

FÖRHANDLINGAR

Nationalekonomiska Föreningen

2001-04-17

Sammanfattade och redigerade av Helena Matheou

Ordförande: professor **Claes-Henric Siven**

Inledare: riksbankschef **Urban Bäckström**, Sveriges riksbank,

docent **Pontus Braunerhjelm**, SNS, doktor **Mats Kinnwall**, Svenska Handelsbanken

Övriga deltagare: **Benny Carlsson**, **Carl B Hamilton**, **Kristian Holmberg**, **Fred Knaust**, **Birgitta Swedenborg**, **Mical Tareke**, **Johanna Öberg**

”Vad skall styra penningpolitiken?”

Claes-Henric Siven

Jag vill hälsa er alla välkomna till detta samarrangemang mellan nationalekonomiska institutionen och Nationalekonomiska Föreningen. Det är en tradition sedan ett år tillbaka att Riksbankschefen Urban Bäckström kommer till Stockholms universitet på våren och talar. Den här gången skall vi ta upp ämnet ”Vad skall styra penningpolitiken?”. Vi har två kommentatorer, det är Pontus Braunerhjelm från SNS och Mats Kinnwall från Svenska Handelsbanken.

Innan vi börjar så tänker jag ta upp ett kort föreningsärende. Det är så att enligt stadgarna för Nationalekonomiska Föreningen så skall bokslutet och revisionsberättelsen presenteras på sista vårmötet. Tyvärr är bokföringen inte färdig än så vi har inte möjlighet att ta upp den punkten utan går direkt på förmiddagens ämne och Urban Bäckströms inledning.

Urban Bäckström

Vad trevligt att vara här! Först två reflektioner, den ena är att tänk om vi i Riks-

banken, när vi skall offentliggöra valuta-reserverna, skulle kunna säga att tyvärr är bokföringen inte klar ännu... Det andra är att det är trevligt att vara här ute, eftersom det är så mycket folk, sedan har jag förstått att det är på grund av att det är obligatorisk närvaro i kursen, men det är ändå trevligt att det är många här.

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

Inflationsmålet har fungerat som styråra för penningpolitiken sedan 1993. Jag tror att de allra flesta håller med mig om jag säger att det på det hela taget fungerat ganska bra under den här perioden. Det har varit möjligt att, efter ett par decennier med hög inflation, åter etablera prisstabilitet. Förtroendet och förståelsen för regimen och penningpolitikens uppläggning i stort har ökat såväl hos markna-

dens aktörer som hos allmänheten. Det tycks också finnas en bred uppslutning i det politiska systemet och i svenska samhället kring behovet av en disciplinerad finanspolitisk som stöd för den penningpolitiska regimen.

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

Det är dock viktigt att inte slå sig till ro utan fortlöpande utveckla tänkandet kring både tillämpningen och den analytiska ram som vägleder penningpolitiken. Det är också något som löpande görs inom Riksbanken. Exempelvis gjorde direktionen vissa formella förtydliganden i början av 1999. Det handlade om att penningpolitiken bör inriktas på att uppnå inflationsmålet mätt med konsumentprisindex (KPI) på 1–2 års sikt, men att det under vissa specifika omständigheter kan finnas skäl att avvika från detta mål. I en del fall var det fråga om en kodifiering av den praxis som rått under flera år.

Idag tänkte jag ta upp frågan hur Riksbanken bör reagera när ekonomin utsätts för olika typer av strukturella förändringar. För det första tänkte jag säga något om hur penningpolitiken bör förhålla sig till priset effekter från avregleringar. Avregleringar kan sänka den allmänna prisnivån och följaktligen ge en temporär nedgång i inflationstakten. För det andra tänkte jag ta upp frågan hur penningpolitiken bör utformas under en period då produktivitetstillväxten stiger. En sådan utveckling kan tolkas som att ekonomin

utsatts för s k positiva utbudsstörningar. En lika omfattande höjning av produktivitetstillväxten som i USA har vi ännu inte sett i Sverige, men det kan inte uteslutas att vi kommer som så många gånger tidigare följa USA. Sannolikheten för att det ska inträffa tänkte jag dock inte avhandla idag.

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

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

Det finns dock anledning att vara åter-

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

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

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

En enskild och begränsad avreglering behöver inte föranleda några penningpolitiska åtgärder. Om avregleringen följer av politiska beslut som inte kunnat prognostiseras, eller om effekten på inflationen beräknas klinga av snabbare än inom ett

till två år, leder den inte till någon reaktion från Riksbanken, om banken håller sig till sin handlingsregel.

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

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

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

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

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

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

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

Just den här aspekten är mycket viktig och giltig också i andra situationer när penningpolitiken ska utvärderas. Det krävs att insikten är utbredd om vad penningpolitiken faktiskt kan uträtta liksom vilka olika avvägningar som den löpande kan ställas inför. Annars är det svårt att göra en *allsidig* utvärdering. Allt detta är

förstås en läroprocess. Ibland kan dock frestelsen att ta enkla poäng i den allmänna diskussionen bli övermäktig genom att anklaga centralbanken för att ha agerat för sent eller att ha "missat" målet.

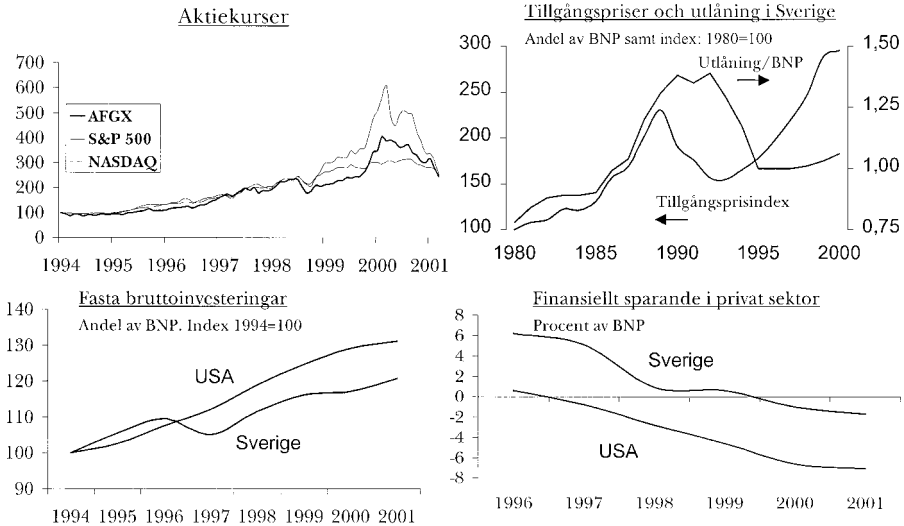
Poängen som jag vill driva hem i det här avsnittet är att en penningpolitik som bedrivs med ett inflationsmål normalt fungerar väl också i en miljö som präglas av prisseffekter från avregleringar. Alla förändringar av den allmänna prisnivån och alltså mer eller mindre tillfälliga effekter på inflationstakten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

En annan typ av strukturförändring inträffar om produktivitetstillväxten stiger. En långsiktigt högre produktivitetstillväxt innebär att ekonomins samlade produktion varaktigt kan växa snabbare. Samtidigt tenderar inflationen, tack vare att produktivitetstillväxten dämpar enhetsarbetskostnaderna, att pressas ned, åtminstone inledningsvis i den typen av förlopp. Avkastningen på kapital stiger och utbyggnaden av kapitalstocken stimuleras. Till detta kommer att jämviktsrealräntan i ekonomin tenderar att stiga för att bevara balansen mellan sparande och investeringar. Bakgrunden är att efterfrågan på kapital antas stiga då investeringar framstår som mer lönsamma i ljuset av högre produktivitet.

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

Figur 1

Sverige och USA - en översiktlig jämförelse



Källa: SCB, KI, Ecowin, BIS, Riksbanken och OECD Economic Outlook dec 2000.

ken ställs inför besvärliga utmaningar och det är i själva anpassningsprocessen som svårigheterna uppkommer.

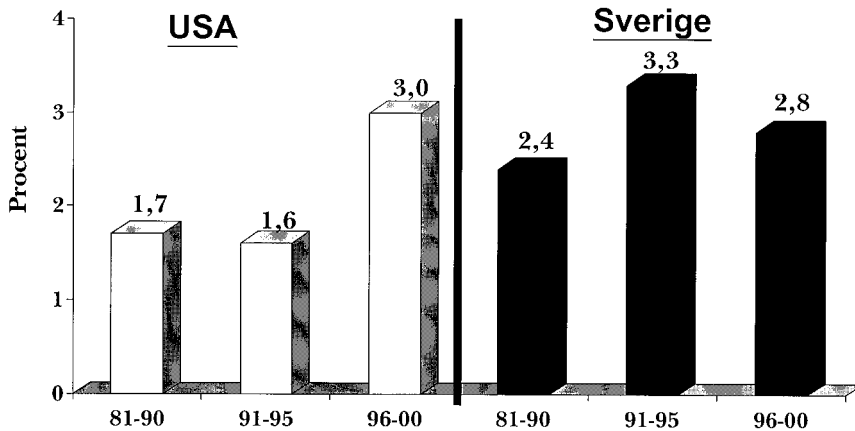
En strukturförändring som innebär att produktivitetstillväxten stiger kan inträffa på grund av t ex ett teknologiskt skift. Utvecklingen i bl a USA är ett intressant exempel på detta. De senaste decenniernas innovationer inom data- och telekommunikationsområdet med åtföljande relativprisfall kan tjäna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

till sig uppmärksamhet i den allmänna diskussionen. Låt mig kommentera de två effekterna var för sig.

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

Figur 2

Arbetsproduktivitet i USA och i Sverige Näringslivet



Källa: Economic report to the President, KI och SCB

Anm: Svenska data avser produktivitet i näringslivet exkl finans- och fastighetsverksamhet.

alltså efterfrågeeffekten att dra upp inflationen.

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

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

ta. Låt mig bara först konstatera att på längre sikt, då både efterfrågeeffekten och den inflationsdämpande effekten har ebbat ut, kommer räntan otvetydigt att stiga eftersom en högre potentiell tillväxt drar upp jämviktsrealräntan för att balansera råda mellan sparande och investeringar.

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

En första möjlighet, om vi antar att ekonomin befinner sig i jämvikt, är att låta produktionen under en tid växa snabbare än den potentiella tillväxten. Arbetslösheten faller temporärt, men inflationen hålls ändå konstant kring målet eftersom

den direkt inflationsdämpande effekten är stark. Detta alternativ förutsätter antagligen att styrräntan hålls på en förhållandevis låg nivå.

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

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

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

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

De finansiella marknadernas reaktion på produktivitetsstegringar kan vara en källa till problem. Tyvärr uppstår det ibland överdrivet optimistiska framtidsförväntningar. Förväntningar om stigande

vinster leder nämligen i vissa fall till ökad kreditgivning, stigande aktie- och fastighetsvärden vilket leder till ytterligare kreditgivning, osv. En sådan bubbla kan, när den så småningom brister, förorsaka allvarliga negativa effekter på ekonomin och dra med sig banksystemet in i en kris.

En alltför stark eufori kan också göra att utbyggnaden av kapitalstocken kan gå för långt. Här är perspektivet hämtat från den sk österrikiska skolan. Omfattande investeringar sker i sektorer som aldrig kommer att ge den avkastning som ursprungligen förväntades. Den spekulativa febern driver helt enkelt fram felinvesteringar. I den efterföljande anpassningsfasen sker därför en kraftig uppbromsning av investeringsverksamheten med åtföljande svag efterfrågeutveckling i hela ekonomin under en ganska lång period.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Man skulle kunna säga att ett sådant reaktionsmönster innebär att centralbanken tar mer hänsyn till tillgångspriser än vad som gäller i normalfallet. Men – och det är viktigt att understryka – det sker i en miljö där överdrivet stigande tillgångspriser är ett av flera symtom på att vidare obalanser håller på att byggas upp i ekonomin. En situation som karaktäriseras av påtagligt stigande tillgångspriser och följs av en kraftig kreditexpansion, snabb investeringsökning, kraftigt minskat finansiellt sparande i privat sektor och växande bytesbalansunderskott finns det anledning att vara observant på. Som framgått tidigare behöver en sådan situation inte nödvändigtvis innebära att inflationstakten stiger omedelbart. Om centralbanken inte agerar i syfte att begränsa den här typen

av obalanser och överdrifter kan alltså utvecklingen leda till allvarliga anpassningsproblem såväl i det finansiella systemet som i den reala ekonomin med risk för efterföljande deflationistiska tendenser.

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

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

Claes-Henric Siven

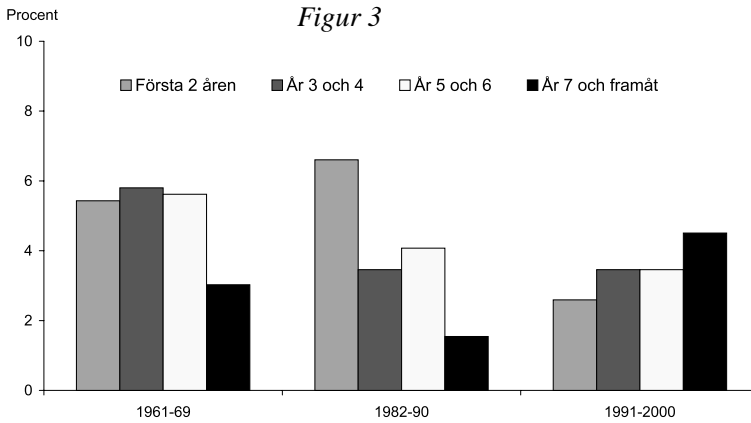
Efter Riksbankschefens inledning kommer två kommentatorer och det är Pontus Braunerhjelm från SNS som börjar.

Pontus Braunerhjelm

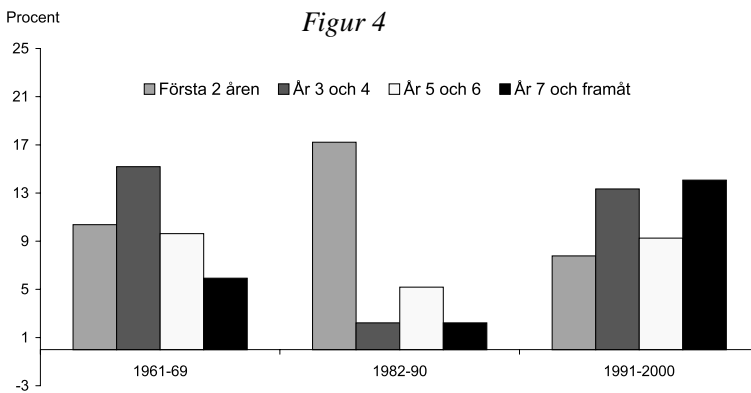
God morgon allihopa och tack för att jag får komma hit och prata, mycket trevligt. Ni har fått så fint här ute, det såg inte alls ut så här när jag gick här på 1970–80-talen. Våldigt imponerande lokal det här. Riksbankschefen har på ett föredömligt sätt beskrivit de förlopp som skett när det gäller konjunkturer och växlingar i penningpolitiska regimer så jag behöver inte fördjupa mig i det. Jag tänkte dock säga någonting om hur den konjunkturupp gång som vi sett under 90-talet skiljer sig från de tidigare konjunkturuppgångarna och vad det har för penningpolitiska implikationer.

Den fråga vi ska diskutera idag handlar om styrmedel för penningpolitiken. Med andra ord, vad skall styra Riksbankens agerande? Nära kopplat till detta är naturligtvis vilka förväntningar man kan – och bör – ställa på penningpolitikens förmåga att påverka reala faktorer i ekonomin. Detta måste i sin tur ställas i relief till de frihetsgrader penningpolitiken har i en värld karaktäriserad av flytande växelkurser, fria kapitalrörelser och allt mer integrerade ekonomier. Den förändrade växelkursregimen och dess effekter har berörts vid tidigare sammanträden i nationalekonomiska föreningen och jag kommer fortsättningsvis inte att närmare gå in på detta, utan vill endast påminna om de grundläggande förändringar som skett under det senaste decenniet och vad detta inneburit vad avser penningpolitikens förutsättningar.

Debatten vad gäller penningpolitiken har under senare tid förts efter två parallella och delvis sammanlänkade spår: För det första har påpekats att penningpolitiken – åtminstone i teorin – är ett mer kraftfullt instrument under flytande växelkurser vilket, enligt vissa förespråkare, motiverar en generellt mer aktiv penningpolitik med ett utvidgat stabiliseringspolitiskt mål. För det andra har detta ansetts innebära att inflationsmålet skall omdefi-



Källa: BEA.



Anm.: Investeringar i utrustning och mjukvara.

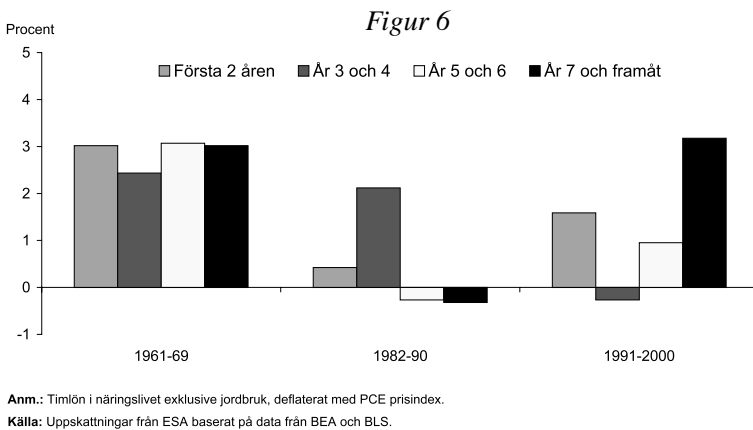
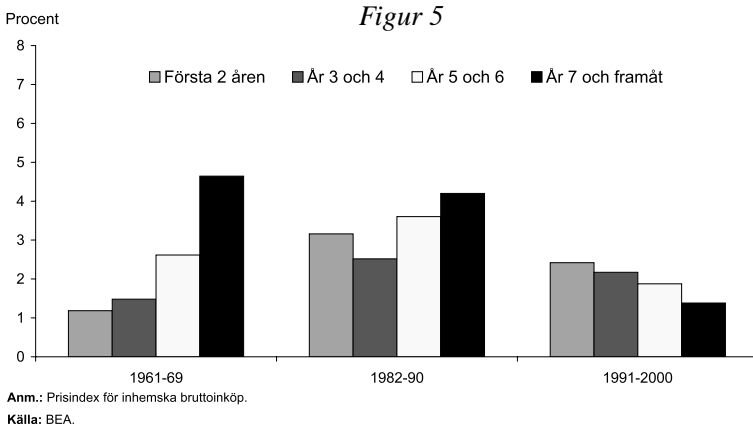
Källa: BEA.

nieras till att också omfatta tillgångspriser. Enligt min mening vilar dessa påståenden och förväntningar om vad penningpolitiken kan åstadkomma på en synnerligen bräcklig grund som riskerar leda till att ekonomin destabiliseras. Skälen till detta skall jag strax redogöra för.

Men låt mig inledningsvis göra en återblick på förloppet i den långa konjunkturuppgång som nyligen förefaller ha avslutats, och hur utvecklingen ställer sig i förhållande till tidigare konjunkturuppgångar. Denna utveckling är, tillsammans med en ändrad växelkursregim, utgångspunkten för dem som propagerar för en mer aktiv penningpolitik. Efter det att jag redogjort för de problem som ett sådant förhållningssätt innebär, kommer jag avslut-

ningsvis att göra några reflektioner kring förväntnings- och förmögenhetseffekter som har relevans för penningpolitiken.

Till den s k nya ekonomins förespråkares förvåning, bröts även 1990-talets långa konjunkturuppgång och särskilt USA:s ekonomi gick under förra året in i en fas präglad av lägre tillväxt och dämpade förväntningar. Även om den nya ekonomin visade sig vara en chimär, framträder ett annorlunda konjunkturförlopp under 1990-talet jämfört med tidigare konjunkturuppgångar under efterkrigstiden. Uppgången under 1990-talet har inte gradvis övergått i en avtagande tillväxt (*Figur 3*) och fallande investeringar (*Figur 4*), inte heller har inflationen tilltagit (*Figur 5*) – trots stigande löner (*Figur 6*) – eller la-



gerhållningen ökat (Figur 7). Däremot, vilket bättre stämmer med tidigare konjunkturuppgångar, har vinstutveckling försämrats i senare faser av uppgången (Figur 8). (Figurena är hämtade från "Digital Economy 2000", R Shapiro m fl, US Department of Commerce.) Följaktligen förefaller produktivitetstökningar ha hållit inflationen i schack vilket möjliggjort att en nominellt låg ränta kunnat bibehållas. Delvis samma krafter har lett till att stigande tillgångsvärden – framförallt värdepapper men i viss mån också andra tillgångar – vilket stimulerat konsumtionen, drivit upp efterfrågan på kapital och lett till "överinvesteringar" som inte baserats på rationella överväganden och orealistiska vinstförväntningar. Med andra ord, ett

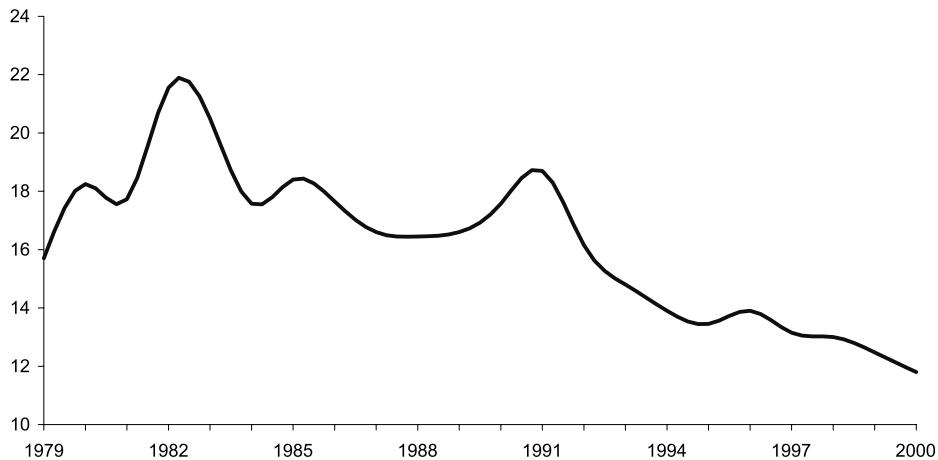
beteende som Keynes beskrev som "animal spirits".

Denna utveckling är bakgrunden till slutsatsen att tillgångspriser ingår bland de kriterier som skall styra penningpolitiken. Genom att höja räntan skulle penningpolitiken kunna stävja att spekulativa bubblor bildas som riskerar att leda till dramatiska nedgångar och på sikt hota hela det finansiella systemet. Det finns en bedräglig intuition i detta, men fallgröparna med ett sådant förhållningssätt är djupa och rikliga. Låt mig börja med att peka på några av mer teknisk natur.

För det första, vilka tillgångspriser ska ingå i ett index som baseras på såväl varor som tillgångar? Fastigheter? Ska detta baseras på ett riksgenomsnitt? Aktier? I

Procent

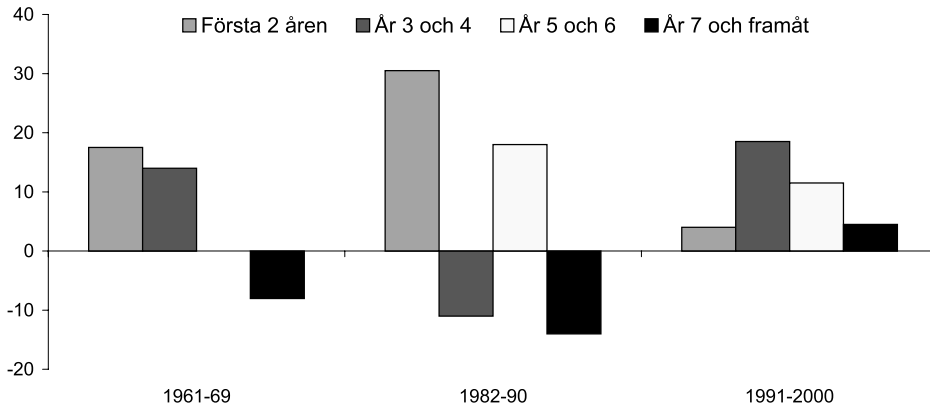
Figur 7



Källa: Census Bureau.

Procent

Figur 8



Anm.: Vinster i icke-finansiella företag, deflaterat med BNP-deflatorn.

Källa: Uppskattningar från ESA baserat på data från BEA och BLS.

sådana fall, vilka aktier? Kan t ex teknikaktier anses vara förenade med en högre risk för bubblor? Bostadsrätter? Konst? Kanske ädelstenar? Och vilka kriterier ska styra ingrepp från centralbanken? Ett sammanvägt tillgångsindex? När anses tillgångarna ha passerat nivåer som inte är hållbara?

Antag att en uppvärdering av t ex aktier sker på grund av vad vi tror är ett tekniskt genombrott och kurserna drivs upp

på teknikbaserade aktier. Det är svårt (för att inte säga farligt) att föreställa sig att centralbanker har en större kompetens än andra aktörer på marknaden att bedöma rimligheten i olika nivåer. Att marknaden tidvis präglas av en överoptimism, en viss "overshooting", behöver inte innebära ett hot mot ekonomin eller att den långsiktiga tillväxtpotentialen urholkas. Tvärtom kan sådana överdrivna värderingar t o m vara nödvändiga för att stimulera ett stort

inflöde av nya företag, vilket så småningom följs av ett utflöde och en konsolidering. Bruttoflödena i sig är viktiga för att marknaden ska kunna selektera bland ett stort urval aktörer. Historiskt har det sett ut så i de allra flesta branscher, en gång fanns det ca 2000 tillverkare av bilar i USA. Detta är en omistlig del i den industriella dynamiken och "kreativa förstörelseprocessen". Och tillväxt skapas i mötet bland människor och företag, dvs på mikroplanet, inte i olika centralbankers direktioner! Däremot kan penningpolitiken bidra till en mer eller mindre tillväxtbefrämjande miljö. Denna måste dock backas upp av den övriga ekonomiska politiken. Om vi seriöst anser att centralbanker bättre kan hantera tillgångsvärdet än marknaden, då bör dessa handla direkt med aktier och fastigheter istället för att gå omvägen via penningpolitiken.

Visar inte utvecklingen i USA att detta har varit en framgångsrik politik? Den amerikanska centralbanken, Fed, har som bekant ett annat och bredare mandat än Riksbanken som innefattar aktivitetsnivån i hela ekonomin. Detta har bl a inneburit att hänsyn tagits till utvecklingen på den amerikanska börsen. Effekterna av detta är dock oerhört svåra att belägga. Feds många gånger – men inte alltid – lyckosamma politik har skett i samklang med en rad reformer som främst skett på ekonomins utbudssida. Avgörande för den tillväxt som präglat USA och som yttrat sig i framväxten av nya industrier (ICT, Biotek och Biomed) har sannolikt till stor del andra bevekelsegrunder än Feds agerande. Dit hör incitamentsstrukturer, avregleringar, en kompetent riskkapitalmarknad, etc. Att låta centralbanker bedöma och styras av en utveckling som främst har sitt ursprung på utbudssidan är enligt min mening förenat med betydande risker.

Realekonomiska effekter av en penningpolitik som innefattar värdeutvecklingen på olika tillgångar förutsätter dessutom en betydande ränteelasticitet både

vad gäller tillgångar, investeringar och konsumtion. Detta är mer tveksamt. Investeringar som främst drivs på av venture capital – dvs investeringar i eget kapital – som i USA och i ökande utsträckning i Europa, tenderar att minska räntekänsligheten. Mot bakgrund av den explosionsartade värdetillväxt som skett i aktier och fastigheter under de senaste två decennierna, förefaller en eller ett par procentenheters förändringar i räntan att vara ett tämligen svagt vapen. I Sverige steg under perioden 1980 till 2000 index med 1900 procent och fastigheter med 250 procent (real). När skulle Riksbanken ha agerat för att bryta den utvecklingen?

För att undvika bubbler, och framför allt långa återhämtningsperioder efter spekulativa perioder, talar tidigare erfarenheter för att det är viktigare med transparens på mikroplanet, rigorösa regler för redovisning, kreditgivning, etc. Förväntningar om tillväxt genereras främst utifrån de mikroekonomiska förutsättningarna. Därför tror man på USA, men inte på Japan! Även Japan hade på 1980-talet en ovanligt lång och investeringsdriven uppgång, ibland jämförd med utvecklingen i USA under 1990-talet. I Japan har penningpolitiken dock blivit ett förhållandevis trubbigt instrument. Trots en mycket låg ränta under långa perioder har man hamnat i en utveckling beskriven som ett "L", dvs nedgången i slutet av 1980-talet har följts av en lång stagnationsperiod som Japan fortfarande inte tagit sig ur. I USA förväntar man sig att en djup nedgång följs av en snabb återhämtning, dvs utvecklingen skulle mer kunna liknas vid ett "V". Skälet är att de institutionella förutsättningarna på mikroplanet ser helt annorlunda ut i USA än i Japan.

En mer principiell invändning har att göra med de fundamentala skillnaderna mellan tillgångs- och varuinflation: den förra innebär en förmögenhetsuppbyggnad och ett ökat välförhållande, medan den senare handlar om att urholka människors köpkraft. Jag finner det ytterst tveksamt

om centralbanker ska medverka till att hämma – eventuellt bryta – en uppbyggnad av individers och samhällets förmågenheter, baserad på ett antagande om att centralbanker bättre än andra kan bedöma bärigheten i en uppgång på t ex börserna. Bevisbördan för detta vilar tungt på dem som förespråkar att tillgångsvärdering också skall styra penningpolitiken!

Ett ytterligare skäl är att aktörer på marknaden lär sig hur centralbankerna agerar. Mer eller mindre automatiska ingrepp från centralbanker – vare sig de bottnar i tillgångs- eller varuinflation – tenderar därför att vara inkorporerade i marknads förväntningar. Detta leder till att effekterna på sikt blir mindre, men också att det kan uppstå situationer då marknaden spekulerar mot centralbankerna (jämför valutakrisen 1992).

Det föreligger således enligt min mening en rad olika skäl till att centralbankerna bör avhålla sig från en mer aktiv stabiliseringspolitik av ”fine tuning”-karaktär. Detta gäller generellt och är inte förbehållet ambitioner att utjämna eller dämpa tillgångsinflation. Antag t ex att avtalsförhandlingar pågår för stora grupper på arbetsmarknaden. Centralbanken väljer att höja räntan i ett skede av avtalsförhandlingarna därför att man bedömer förhandlingsnivåerna på löneökningarna vara oförenliga med inflationsmålet. Ett dylikt agerande kan hämma en nödvändig strukturomvandling i ekonomin. Särskilt när stora teknikförändringar sker måste prismetanismen på arbetsmarknaden tillåtas fungera. Detta kan innebära att vissa grupper får betydande ökningarna som vissa perioder drar upp snittet för hela arbetsmarknaden. Det behöver dock inte innebära en högre inflation om det leder till en omallokering av arbetskraft till mer högproduktiva sektorer. Räntheinterventioner riskerar därmed att stoppa den dynamik och den förändring som är nödvändig för en uthållig framtida tillväxt. Samtidigt kan gamla branscher leva kvar och cementeras i hägnat av en deprecierande krona.

Slutligen, om penningpolitiken tilldelas ett allt för omfattande ansvarsområde med betydande stabiliseringspolitiska ambitioner, riskerar det att minska trycket på andra och kompletterande ekonomiskpolitiska områden, liksom på överväganden och ageranden av aktörerna på marknaden. Penningpolitiken tilldelas ett slags roll av ”stabilizer of last resort”, vilket är orealistiskt och närmast har ett slags religiös klang där Alan Greenspan är överstepräst. Penningpolitiken måste alltid vara uppbackad av den övriga ekonomiska politiken: finanspolitik, arbetsmarknadspolitik, utbildningspolitik, etc.

Att på tämligen osäkra grunder idag göra penningpolitiken mer komplicerad är ej tillrådligt. Vi har precis börjat vänja oss vid en låginflationsekonomi och också dragit ekonomisk-politiska lärdomar av detta. Vem vet vad som händer om oljepriset plötsligt stiger till nivåerna 1973, alltså motsvarande 70–75 dollar per fat. Skall man då dra upp räntan kraftigt? Förmodligen inte. En penningpolitik som styrs av tillgångsvärden kan lätt leda till spekulativa aktioner av marknaden mot centralbanken, större fluktuationer i räntor och tillgångsvärden och en ökad osäkerhet. Då kan vi hamna i en situation som av Paul Samuelson beskrevs som att alla recessioner bör stämplas ”Made in Washington by Federal Reserve”.

Tack för ordet.

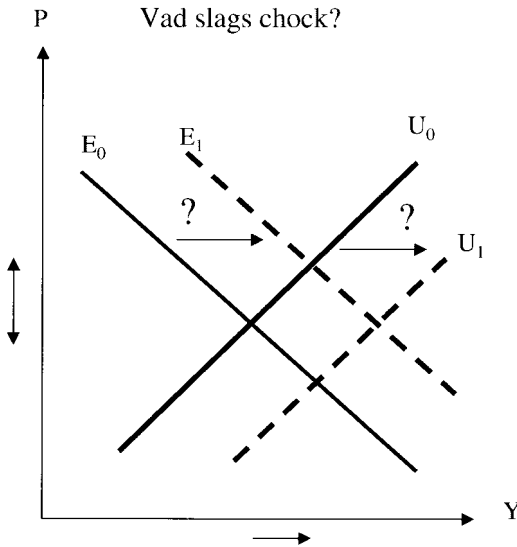
Claes-Henric Siven

Näste kommentator är Mats Kinnwall från Svenska Handelsbanken.

Mats Kinnwall

Det är trevligt att få komma hit och att prata om detta intressanta ämne. Jag har fått ett annat beting än Pontus, nämligen vad som skall styra penningpolitiken under utbudschocker, även om både Urban Bäckström och Pontus Braunerhjelm redan berört det.

Figur 9



Urban Bäckström beskrev grunden för inflationsmålet, en politikregel som är väl genomtänkt och förankrad i teorin. Mina kommentarer handlar mera om praktiken, dvs i vilken utsträckning det är operationellt att bedriva penningpolitiken enligt inflationsmålets teoretiska bas. Jag tänker diskutera några problem med inflationsmålet i praktiken och föreslå en alternativ penningpolitisk regel. Det är frestande att 'förfalla' till Pontus ansats och säga att 'det är meningslöst', det går inte att uppnå 'fine tuning'-ambitionerna men jag skall försöka vara mer konstruktiv än så.

Låt oss börja med en utbudsschock av klassiskt snitt, nämligen en oljeprischock. Vi genomlevde en sådan förra året, även om oljeprisuppgången i reala termer inte var tillnärmelsevis av samma proportioner som på 1970-talet. Läroboken säger att oljeprisuppgångar ger tillväxtfall och inflationsuppgång vilket vid ett strikt inflationsmål innebär räntehöjning, dvs centralbanken för en procyklisk politik och förstärker konjunkturedgången via en efterfrågechock. Förra året höjde ECB räntan till viss del för att stävja andraordningseffekter av oljeprisuppgången. Men

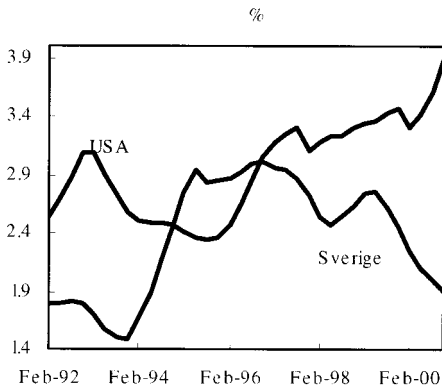
vad händer om vi får en oljeprisuppgång till 75 dollar per fat? För att hantera en sån situation har t ex Riksbanken formulerat ett mjukt inflationsmål, genom en undantagsklausul som säger att inflationen kan tillåtas att tillfälligt skjuta rejält över målet och endast långsamt föras tillbaka till målet för att undvika onödig, överdriven volatilitet i reala variabler. Då får man en viss ackommodation och mindre procyklisk politik.

Mer relevanta utbudsschocker i framtiden än oljeprischocker blir kanske den typ av chocker som vi sett i USA de senaste åren med en snabb produktivitetsoökning. Än så länge är det svårt att säga hur Sverige kommer att klara en sån chock. Sannolikt kommer då tillväxten att gå upp i förhållande till historiska tillväxttal samtidigt som inflationen går ner, åtminstone initialt.

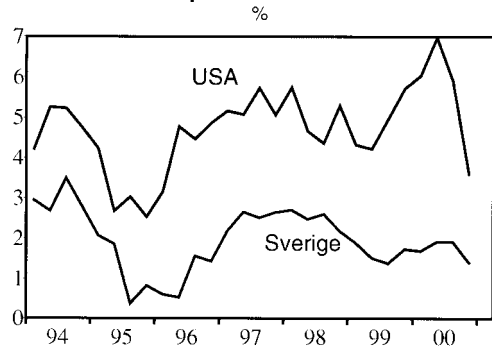
I detta sammanhang kommer man in på problemen med prognosbaserade inflationsmålsregler. Som Urban Bäckström nämnde är det en rejäl fördröjning mellan vad som händer i realekonomin och vad som händer med inflationen. Chocker biter omedelbart på den reala ekonomin men ger effekt på inflationen med betydande fördröjning. Man vet alltså inte om dagens BNP-ökning leder till framtida inflation eller inte. Urban Bäckström utgick ifrån att vi kan identifiera vilken typ av chocker som ekonomin utsätts för. I själva verket är osäkerheten stor. Vet vi med säkerhet att det är en utbudsschock, eller kan det vara en cyklisk variation i produktivitetstillväxten? Det vi har upplevt i många länder är att produktiviteten är procyklisk, dvs den går upp vid högkonjunktur och ned vid lågkonjunktur. Ur inflationsprognossynpunkt är det ett problem att vi inte vet om det är en cyklisk eller en strukturell uppgång i produktiviteten. Dessutom, även om vi visste att det var en strukturell betingad produktivitetssuppgång, så vet vi inte hur länge den håller i sig. Det är m a o både svårt att särskilja cykliska från strukturella pro-

Figur 10

Variabel potentiell tillväxt



Variabel produktivitetstillväxt



duktivitetshöjningar och att bedöma varaktigheten. Därför är det väldigt svårt att göra inflationsprognoser baserade på aktuella tillväxttal. Ett misstag som centralbanken kan göra är att man av säkerhetsskäl väljer att tolka en ökad tillväxt som en efterfrågechock, dvs att BNP-gapet tenderar att slutas, och stramar åt penningpolitiken. Därigenom riskerar man att inte tillåta ekonomin att fylla ut sin växande kostym. Centralbanken kan också göra fel åt andra hållet, dvs felaktigt tolka tillväxtökningen som en utbudschock fast det är en efterfrågechock, med risk för stigande inflation

Inflationsmålpolitiken förutsätter rimliga estimat på ett antal jämviktsvariabler, som potentiell tillväxt, potentiell BNP och NAIRU. Har inte centralbanken en någorlunda korrekt uppfattning om dessa variabler kan man inte bedriva politik men någon rimlig precision.

I den vänstra bilden har jag estimerat potentiell tillväxt för USA och Sverige. Varje punkt visar den tillväxt som under de föregående fem åren i genomsnitt varit förenlig med konstant arbetslöshet. En sådan ansats att beräkna den svenska tillväxtpotentialen tyder på att den gått från 1,5 till 2,9 och ner igen. Amerikansk potentiell tillväxt har varierat mellan 2,4 och 3,9 under loppet av mindre än tio år.

Det finns ett godtycke i hur man estimerar potentiella tillväxttal, vilket är min poäng. Det är inte meningsfullt att basera kortsiktiga penningpolitiska beslut på ett antagande om att ekonomin kan växa med 2,3 procent per år i genomsnitt utan att inflationen stiger. Med fem års data illustreras det cykliska inslaget i tillväxtpotentialen: Estimatet går upp i högkonjunktur och ner i lågkonjunktur, vilket är en del av problemet. Med estimat baserade på tio års data, blir slagen i de potentiella tillväxtbanorna mindre, men det rör sig fortfarande om rejäla variationer över tiden.

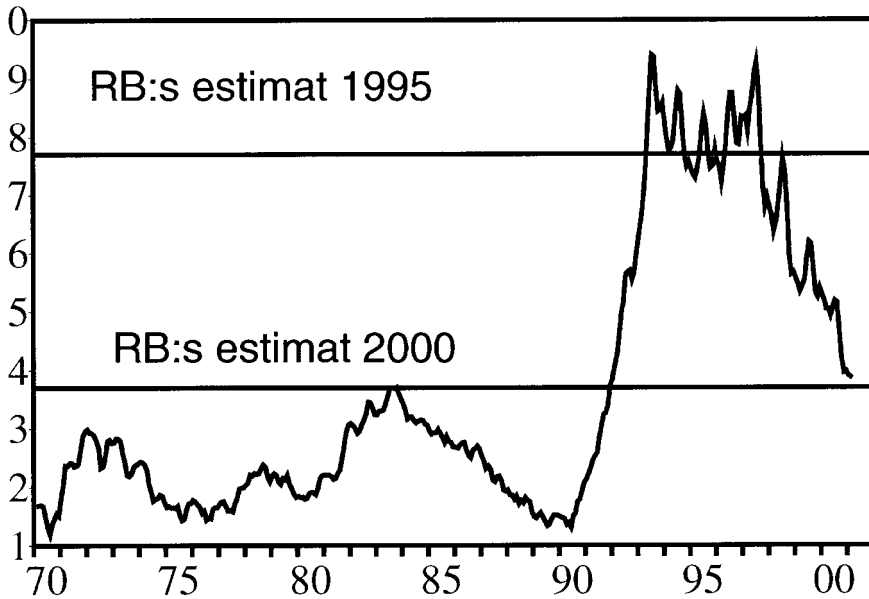
Om vi tar "hårda" fakta i stället, och tittar direkt på produktivitetstillväxten så har den för Sveriges del varierat ordentligt mellan nästan 4 procent till under 0,5 procent under den senaste tioårsperioden. Det indikerar även att potentiell tillväxttakt fluktuerat kraftigt. För USA:s del är slagen ändå större. Att basera penningpolitiken på ett genomsnittligt estimat på potentiell tillväxt är därför problematiskt.

Samma osäkerhet gäller vid vilken nivå som ekonomin befinner sig i förhållande till ett tänkt långsiktigt jämviktsläge. Låt oss ta NAIRU-begreppet, som är populärt och nära kopplat till potentiell BNP. När arbetslösheten är lika med NAIRU är faktisk BNP lika med potentiell BNP, dvs BNP-gapet är slutet.

Figur 11

Sverige: Varierande NAIRU-estimat

%



I den första inflationsrapporten 1995 angav Riksbanken att BNP-gapet var slutet sista kvartalet 1994. Då gav man inget explicit estimat för NAIRU, men låt oss ta den operationella definitionen, dvs gapet är slutet när arbetslösheten är lika med NAIRU. Det betyder att Riksbanken 1995 hade ett implicit NAIRU-estimat på mellan 7,5 och 8 procent. Förra året hade man ett NAIRU-estimat på 3,7 procent. Man frågar sig om det är troligt att NAIRU, som är ett jämviktsbegrepp varierar med 4 procentenheter under loppet av fem år, eller speglar variationen i estimaten bara mätproblem? I USA var de flestas bedömning fram till 1997, att NAIRU var omkring 6 procent. Idag har Federal Reserve ett kortsiktigt NAIRU-estimat på 4 procent och ett långsiktigt estimat på ca 5 procent. Det bör diskuteras om det rimligt att basera penningpolitiken på den typen av 'hala tvålar'?

Låt oss utgå ifrån en förväntningsutvidgad Phillipskurva, eftersom alla cen-

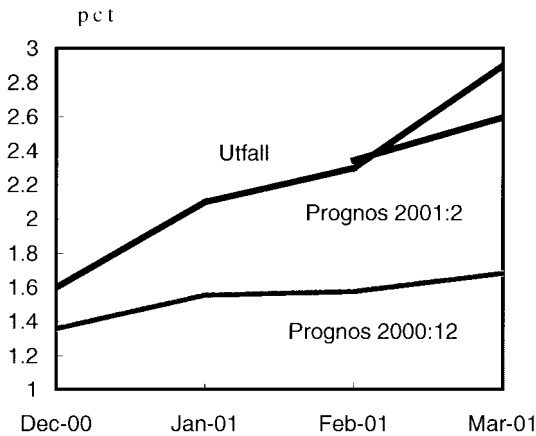
tralbanker gör det när de funderar på inflationen. Det finns ett flertal faktorer som kan ändras i den förväntningsutvidgade Phillipskurvan, tex inflationsbenägenheten, dvs alfaparametern framför BNP-gapet, vilket också Riksbanken har diskuterat under senare år. Vi vet också att β , dvs inflationsförväntningarna kan ändras. Dessutom utsätts ekonomin för chocker, vilka fångas upp av epsilonet i formeln.

Centralbankens uppgift vid ett inflationsmål framstår därför som formidabel: Det gäller att prognosticera och sortera ut prischocker, produktivitetschocker, NAIRU-chocker, efterfrågechocker, förväntningschocker och chocker till inflationsbenägenheten. Det är ingen lätt uppgift men nödvändig för att centralbanken ska kunna pricka in sina inflationsprognoser någorlunda väl.

Det är svårt att göra prognoser. Det gäller inflationen men också många andra variabler. Riksbanken framstår inte som

Figur 12

■ **UNDINHX: Utfall & prognos**



Figur 13

Riksbankens BNP-prognos, %

	2001	2002
2000:12	3,4	2,9
2001:3	2,4	2,4

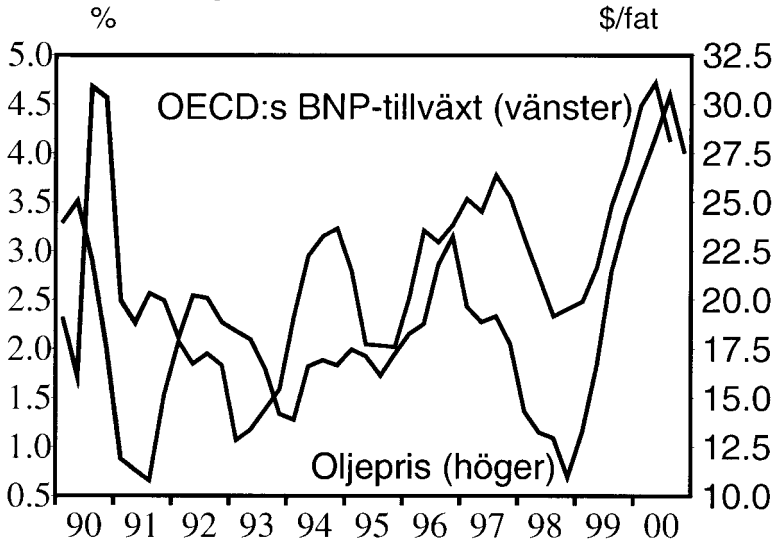
sämre än någon annan, tvärtom, jag tror att Riksbanken är den bästa prognosmakaren i många sammanhang. Men låt oss ändå ta som ett exempel den senaste utvecklingen för underliggande inhemsk inflation UNDINHX. I teorin borde detta vara det inflationsmått som centralbanken har lättast att påverka. För om vi tänker oss att Riksbanken kan styra efterfrågan med politiken, så borde inhemsk inflation vara det mått som är närmast kopplat till BNP-gapet. I december 2000 hade Riksbanken en prognos för UNDINHX för mars 2001 som låg 1,2 procentenheter under det faktiska utfallet: 1,7 procent mot 2,9 procent. Jämfört med vad Riksbanken trodde i inflationsrapporten i mars så blev utfallet för samma månad 0,3 procentenheter över prognosen – 2,6 procent mot 2,9 procent – bara under loppet av en månad. Vad kan man dra för slutsatser om möjligheterna att prognosticera inflationen på två års sikt, med tanke på de kortsiktiga inflationsprognosmissar som man gjort under senaste halvåret?

För att kunna tillämpa en framåtblickande, prognosbaserad inflationsmålspolitik så måste man ha en rimlig uppfattning inte bara om jämviktsnivåerna: potentiell

tillväxt, potentiell BNP och NAIRU, utan också om konjunkturen. Den är inte heller så lätt att prognosticera. Jämför vi sista inflationsrapporten förra året mot första i år, så reviderade Riksbanken ner sin tillväxtprognos med 1 procentenhet för innevarande år och 0,5 procentenhet för nästa år vilket fick rejäla konsekvenser för Riksbankens inflationsprognos. Inflationsprognosen reviderades ned med 0,5 procentenhet på två års sikt, baserat på förändrat konjunkturperspektiv. Sådant kommer säkerligen att upprepas; man ändrar synen på konjunkturen och tillväxtpotentialen osv, och därmed inflationsprognosen.

En möjlig lösning på detta problem är att rensa prismåtten från effekten av tillfälliga chocker. Pondera att Riksbanken vill bortse från tillfälliga utbudshocker när den formulerar penningpolitiken. I USA finns ett inflationsmått som benämns core-inflation och som rensar för livsmedels- och energipriser. Problemet med det är att även livsmedels- och energipriser innehåller efterfrågekomponenter. Under de senaste tio åren har sambandet för det mesta varit positivt mellan OECD:s BNP-tillväxt och oljepriserna,

Figur 14

Oljepriser=utbudschock?

dvs oljepriserna har stigit när världskonjunkturen gått upp och vice versa. Vi upplevde en utbudschock i samband med Irakkrisen, men i övrigt verkar oljepriset varit mer efterfrågestyrt än utbudsstyrt. Under 1970-talet föregicks framför allt den första oljekrisen av en utdragen stark konjunktur, så uppgången i oljepriset var snarast resultatet av en uppdämd efterfrågechock än en utbudschock. Det betyder att det är godtyckligt att rensa bort effekter av oljepriser, eftersom man kan särskilja efterfråge- och utbudschocker.

Ett annat problem är att livsmedels- och energipriser reagerar snabbt på ändrade efterfråge-/utbudsförhållanden. Att rensa för dessa priser innebär därför att man riskerar att missa viktig information om framtida inflationsutveckling. Ett tredje problem är att det finns andra priser som utsätts för tillfälliga chocker och som inte fångas upp med detta mått. Att försöka snäva in prismåtten tror jag sammanfattningsvis är både godtyckligt och trubbigt och riskerar att leda till felslut vad gäller politiken.

Min slutsats är att inflationsprognoser för rensade prismått är olämpliga som bas för penningpolitiken. Jag skulle till och

med påstå att det inte går att prognosticera inflationen eller att dela upp nominell tillväxt i real tillväxt och inflation på vare sig kvartals- eller årsbasis. Det är ogörligt därför att produktivitetstillväxten varierar kraftigt över tiden. Detta gäller inte bara i "den nya ekonomin", utan vi kan se på variationerna i produktivitetstillväxten under de senaste tio åren och se att så var fallet även i "den gamla ekonomin".

Jag vill därför föreslå en alternativ regel och förespråka ett nominellt tillväxtmål. Med denna regel krävs inte precisa estimat för nivån på potentiell tillväxt, potentiell BNP och NAIRU, vilket är en stor fördel.

Idén är inte min ursprungligen, jag har i princip tagit den direkt ur en Federal Reserve-publication. Pondera att Riksbanken sätter upp ett nominellt tillväxtmål på 4,5 procent. I Sverige har arbetskraftsutbudet vuxit med 0,2–0,3 procent de senaste åren, så vi säger 0,5 procent för enkelhetens skull. Om produktivitetstillväxten under dessa antaganden blir 3,5 procent, givet en nominell tillväxt på 4,5 procent, blir inflationen 0,5 procent, dvs även med så hög produktivitetstillväxt kan ekonomin växa utan deflation. Skulle

Figur 15

Produktivitetstillväxt (%)	Tillväxt i arbetsutbud (%)	Inflation (%)
3,5	0,5	0,5
2,5	0,5	1,5
0,5	0,5	3,5

produktivitetstillväxten bli så låg som i början av 1995, dvs 0,5 procent, blir inflationen 3,5 procent och skulle produktivitetstillväxten hamna någonstans i mitten av intervallet skulle inflationen bli omkring 1,5 procent. Inom rimliga gränser för produktivitetstillväxten utsluter alltså denna politikregel både kraftigt ökad inflation och deflation, samtidigt

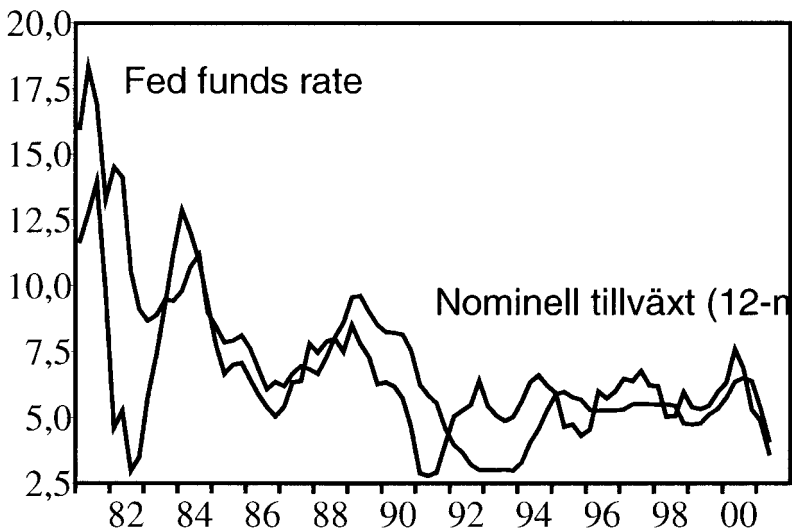
som man undviker att basera politiken på imprecisa inflationsprognoser.

Det finns inte något exempel på att man har bedrivit politiken på det här sättet men i USA har, sedan början av 1980-talet, förändringen i nominell BNP varit relativt väl korrelerad med styrräntan. Det fanns en period i början av 1980-talet då Fed strävade efter att varaktigt få ned in-

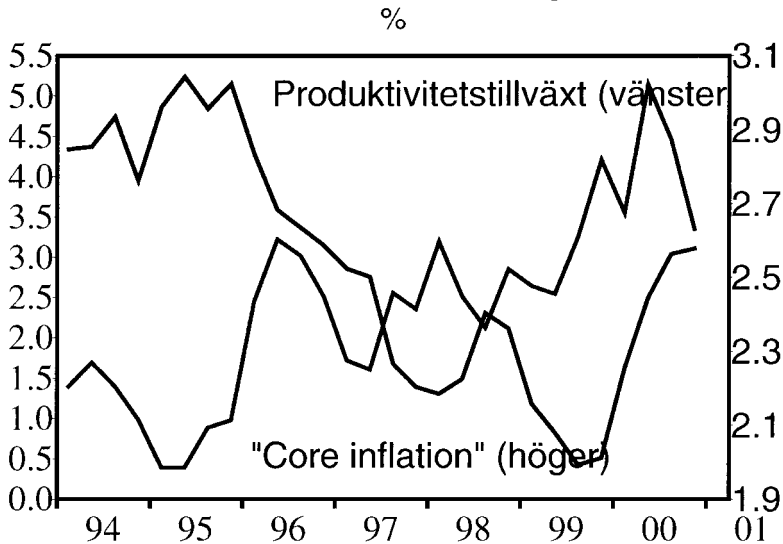
Figur 16

USA: Nominell tillväxt & fed funds

%



Figur 17

USA: Produktivitet & inflation

flationen och Fed funds-räntan låg därför väsentligt över nominell tillväxt. Under den nya ekonomin under andra halvan av 1990-talet så har Fed funds-räntan systematiskt legat betydligt under nominell tillväxt, ett faktum som kan kasta ljus över de senaste årens utveckling i USA:s ekonomi. 1990-talet kännetecknades ju av en kombination av utbuds- och efterfrågechocker, de kom inte separat. Företag och hushåll diskonterade framtida högre vinster respektive inkomster vilket fick både efterfråge- och utbudskurvan att skifta.

Detta ledde till överhettningstendenser där 'core-inflation', inflationsmättet som är tänkt att rensa för utbudseffekter, har stigit ganska kraftigt under den period när produktivitetstillväxten accelererade som mest. Det visar att det inte går att särskilja efterfråge- och utbudschockerna, vilket man slipper göra om man har ett nominellt tillväxtmål.

En regel baserad på nominell tillväxt är informationssnål om man jämför med inflationsmålet. Man behöver inget estimat för NAIRU eller potentiell BNP, inte för potentiell tillväxt, inte för jämviktsrealräntan och regeln är inte prognosbaserad,

dvs man slipper basera politiken på en uppfattning om vad som skall hända med ekonomin under de närmaste åren. Det här gäller oavsett vilken typ av chock som ekonomin utsätts för. Diskussion om när det kan vara motiverat att avvika från inflationsmålsregeln behöver inte heller uppstå under denna regim. Nominell tillväxt som penningpolitisk regel innebär helt enkelt mindre godtycke och mer transparens än inflationsmålet.

Claes-Henric Siven

Vi kommer att sluta om en halvtimme. Vi tar först en kort replikomgång och Urban Bäckström börjar.

Urban Bäckström

Det var spännande att lyssna på mina två kommentatorer. Den ena sa att det var svårt att ta hänsyn till tillgångspriser och beakta utbudsförningar. Därför är det lika bra att inte göra någonting. Den andra sa också att det var väldigt svårt, men kom i alla fall med ett alternativt förslag och det är jag tacksam för. Det är naturligtvis trevligt för en centralbankschef att få en

sådan illustration av hur svårt det är att bedriva penningpolitik.

Låt mig först ta upp vad Pontus Braunerhjelm var inne på, nämligen penningpolitik och tillgångspriser. När jag tänker på penningpolitik och tillgångspriser så är det inte penningpolitikens uppgift att skugga tillgångspriserna. Det kan jag aldrig se något 'case' för, utan vad det är fråga om är när tillgångsprisuppgång är ett symptom på ett större förlopp där t ex kreditexpansion, kraftig investeringsuppgång, fallande finansiellt sparande, kanske t o m ökat bytesbalansöverskott ingår som en del. Det var just i frågan om produktivitetstörningar, som jag lyfte fram det som en möjlighet för centralbanken att försöka göra någonting. Däremot skall man inte bygga in tillgångspriser i något slags bredare index, det tror jag är principiellt fel. Ett skäl till det är att det finns olika orsaker bakom att aktiekurserna stiger. En kan vara en ren bubbla, i ett annat fall är det fundamentalt riktigt att aktiekurserna stiger, eftersom vinsterna går upp. Gör man ett mekaniskt index av tillgångspriser så varierar indexet oavsett orsak. Därför tror jag inte det är någon särskilt bra idé.

Om man befinner sig i en produktivitetscykel och hamnar i en ond cirkel är frågan när börskurser och förloppet i stort skulle vara på väg mot en väldigt olycklig utveckling. Svaret som Pontus ger, nämligen att centralbanken inte har någon särskild kompetens och kan därför inte avgöra när börsen är felvärderad och skall således avhålla sig från att försöka bedriva penningpolitiken efter något annat än inflationsmålet. Är vi inte alltid i ett läge där vi har svårt att veta var vi är, veta var potentiell output ligger, var jämviktsarbetslösheten är osv? Vi befinner oss ofta, för att inte säga alltid, i det läget i prognossammanhang och konjunkturinstitutets chef, som jag ser också sitter här, han kan säkert heja på där och säga att det är ett ständigt dilemma för prognosmakare. Men det är klart att om P/E-talen stiger

som de gjorde i Japan under 1980-talet till omkring 75 och när de historiskt sett har legat på kanske 15, ja då behöver man ju inte göra så djupgående bedömningar för att inse att det är någonting fel, någonting farligt är på gång. Kan man dra lärdomar av historien så skall man väl ändå försöka göra det.

Så över till räntelasticiteten, och jag tror att det är alldeles riktigt, om vi skulle ha försökt att göra någonting åt aktiekursuppgången som vi har sett under de senaste åren, så skulle vi ha behövt höja räntan ganska kraftigt. Vad hade då hänt med svensk ekonomi för övrigt? Det visar hur tokigt resonemanget är att försöka använda penningpolitik till att påverka tillgångspriser, om det inte är ett läge där tillgångspriserna återspeglar ett större förlopp i ekonomin, då det i vissa situationer kan vara befogat att använda penningpolitiken.

Det är alltid trevligt att höra Mats Kinnwall för han tar ett praktiskt perspektiv och det är ju det som vi i centralbanken lever i. Vi kan inte alltid ha lyxen att definiera bort saker och ting, utan måste se verkligheten som den är och som vi tror att den är. Du gjorde en ordentlig illustration på hur svårt det är att göra olika bedömningar. Du använde ett vanligt trix här när du argumenterade för ett nominellt tillväxtmål. Först använder man alla argument mot den existerande regimen, därefter framför man alla argument för en alternativ regimen. Men då glömmar man alla fördelar men den nuvarande och alla nackdelarna med den nya. Det var precis vad vi såg nu och det var en ordentlig föreställning. Nackdelen med ett nominellt tillväxtmål är att man inte vet var man befinner sig nu, BNP-siffrorna revideras löpande. Nu brukar man säga att i nominella termer revideras de mindre än i reala och det kan möjligen vara sant. Men det är ett problem med nationalräkenskaperna och skall man som centralbank bedriva penningpolitik efter ett mått där man först tre år efteråt fick reda på om man hamnade rätt eller inte, då blir det tokigt. T ex

förutsätter den demokratiska kontrollen att det är möjligt att fortlöpande utvärdera penningpolitiken. Visst finns det operationella problem även med en sådan regim. Det måste man komma ihåg. Tack.

Pontus Braunerhjelm

Tack för den repliken Urban. På något sätt tycker jag ändå att du säger att det är så oerhört komplext och svårt att göra prognoser och bedriva penningpolitik. Ändå så bör vissa idiosynkratiska chocker, eller vad det nu må vara, bemötas med mer aktivistisk penningpolitik. För mig är det argumentet likvärdigt med talesättet att "när far super så är det rätt". Jag tycker också att Mats illustrerade på ett tydligt sätt att tolkning av penningpolitikens styrmekanismer är oerhört komplicerad. Att då göra saker och ting svårare vänder jag mig emot. Jag tycker att Riksbanken har en väl definierad och bra roll som inte bör utvidgas. Det är mitt argument. Det är alltid tryggt att ha en norm att luta sig emot som är så tydlig som den nuvarande, dels för Riksbanken själv, men också för alla andra aktörer. Då skapas en säkerhet eftersom aktörerna vet vad Riksbankens agerande styrs av.

Jag vill därför verkligen understryka att jag vänder mig emot att göra penningpolitiken mer komplex. Däremot kan det låta litet uppgivet att man aldrig skall kunna göra någonting, det kan jag hålla med om. Det finns extrema situationer då det kan vara berättigat att på något sätt med mer dramatiska åtgärder aktivera penningpolitiken. *Ex ante* är dessa situationer svåra att definiera. Självfallet skall man lära sig av historien, det är bara det att förloppen tenderar att skilja sig åt. Även om historien i viss mån upprepar sig så är förloppen inte identiskt lika. Det innebär att det är svårt att väga in det som är nytt i förhållande till det som vi känner till. Att tolka de långsiktiga effekterna av såväl händelser som penningpolitiska åtgärder är en pyramidal uppgift.

Urban Bäckström

Det är precis så som vi resonerar. Nu hamnar vi i polemik mot varandra. Vi har ju stått och försvarat vår handlingsregel och vårt inflationsmål i ur och skur under de år som gått och fått kritik från både det ena och andra hållet för att vi inte är flexibla. Nu försöker jag precisera en situation där jag faktiskt tycker att man kan vara flexibel, de kommer inte att uppträda så ofta, det inser jag, men då låter det som om att nu vill Riksbanken gå över till ett oerhört böljande fram och tillbaka. Jag vill bara klargöra att så inte alls är fallet.

Mats Kinnwall

Jag håller med Urban att det kvarstår problem, vi måste veta var vi står någonstans i utgångsläget. Men det problemet har vi även vid inflationsmålsregeln, därför att vi måste veta vad BNP-gapet och potentiell tillväxt är i utgångsläget och då måste vi ha en bra uppfattning om vad BNP var under de föregående kvartalen också. Man kan diskutera om en revidering av BNP kommer att betyda att man reviderar BNP-gapet men jag tror inte att man kommer ifrån det problemet med ett inflationsmål.

Claes-Henric Siven

Det här mötet är historiskt så till vida att allt bandas, skrivs och kommer ut i *Ekonomisk Debatt*, så vad som sägs går med andra ord till eftervärlden. Nu tänkte jag att vi skulle få några kommentarer från publiken. För ett år sedan var det många bra, korta inlägg.

Benny Carlsson

Jag har en fråga kring debatten. Man kan ju tänka sig att ni är väldigt kompetenta personer och det finns många bra poänger i det ni säger. Men kan man inte också tänka sig att det lätt blir en prestigedebatt

där alla vill försvara just sina åsikter. Ni nämnde att mikrofrågan var viktig, kan man inte fokusera på den frågan och hitta en större helhet där man når en synergi-effekt? I stället för att försvara sina egna inlägg? Är det någon som vill kommentera den frågan?

Claes-Henric Siven

Hur gör man för att undvika 1929 års kris och den efterföljande världsdepressionen? Det finns ju med i den diskussion som varit mellan Urban Bäckström och de två kommentatorerna.

Carl B Hamilton

Jag talar bara för att ingen av er yngre säger någonting. Ni får spotta upp er nu. Urban Bäckström, du hade ett godartat scenario när tele- och elpriserna faller. Det är ju trevligt, människor får pengar över för annat, men om det är så att läkemedelssubventionerna tas bort stiger priset på läkemedel. Ska de stackare som är sjuka "straffas" av Riksbanken genom höjda räntor? Ett annat exempel på samma sak var när man tog bort subventionerna på bostäder, hyressubventionerna, då steg hyrorna och inflationen. Skall Riksbanken komma och höja räntan ovanpå och lägga lök på laxen?

För dem som skall fatta de politiska besluten är det avgörande om väljarna och de själva skall "straffas" genom en räntehöjning eller om de skall "belönas" efteråt med en räntesänkning, som ju är fallet med sänkta el- och teletaxor.

Claes-Henrik Siven

Vi har tid för ytterligare några frågor.

Johanna Öberg

Ni gör ständiga referenser till USA:s nationalekonomiska teorier men inga alls till andra EU-länders ekonomi. Vad är er

åsiikt, varför har de andra EU-ländernas nationalekonomiska teorier ingen påverkan på Sveriges penning- och finanspolitik?

Fred Knaust

Jag undrar om EMU-medlemskapet, hur kommer Sveriges penningpolitik att påverkas på tio års sikt om vi går med eller inte går med?

Kristian Holmberg

Träffas riksbankschefer olika länder emellan informellt eller formellt, på samma sätt som finansministrar gör?

Birgitta Swedenborg

Enligt Milton Friedman som var den som uppmärksammade penningpolitikens betydelse, tidigare än de flesta, så är inflation ett monetärt fenomen och för att få en stabil inflationsutveckling förordade han en stabil utveckling av penningmängden. Det hör man mycket litet talas om numera och jag undrar om vi kan få några kommentarer.

Mical Tareke

Jag vet att det är svårt att göra prognoser, men om man jämför de prognoser som gjorts tidigare med de faktiska utfallen, vilka variabler är det som gör största skillnaden mellan prognos och utfall?

Claes-Henrik Siven

Ja, då har vi kommit till slutfasen och då gör vi så här att de båda kommentatorerna börjar i omvänd bokstavsordning och så avslutar riksbankschefen. Vi har 10 minuter kvar och skall försöka hålla oss till den tiden.

Mats Kinnwall

Jag kan besvara en fråga som Birgitta Swedenborg ställde om inflationen är ett monetärt fenomen. Jag har ju varit rätt förtjust i penningmängdsaggregat och försökt hitta korrelation med inflation. Det är precis som med allting annat, korrelationerna kommer och går. Jag tror inte man kan basera penningpolitiken på kort sikt på penningmängdstillväxten. Däremot skulle en nominell tillväxtregel fungera ungefär så som man använde sig av penningmängdstillväxten i tidigare skeden, när man hade någorlunda stabil verolitet. Så det påminner på det viset, men jag tror inte man kan göra kortsiktiga inflationsprognoser baserade på penningmängdstillväxt. Långsiktiga? Ja tittar man på data över långa tidsperioder så är det perfekt korrelation mellan tillväxt i penningmängden och inflations-takten över länder.

Störst prognosfel var det någon som frågade om, det tror jag gäller finansiella variabler, i första hand valutakurser och aktiekurser. De är svårast att prognosticera, men även en hel del reala variabler visar väldigt stora prognosfel från tid till annan.

Tack för mig.

Pontus Braunerhjelm

Det ställdes en fråga om prestige och synergieffekt. Det är klart att det är massor av prestige här, makrosubbarna förstår ju inte att det är mikro som gäller! Nej, mer seriöst är det klart att du har rätt, det handlar om en samverkan mellan olika politikområden och det försökte jag understryka i mitt anförande. Det är viktigt att se även på mikrofundamenten, hur de institutionella förutsättningarna ser ut. Där ser jag ingen konflikt eller diskussion utan detta är de allra flesta överens om.

Vad gäller frågan om hur EU-ländernas utveckling påverkar Sverige, är det klart att vi är påverkade av de andra EU-länderna eftersom vi är så integrerade med dem. Det finns också indikationer på att

samvariationen när det gäller den ekonomiska aktiviteten i EU-länderna har ökat över tiden.

Beträffande EMU och penningpolitiken tror jag också att det finns en ganska stark korrelation mellan Sverige och EMU-länderna. Frihetsgraderna är inte så stora för att bedriva en självständig penningpolitik. Men det kan bli intressant att höra vad riksbankschefen har att säga i detta avseende.

1929 års kris. Den historien kan jag inte så väl, men min uppfattning är att då fördes den rakt motsatta politiken – en åtstramande penningpolitik – till vad man skulle kunna förvänta sig. Kanske kan någon annan säga något om det, kanske du Mats kan det bättre.

Jag kan bara säga att i Friedman och Schwarz krönika över USA:s ekonomiska skeenden hävdar man att den monetära åtstramningen var en starkt bidragande orsak till tjugonio års depression. Men därom tvista väl fortfarande de lärde.

Urban Bäckström

Apropå 1929 och olika typer av kriser så är mitt undantag, som jag diskuterade här, från den penningpolitiska handlingsregeln, inspirerat från den typen av besvärigheter, liksom vad vi upplevde i Sverige i slutet av 1980-talet. Jag tycker att Pontus Braunerhjelm, – nu har du ingen möjlighet att svara, så nu kan jag angripa – gör det litet lätt för sig. Det är så oerhört svårt att tänka sig att man som centralbank skulle, inte bara på grund av okunskap utan också med berätt mod, sitta med armarna i kors och se en utveckling byggas upp, en kreditexpansion, en bubbla som naturligtvis någon gång skulle brisera. Inte bara att man inte förstod att man inte skulle göra någonting, även om man visste att här var det på väg åt skogen för ekonomin, men armarna skall ligga i kors. Jag kan inte klara det, jag jobbade i Finansdepartementet under bankkrisen och så roligt var det ju inte att se hur en

stor del av det svenska banksystemet nästintill var på väg mot en kollaps. Skulle det hända igen, tycker jag att det är svårt att av principiella skäl säga att penningpolitiken inte skall göra någonting för att söka motverka utvecklingen.

Låt mig sedan ta frågan om läkemedelspriser och andra typer av avregleringar. Vi hade en diskussion för inte så länge sedan om maxtaxan som skulle kunna ge en sänkande effekt på konsumentpriserna. Jag tror att många av de där faller under kategorin engångsåtgärder. De uppträder ganska snabbt, kommer inte in i styrhorisonten ett till två år och påverkar därför inte penningpolitiken. Det är klart att genomförs stora förändringar, som jag kan tänka mig att man gjort i östekonomier, Tjeckien har t ex också ett inflationsmål, är det kanske en annan sak? Eftersom det där är fråga om en lång serie av åtgärder kan en stram politik behöva bedrivas för att motverka en del av effekterna. Det kan jag tänka mig.

EMU på tio års sikt. Det är en väldigt spännande fråga. Idag består EMU av tolv nationella centralbanker med ett centrum i Frankfurt. Makten ligger som det är idag hos de tolv därför att de har fler röster, om de nu röstar, vilket jag inte tror att de gör, men de har formellt sett fler röster än vad centrum har i Executive Board. Kommer det att vara så i all framtid eller kommer makten i EMU att glida mot centrum eller kommer den att ligga kvar hos de nationella centralbankerna? Det tycker jag är en oerhört spännande fråga. Ser vi till USA så drev 30-talskrisen fram en centralisering av makten där. Hur det blir i EMU vet vi ju inte, men rationalitetsskäl skulle ju tala för att makten skulle komma att bli centraliserad. Särskilt om man utvidgar kretsen till tjugofem länder, som kanske kommer med på tio, femton, tjugo års sikt, så är det klart att det blir väldigt svårt att ha omröstningar med så många människor om reporäntan. Det skulle alltså tala för att man borde centralisera makten. Å andra

sidan har jag väldigt svårt att se en situation där Frankfurt skulle dominera hela Europas penningpolitik utan stort inflytande också från små länder av rena legitimitetsskäl. Redan idag ser vi hur finansministrar och statsministrar kritiserar och skyller allt möjligt otrevligt på ECB. Det skulle naturligtvis öka än mer om man inte hade en nationell representant, även om representanten inte är representant i den meningen. Man måste lösa det här på något sätt, men jag har svårt att se att man skulle kunna centralisera makten i Europa så starkt som man ändå har gjort i det amerikanska systemet. Frågan har naturligtvis betydelse för hur och vilken roll de nationella centralbankerna har på tio, femton, tjugo års sikt i det här systemet. På kort sikt ändras inte särskilt mycket för ett lands centralbank. Reporäntan, styrräntan bestäms i Frankfurt. I stort sett allt annat gör man som vanligt i centralbanken. Men i just det perspektiv som du anlägger, så kan mycket spännande hända för centralbankerna i hela Europa.

Claes-Henrik Siven

Mot alla regler ger jag en ytterst kort replik på högst en halv minut.

Pontus Braunerhjelm

Tack så mycket, som god samförstånds-svensk kan man naturligtvis inte ha några helt extrema synpunkter. Men poängen var ju att penningpolitiken skulle ha gripit in redan 1987 eller 1988 för att bryta det här och det är det jag är tveksam till om man hade kunnat klara. Det här fallerade ju p g a misstag på andra områden inom den ekonomiska politiken. Det finns en bilaga 5 till budgetpropositionen som beskriver det här på ett bra sätt.

Claes-Henrik Siven

Jag vill tacka er allesammans för en, som jag tycker, väldigt intressant, spännande och viktig diskussion. Tack skall ni ha.