av att en inflationsprognos är en inflationsprognos, det är vad den kommer att bli om två år. Den är lätt att göra, man tar fram den och det kan man göra med 2 decimaler. Är det så? Så är det självfallet inte. En mängd olika metoder, olika sätt att försöka fånga ett spektrum av bedömningar som man sedan får avväga, vad tror man på? Det kan man göra genom att presentera hur man har gått till väga och det försöker vi göra genom inflationsrapporterna. Detta genom att gå igenom de olika indikatorerna och det tror jag är det sätt vi kan arbeta på nu. Om det finns andra sätt att öka transparensen bakom bedömningarna, tar jag gärna emot sådana förslag. Det gäller att kunna följa hur vi gör bedömningarna.

Till Erik Dahmén kan jag möjligen säga så att om föreningen är vänlig att bjuda in mig vid något annat tillfälle, så kanske jag kan få tänka vidare på frågan om vad skuldnivån kan ha för betydelse för penningpolitiken. Så här i hastigheten kan jag komma på *en* omedelbar inverkan. Det är förmodligen så att den reala växelkursen påverkas, alltså den reala jämviktsväxelkursen påverkas av faktorer som tex skuldsituationen och räntebetalningsbehovet precis som "terms of trade"-effekter och relativ produktivitetsutveckling över tiden påverkar den reala jämviktsväxelkursen och därmed graden av stimulans i termer av index som jag har visat. Men låt mig tänka vidare.

Ingvar Ekemark ställde frågan: Vad har Riksbanken för ansvar för Stadshypoteks höga ränta? Den tidigare riksbankschefen Lars Wohlin kan möjligen svara bättre på denna fråga, men det är inte meningen att raljera om sådant som många upplever som ett problem, nämligen att räntorna är höga. Ibland finns det en föreställning i den svenska debatten att Riksbanken inte vill få ner räntorna. Man tror att Riksbanken har en annan syn på arbetslöshet och tillväxt. Så är det inte. Det enda sättet för oss att få låga räntor i längden och som har någon betydelse för byggandet eller arbetslösheten eller den reala ekonomin, är att få inflationen under kontroll. Det gäller inte bara den faktiska inflationen utan att alla faktiskt räknar med att det blir ungefär samma inflation om 5–10 år som vi har idag. Om vi inte gör det, då hamnar vi i en situation där centralbanken går ner med sin styrränta utan att få någon effekt i marknadsräntan. Vi har faktiskt ett sådant exempel. På senvåren 1994 fortsatte Riksbanken att sänka sin styrränta, marginalräntan och sedan bytte man system och det blev reporäntan. Detta gjordes utan att få någon som helst effekt på den korta marknadsräntan. Det var tvärtom så att den långa marknadsräntan steg väldigt kraftigt och det är de långa räntorna som påverkar boenderäntorna. När vi så småningom i augusti 1994 höjde styrräntan, såg vi vändpunkten på boenderäntorna. Under hela vår åtstramningsperiod 1994 och 1995 sjönk boenderäntorna. Här ser vi hur konstig världen kan vara att när vi visar att vi faktiskt bryr oss om inflationsmålet och är beredda att göra vad som behövs tillsammans med att statens finanser saneras, sjunker boräntorna. Jag har varit med många gånger när journalister har väldigt svårt att förklara för sina TV-tittare eller radiolyssnare eller läsare att Riksbanken idag på morgonen höjde styrräntan men att Stadshypotek eller Skandia eller någon annan sänkte boenderäntorna på eftermid-

dagen. Detta blir väldigt konstigt. Men så är det om man tittar på ett diagram. Det är därför trovärdigheten som står i centrum. När en centralbank sänker styrräntan, gäller det att få med de olika marknadsräntorna ner, annars har man inte den trovärdighet som behövs. Vi glömmer ofta detta. Vi lever i en föreställning om att vi har två knappar: antingen sänker vi den långa räntan eller också sänker vi den korta räntan och kanske en tredje knapp för boenderäntorna. I stället gäller att hela transmissionsmekanismen är med och för detta krävs det trovärdighet.

Lars Jonung tog upp frågan om lönebildningen. Jag sade i mitt anförande att det där återstår anpassningar när det gäller lönebildningen. Det är bara att konstatera. Vi har haft en situation i Sverige med en rekordhög arbetslöshet. Men ändå har löneökningar i den avtalsrörelse vi har haft accelererat. Det är tragiskt att det är på det sättet. Frågan är vad det berodde på. Berodde det på i termer som jag har talat om här att jämviktsarbetslösheten ökat i ekonomin? Eller berodde det på att avtalsrörelsen kom i ett skede, som t ex våren 1995, när många justerade upp sina inflationsförväntningar och det handlade om att gardera sig för en kommande inflationsimpuls? Det är svårt att ge något svar på den frågan. Jag tycker att det är positivt att det förs en diskussion om lönebildningen nu igen i ljuset av det som har hänt. Vi får väl se vad den leder till. Den har naturligtvis begränsat penningpolitikens möjligheter att agera. Den har också haft inverkan på och kommer att ha inverkan på sysselsättningsutvecklingen.

Så till de s k topphemliga kontakterna med IMF. De är inte så topphemliga. Jag vet att Lars Jonung har skrivit en artikel om att vi borde offentliggöra "Concluding Remarks" och det har vi gjort. Beträffande Hans Rödéns fråga om den Monetära Unionen. Vi har en väldigt negativ diskussion om EMU i Sverige. Vad är EMU? Man skulle kunna se den som en fast växelkurs i en väldigt fast förankring. Det är ju inget nytt för Sverige. Är det något som vi har haft under de senaste seklerna, så är det väl fast växelkurs, oavsett om det var silvermyntfoten eller guldmyntfoten, gemensamt för perioden var att det gick väldigt bra för Sverige. Det är naturligtvis på det sättet, och det uppmärksammas, att det ställer krav på vissa förutsättningar för att man skall kunna gå in i en sådan monetär union. Det har talats om arbetsmarknaden t ex. Där behöver man analysera mycket noga så att man har förutsättningar att klara sig i en monetär union. Men vi vet en sak i Sverige: justerbara växelkurser är ingen lösning på sysselsättnings- eller arbetslöshetsproblematiken. Om det är något vi har prövat de senaste 20–25 åren, är det just detta och var befinner vi oss idag? Det finns många aspekter på en monetär union. Men det är ytterst en politisk fråga, inte bara för vårt beslut i Sverige utan i mångt och mycket också för vår individuella syn på den Monetära Unionen. Där tycker jag att man kan ha respekt för avvikande meningar.

Lars Wohlins fråga om Riksbankens penningpolitik och effekt på budgeten: I vad mån skall en centralbank överge sin politik, sitt ankare för penningpolitik och bedriva en sådan politik att budgeten får något slags maximalt utfall? Jag är mycket tveksam till att det synsättet skulle gagna marknadsräntor, ekonomisk utveckling och annat. Problemet, om det uppstår, ligger väl inte på penningpolitikens område utan i så fall på att man har ett underskott och att de offentliga utgifterna och skatterna är på nivåer som inte är hanterliga. Vi har en erfarenhet från de senaste 3–5 åren på denna typ av konsistensproblematik där vi helt enkelt har kommit ur fas med de ambitioner vi hade när det gäller inflationsutvecklingen och stabiliteten. Jag vill återigen komma tillbaka till det konvergensprogram som finns idag med de kontrollstationer som jag vet uppmärksammas mycket av internationella placerare och den mekanism som finns att följa hur detta förlopp tar sig ut. Ingen vet i slutändan om

det krävs det beloppet eller ett annat belopp för att komma i balans, men mekanismen gör att det är möjligt att följa utvecklingen. Jag tycker att det är positivt och jag vet att många internationella placerare tycker det också.

Lars Bergman:

Vi har kommit till slutet av kvällens debatt och jag vill tacka alla opponenter, både utsedda och spontana. Jag vill särskilt tacka Urban Bäckström för att han för andra året i rad, t o m på samma dag, har uppträtt i Nationalekonomiska Föreningen och på ett mycket intresseväckande och klargörande sätt bidragit till en bra diskussion om penningpolitiken. Jag vill genast å föreningens vägnar utfärda en inbjudan till nästa år. Erik Dahmén har också bidragit med ett ämnesförslag. Jag föreslår att vi avslutar med en applåd.