

## DEN SVENSKA PENNINGPOLITIKEN – PANELDEBATT MED RIKSBANKSCHEFEN

### NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

Föreningens ordförande Tomas Bruce hälsade alla – och då särskilt Lars Heikensten – välkomna samt uppdrog åt vice ordföranden Ulf Jakobsson att leda kvällens förhandlingar. Denne tackade för uppdraget och tillade, att efter Heikenstens inledningsanförande skulle övriga paneldeltagare få ordet i bokstavsordning. När det efter två timmar blev dags för avslutningsreplik skulle enligt svensk debattkutym de sista bliva de främsta.

Heikensten sade sig uppskatta att vara inbjuden till Nationalekonomiska föreningen för en diskussion om penningpolitiken. Han påpekade vidare, att de som följt Riksbanken under senare år vet att öppenhet och tydlighet genomgående har varit en ledstjärna i dess arbete.

Tidsbestämningen ”under senare år” utgjorde en påminnelse om hur tiderna förändrats och Riksbanken med dem. Det var alls inte länge sedan en riksbankschef förutsattes representera den totala diskretionen och aldrig säga ett offentligt ord om sitt fögderi. De äldre i auditoriet drog sig säkert till minnes John Maynard Keynes uttalande: Centralbankschefer får man studera som en biolog undersöker lägre djurarter; av deras beteende draga slutsatser angående förekomsten av intelligens. Läget är nu annorlunda. I de flesta västländer bidrar centralbankerna till debatt och folkupplysning med analyser av det ekonomiska läget samt genom att i efterhand motivera sina beslut. I USA vitsas det om att Federal Reserve har

övergått från *open market operations* till *open mouth operations*.

Som kommer att framgå återvände Heikensten i avslutningen på sitt inledningsanförande till frågan om Riksbankens ställning i den offentliga penningpolitiska diskussionen. Partipolitiska företrädare har framfört krav på räntesänkningar. Inte så att det finns någon som helst risk att Riksbanken skall taga några otillbörliga hänsyn. Men ändå refererade Heikensten med uppenbart gillande vad en tidigare amerikansk finansminister framhåller i en nyutkommen bok. Däribland att det alltid är möjligt att obligationsmarknaden kan påverkas av misstankar om att centralbanken står under politiskt inflytande.

För att inte detta referat genom någon hårdragning skall åstadkomma marknadsstörningar kommer huvudpunkterna i riksbankschefens inledande anförande att återges i form av direkt anföring. Lars Heikensten har ordet:

”Innan vi fördjupar oss i en diskussion om utvecklingen den närmaste tiden och om vilken ränta vi bör ha just nu, skall jag ge lite perspektiv på penningpolitiken genom en tillbakablick på de senaste tio åren. Därefter redogör jag för den bedömning direktionen gjorde vid sitt senaste sammanträde. Jag levererar alltså idag inte några nya penningpolitiska signaler. Slutligen tänker jag säga något om hur jag ser på den penningpolitiska debatt som förts under senare tid. I ett kommande inlägg skall jag ta upp produktivitetsutvecklingen, som förra året synes ha blivit bättre än väntat.

Startpunkten för min tillbakablick är hösten 1992 då kronans växelkurs övergick från att vara fast till att bli rörlig. Det gällde då att snabbt finna ett nytt ankare för penningpolitiken. Det blev ett inflationsmål av innebörd, att förändringar i konsumentprisindex, KPI, framöver skulle begränsas till 2 procent per år med en tolerans om  $\pm 1$

FÖRHANDLINGAR  
2004-02-10

Sammanfattade  
och refererade av  
Göran Albinsson  
Bruhner

Ordförande:  
Ulf Jakobsson  
Medverkande:

Lars Heikensten,  
Riksbanken  
Dan Anderson, LO  
Stefan Fölster,  
Svenskt Näringsliv  
Ingemar Hansson,  
Konjunkturinstitutet

procentenhet. Ser vi till utfallet så har inflationen under perioden som helhet varit låg och i linje med målet. Från 1993 till idag har KPI-ökningen i genomsnitt varit 1,9 procent. Det mått på underliggande inflation vi valt att i allmänhet utgå ifrån, UNDI<sub>X</sub>, har ökat med 2,1 procent i genomsnitt. När det så gäller tillväxten mätt med bruttonationalprodukten, BNP, har den varit högre – ja, faktiskt väsentligt högre – under 1990-talet än under de båda föregående decennierna.

Nu till den bedömning Riksbanken gjorde inför den aktuella räntesänkningen. I allt väsentligt har den internationella utvecklingen följt de banor som vi räknade med i december förra året. För USA har det skett uppjusteringar av förväntningarna avseende 2004. Också i Euro-området syns nu tecken på en vändning, även om bilden inte är lika entydig som i USA. Utvecklingen i Asien samt Central- och Östeuropa förefaller att vara något starkare än tidigare förväntats.

Även för Sveriges del har tillkommande siffror i huvudsak bekräftat bedömningarna i decemberrapporten. De innebar en gradvis ökning av BNP under 2003 med ett helårsresultat på 1,5 procent. För 2004 och 2005 beräknades tillväxten bli runt 2,5 procent, vilket sammantaget är något snabbare än vad Riksbanken tror vara långsiktigt möjligt utan att inflationen tar fart.

Dystrare är att arbetslöshetsdata visar en fortsatt försämring. Den pressade ekonomiska situationen i den offentliga sektorn talar för ett svagt sysselsättningsförlopp under i varje fall det närmaste året. Statistiken över nyanmälda lediga platser i offentlig sektor ger en förhållandevis dramatisk bild av den förändrade situationen. Konjunkturuppgången kommer antagligen också i ganska liten utsträckning att avspeglas i en ökande sysselsättning inom den privata sektorn under inneva-

rande år. Netto kan det därför bli en viss nedgång i den totala sysselsättningen. Redan i december pekade Riksbanken på möjligheten, att den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden kan påverka hushållens framtidsförväntningar och konsumtionsvilja. Den faran kan nu ha förstärkts med åtföljande risk för lägre tillväxt under 2004.

Den viktigaste förändring som Riksbanken har gjort i bedömningen sedan december är att en aning revidera ner uppskattningen av den inhemska kostnadsutvecklingen. Löneökningstakten kan därför bli något lägre. Produktivitetstegringen har fortsatt att överraska positivt. Den underliggande inflationen – både med och utan energikostnader – kommer framöver att ligga under målet 2 procent. Detta var det avgörande skälet till det färskaste beslutet om en räntesänkning på 0,25 procentenheter.

Det har hävdats att räntesänkningen kommit för sent med hänsyn till önskemålet om konjunkturstimulans. För Riksbanken är detta inte en avgörande fråga, emedan dess fokus är inriktat på inflationen. Och med hänsyn till denna existerade ett utrymme för räntesänkning.

Från många debattörer har det likaså funnits en tendens att argumentera som om det ginge att finjustera konjunkturen. Jag tror att en sådan politik är i det närmaste omöjlig. Med facit i hand kommer man alltid att kunna hävda, att en aning mindre eller en aning mer hade varit lämpligt både tidigare och senare. Riksbankens i särklass viktigaste bidrag är inte 'finlir' av detta slag utan att upprätthålla inflationsmålet och tilltron till prisstabilitet. När banken gör det, bidrar den ofta till stabilisering av den reala utvecklingen av produktion och sysselsättning. Men detta är som sagt inte huvuduppgiften.

Låt mig därmed gå vidare och kort kommentera den debatt som förevarit.

Det är inte lätt att tränga igenom med ett nyanserat budskap, när tonläget i media är så uppdrivet som det varit på senare tid. Jag bestämde mig därför på ett tidigt stadium att behandla debattproblemet mer ingående just här på Nationalekonomiska föreningen; ett forum som kan uppfattas såsom förhållandevis icke-medialt.

Jag kände betydligt större oro för den ekonomiska utvecklingen och penningpolitiken i slutet av våren och i början av sommaren 2003, än vad jag har gjort de senaste månaderna. Men idag när situationen blivit betydligt bättre med fallande inflationstryck och stigande BNP har debatten hårdnat. Varför, kan man fråga sig?

Självklart är det bra med en levande och livlig diskussion om penningpolitiken. En centralbank som fått ett tydligt och självständigt ansvar för denna har goda skäl att vara öppen med sina beslutsunderlag. I allt väsentligt tycker jag också, att den debatt som förts har varit saklig, så tillvida att kraven på räntesänkningar vanligen grundat sig på andra inflationsbedömningar än dem Riksbanken gjort.

Alla inslag i debatten har dock inte varit bra och alldeles självklara. Några ledande politiker har vid upprepade tillfällen framfört mycket specifika krav på omedelbara räntesänkningar och tidigare lagda direktionsmöten. Är detta lämpligt och klokt? Riksbanken har ett uppdrag att utföra. Lagstiftningen är klar, banken får inte ta emot politiska direktiv. Därtill har Riksbanken genom inflationsmålet, publicerandet av prognoser och på andra sätt 'bundit upp' sitt agerande. Det bidrar till att omvärlden löpande kan utvärdera bankens agerande och motiv, vilket skapar trygghet att inga otillbörliga hänsyn tas. Mot den här bakgrunden har jag haft ett avspänt förhållande till inhopps från politiker i debatten.

Men frågan har vidare implikationer än så. Under julhelgen läste jag en bok av USA:s tidigare finansminister Robert Rubin (med J Weisberg, *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington*, New York, Random House). Boken innehöll en del som kan vara relevant för Sverige. President Clinton följde Rubins råd att avstå från publika synpunkter på penningpolitiken. Detta för att undvika risken att obligationsmarknaden påverkades av misstankar om att centralbanken tog politiska hänsyn.

Jag tror inte att de politiska utspelen i Sverige har hittills påverkat de finansiella marknaderna. Men politiker som ger sig in i debatten när det ekonomiska läget är stabilt borde fundera över vad som skulle kunna hända i en instabil situation. Umgängesformerna kan ha en viss betydelse hur penningpolitiken uppfattas. Det slags samspel som har etablerats i USA och Storbritannien är att föredra framför slitningarna inom Euro-området. Där är konflikter mellan centralbanker och finansministrar en del av vardagen.”

Så långt riksbankschefen Lars Heikensten. Senare provocerade moderator Jakobsson de övriga pandedeltagarna att ge synpunkter på toppolitikernas inhopps i den offentliga räntedebatten. Dan Andersson menade då, att Göran Perssons och Leif Pagrotskys intresse för räntemanipulationer är grundat på medvetandet, att finanspolitiken till följd av tidigare utgiftsbeslut är låst och därmed har förlorat mycket av funktionen som konjunkturpolitiskt instrument. Men tvärtemot sina intentioner försvarade de för Riksbanken att sänka räntan. Slutsatsen blev i Jakobssons formulering, att om politikerna vill ha sänkt ränta skall de hålla tyst därom.

Som sig bör handlade Dan Anderssons inledande exposé om penningpolitiken från löntagarsynpunkt. Det är

personer med låga inkomster och små marginaler som tjänar på den förutsägbarhet som en låg och stabil inflation innebär. Men han såg en risk i Riksbankens nuvarande politik. Den kan komma att hålla nere inflationen till priset av en lägre tillväxt.

Andersson tyckte, att såväl penning- som finanspolitiken hade fungerat bra t o m 2002. För 2003 satte han dock frågetecken. Statistiken tyder på att Riksbanken har lättare att acceptera en inflation som ligger under 2 procent än en som ligger några tiondelar över 2 procent. Andersson undrade retoriskt, ifall Riksbanken håller på att anpassa sig till ECB, som betraktar inflationsmålet såsom ett tak och inte som ett genomsnitt. En sådan *bias* gör att Riksbanken sedan en tid bidrar till en onödigt hög arbetslöshet. Det finns nämligen ett utbytesförhållande mellan inflation och sysselsättning.

På kort sikt går det inte att föra en expansiv finanspolitik emedan politikerna är bundna av sin egen budgetrestriktion. De pengar som skulle behövas till konjunkturstimulans har politikerna ”bränt upp i förväg”. Andersson rekommenderade, att penningpolitiken i högre grad skulle styras av både det makroekonomiska läget och inflationstrycket. Riksbanken borde lägga mindre vikt på att tillämpa en mekanisk handlingsregel och mer vikt på att tolka ekonomin.

Stefan Fölster levererade en rad argument som talade för Riksbankens försiktiga och konservativa penningpolitik och mot ett mer aktivistiskt handlande. Han fäste stor vikt vid att penningpolitiken lätt kan bli procyklisk med åtföljande stora avvikelser från inflationsmålet. Det är alls inte samhällsekonomiskt slöseri att i stället låta produktionen ta stötarna. Studier visar att för såväl i- som u-länder ger en ryckigare BNP-utveckling en snabbare ekonomisk tillväxt.

Ingemar Hansson berättade, att Konjunkturinstitutet, KI, har antagit utmaningen att deltaga i den efterlysta levande diskussionen om penningpolitiken. Som en del av sina allmänna förutsägelser gör KI också en prognos för inflationen. Sedan görs en bedömning av vilken reporänta som vore lämplig för uppnående av inflationsmålet. Hamnar prognosen under 2 procent säger KI att det finns utrymme för lägre ränta.

KI har under de två senaste åren vid ett flertal tillfällen kommit fram till, att det fanns utrymme för en lägre reporänta än den Riksbanken valt. KI har således tidsmässigt legat före såväl Riksbanken som de flesta andra bedömare av svensk ekonomi när det gäller att identifiera att det funnits utrymme för en lägre reporänta. Vid dessa bedömningar fäster KI stor vikt vid arbetsmarknaden. Den är betydelsefull för löneutvecklingen som i sin tur är en viktig bestämningsfaktor för den framtida inflationen. De senaste två åren har arbetsmarknaden varit tillräckligt svag för att inte hota inflationsmålet på 1 à 2 års sikt. Utifrån en uppskattning av resursutnyttjandet under 2004 och 2005 kom KI i slutet av förra året fram till att det fanns inflationsutrymme för en räntesänkning på så mycket som 0,5 procentenheter, dvs lite större än den som nyligen genomfördes.

Lars Heikensten responderade genom att kommentera vad han ansåg vara huvudpunkterna i panelgrannarnas inlägg. Dan Andersson fick del av Riksbankens syn på finanspolitiken. Den är väsentlig för hur penningpolitiken läggs upp. Sverige har på senare år haft mindre lediga resurser än många andra länder. Detta som en följd av en kraftigt expansiv finanspolitik. Ett sådant förhållande tar Riksbanken automatiskt hänsyn till i sina bedömningar genom att finanspolitiken utgör ett slags ingångsvärde i dessa. Också de närmaste åren tar Riksbanken

givetvis hänsyn till finanspolitiken; om den är stramare påverkar det utrymmet för räntesänkningar.

Om det av Dan Andersson aktualiserade problemet med prognosperspektivet sade Heikensten följande. Eftersom penningpolitiken verkar 1 à 2 år fram i tiden, så är Riksbanken tvungen att göra bedömningar i det perspektivet. Det är inte mycket att göra åt. En viktig fråga är vilken prognosbetydelse som skall tillmätas de senaste siffrorna. När det till exempel gäller produktiviteten har Riksbanken tagit viss hänsyn till aktuella uppgifter. Men det är utomordentligt svårt att avgöra hur mycket framtidsbedömningarna skall styras av den senaste statistiken. Kanske finns det på detta område en del skillnader mellan olika centralbanker. Det förefaller t ex som om Federal Reserve har tillmätt den senaste statistiken förhållandevis stor betydelse under senare år.

Till Stefan Fölster riktade Heikensten några ord om den internationella räntespridningen. Den åskådliggör att centralbanker agerar "aktivistiskt" i olika hög grad. Där utmärker sig USA genom stora räntevariationer. Huruvida detta i det långa loppet leder till en mer stabil ekonomisk utveckling är inte självklart. Räntan är också just nu påtagligt lägre i USA än vad traditionella mått säger att den skulle vara. Att det hittills fungerat väl är troligen delvis kopplat till den trovärdighet Federal Reservechefen Alan Greenspan personligen åtnjuter. Det förs en ganska intensiv diskussion i Förenta Staterna om penningpolitikens uppläggning bortom Greenspan.

Må det tillåtas referenten att som representant för de äldre åhörarna skjuta in ett par korta reflektioner på temat omvärderingar. Nationalekonomin har ju betecknats som en samhällsvetenskap, vilken går fram och tillbaka med stormsteg. Ingen i den keynesianska

högborgen Sverige vågade för 30-40 år sedan förutsäga, att Milton Friedmans budskap i framtiden skulle kunna tjäna som valspråk åt landets riksbank: *Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon* (Wincott Memorial Lecture, London, 16 september 1970). Åren 1974-77 innehade Alan Greenspan uppdraget som ordförande i president Fords ekonomiska råd, CEA. Referenten frågade vid ett tillfälle Wassily Leontief, om han delade den i amerikanska ekonomkretsar vanliga uppfattningen, att Greenspan kunde betecknas som en *Stone Age economist*. Nej, genmälde Leontief, han är en *Neanderthal economist*. Greenspan är som sagt numera inkarnationen av en djärv och progressiv penningpolitiker.

Åter till Lars Heikensten. Han vände sig till Ingemar Hansson med några försiktigt polemiska ord om inflationsförväntningar. Oberoende av den faktiska inflationen tenderar de allmänna inflationsförväntningarna att ligga kring 2 procent. Häri består, som Dan Andersson också framhöll, det stora värdet med penningpolitiken. För att upprätthålla detta är det möjligt att Riksbanken blir aningen mer försiktig än vad den i ett efterhandsperspektiv borde ha varit. Ingemar Hansson hade pekat på ett läge där inflationen var 3 procent med kommentaren, att inflationstrycket var på väg ner, varför Riksbanken då kunde ha sänkt räntan. Häremot invände Heikensten, att den analysen onekligen är lättare att med säkerhet göra i efterskott. Även om Riksbanken räknade med fallande inflation fanns det skäl att väga in en viss risk för att så inte skulle bli fallet. Det går inte heller att helt lita på att alla aktörer är övertygade om att inflationsstrycket verkligen är på väg ner. Riksbankens roll skiljer sig från Konjunkturinstitutets i så måtto att det är Riksbanken som sätter räntan.

Det var nu dags för moderatorn Ulf

Jakobsson att släppa på den strikta debattkoreografin och tillåta friare replikskiften. Detta utnyttjade panelisterna till att dels rykta gamla käpphastar, dels till att lansera nya synpunkter. En ytterligare metafor. De mycket kunniga argumentdribblarna ägnade sig gärna åt allmänt konjunkturfirir, medan penningpolitiken satt på utvinningsbänken. I den mån kritik framfördes var den genomgående tendensen att riksbankschefen utgjorde måltavla. Denne återkom inte oväntat flera gånger till frågan om Riksbankens trovärdighet. Lika förutsägbart var att Ingemar Hansson gång efter annan berikade samtalet med faktauppgifter från Konjunkturinstitutets rika förråd av sådana.

Dan Andersson gav Riksbanken godkänt men ville ändå hacka på Heikensten för ett par tillkortakommanden. Han frågade, om det var Riksbankens sökande efter ytterligare trovärdighet som var skälet till att den inte angrep inflationskurvans svängningar kring genomsnittet. Vidare tog han upp den Erik Åsbrinkska tesen om att demokratin behöver en buse. Denne skall straffa excesser i finanspolitik och lönerörelser. Men det kan finnas lägen då finanspolitiken är för svag och löntagarna så nedtryckta att lönerna blir för låga. Vem straffar då bussen som agerar passiv iakttagare? I ett senare inlägg uttryckte Andersson svensk stolthet över Riksbanken. Den hade skött sig så bra att EMU-länderna borde hemställa om anslutning till Sverige.

Stefan Fölster sade, att Sveriges arbetskraftskostnader under senare år har ökat väsentligt snabbare än de europeiska konkurrentländernas. Han hänvisade till Konjunkturinstitutets sysselsättningselasticitet: Ifall arbetskraftskostnaderna i Sverige ökar 1 procent mer än de i konkurrentländerna så minskar sysselsättningen på sikt och för gott med 2,8 procent. Den givna frågan blir, om

Sverige verkligen hade haft någon fördel av en lägre ränta under det gångna året. Även en liten effekt i form av högre löner hade varit sämre än ett år med något för hög ränta. Med hänsyn härtill, menade Fölster, har den faktiska räntenivån varit en god investering.

Som belöning för ett föredömligt kort inledningstal fick Lars Heikensten tid att hålla ett minianförande om produktivitetsutvecklingen. Han resonerade som följer: Under förra året utvecklades sysselsättningen i näringslivet oväntat svagt samtidigt som produktionsökningen ungefär blev som väntat. Spegelbilden härav är att produktiviteten förbättrades osedvanligt mycket. Om nu inte detta är en statistisk villa skulle en förklaring kunna vara resultat av IT-revolutionen. IT-kapitalet har sent omsider kommit till effektiv användning även utanför de sektorer som producerar detta och där skapat utrymme för rationaliseringar av arbetskraft och minskat behovet av investeringar. Frågan är vilken vikt det som hänt bör tillmätas, när Riksbanken blickar framåt? Det faktum att utvecklingen varit bättre än normalt för konjunkturläget och att den totala faktorproduktiviteten också brutit tidigare mönster tyder på att något nytt kan ha hänt. Precis som under slutet av 1990-talet, när den sk nya ekonomin lanserades förhåller sig Riksbanken avvaktande men inte avvisande.

Ulf Jacobsson noterade, att produktivitetsökningen har möjliggjort för industrin att tillverka allt mer som sedan exporteras till allt lägre priser, relativt sett. Är detta till fördel för de svenska företagen, frågade han retoriskt. För svenska konsumenter är det i alla händelser ointressant att utlänningar kan köpa svenska varor billigt. Heikensten genmälde, att i ett vidare perspektiv är en god produktivitetsutveckling bra för hela samhället. Inflationsbekämp-

ningen underlättas och reallönerna kan stiga. Men visst är de vinstproblem som Jacobsson aktualiserade värda att fundera över.

Fölster varnade för att låga räntor driver upp priserna på fasta tillgångar och då särskilt villor. Hushållens belåningsgrad växer stadigt och närmar sig nivån i början på 1990-talet. Även en med hänsyn till inflationsprognosen rimlig räntenivå kan bidra till uppkomsten av en ny bubbla. Detta sade han i medvetande om att tillgångspriserna inte ingår i Riksbankens målformulering. Samhällsekonomiskt är de dock betydelsefulla.

När klockan slog 21 stoppade moderator Jakobsson de diskussionsglada panelisterna. Referenten antecknade några dåliga vitsar på sitt rutpapper. – Trots att det varit en paneldebatt hade ingen talat uppåt väggarna. Åhörarna hade lärt sig, att penningpolitik är att beträda ekonomin med räntefötter. Och statsministern tycker, att Riksbanken trippar för lätt på sina små räntefötter. Sedan *fine-tuning* blev ute i finanspolitiken finns de som anser, att den skall vara inne i penningpolitiken. Skylten i bakfönstret på den amerikanska bilen träffade rätt: *Centralbankers do it with interest.*