



ANFÖRANDE

DATUM: 2004-02-10

TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten

PLATS: Handelshögskolan i Stockholm, Nationalekonomiska Föreningen

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

■ Penningpolitiken - Några aktuella frågor

Låt mig först tacka för inbjudan att komma hit till Nationalekonomiska Föreningen. Det har blivit en tradition att riksbankschefen en gång om året kommer hit och talar om några aktuella frågor som relaterar till penningpolitiken. Det tycker jag är utmärkt framförallt därför att det bidrar till en livaktig och fördjupad diskussion om penningpolitiken i samhället. De som följt Riksbanken och penningpolitiken under senare år vet att öppenhet och tydlighet genomgående har varit en ledstjärna för vårt arbete.

Min avsikt idag är att ge lite perspektiv på penningpolitiken genom att göra en tillbakablick över vad som hänt de senaste tio åren. Det är en naturlig ingång till den aktuella diskussionen om räntan. Det är inga nya penningpolitiska signaler jag har för avsikt att delge er idag utan jag tänkte redogöra för grunderna till det räntebeslut vi fattade i förra veckan. En särskilt intressant fråga just nu är produktivetsutvecklingen, som synes ha blivit bättre än väntat under fjolåret. Vilka slutsatser man kan dra av den utvecklingen är mitt tredje tema. Slutligen tänker jag säga något om hur jag ser på den penningpolitiska debatt som förts under senare tid, en fråga jag fått gång efter gång under de två senaste månaderna.

Resultat av inflationsmålspolitiken

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. I januari 1993 förklarade Riksbanken i ett pressmeddelande att förändringen i konsumentprisindex framöver skulle begränsas till 2 procent per år med en tolerans om ± 1 procentenhet.

Den rörliga växelkursen och inflationsmålet utgjorde en drastisk omläggning av penningpolitiken. I inledningsskedet fanns också ett antal problem. Beslutet att införa inflationsmålet var kontroversiellt och kritiserades av många samhällsdebattörer. Riksbanken hade förstås inte heller någon erfarenhet av den här typen av penningpolitisk regim och i den mån den fanns etablerad i andra

länder var den ett förhållandevis nytt fenomen. Till detta kom att erfarenheterna av den svenska stabiliseringspolitiken, både på det penningpolitiska och finanspolitiska området, under 1970- och 1980-talen var dystra. Allt detta gjorde att det inledningsvis blåste ganska rejäl motvind och att det fanns många som trodde att regimen skulle bli kortvarig.

Den avvägning som Riksbanken hade att göra bestod i att balansera behoven av att å ena sidan skapa trovärdighet för den nya regimen inriktad på prisstabilitet, å andra sidan föra penningpolitiken i mindre åtstramande riktning för att mildra effekterna av den ekonomiska krisen. Utgångsläget var svårt av flera olika skäl bl.a. därför att de offentliga finanserna var i uselt skick. Men inte heller inflationsbilden var oproblematisk. När krisen inleddes föll den svenska inflationstakten påtagligt, men fram till 1995–96 var den ändå klart över den målsatta nivån. Problemen understryks av inflationsförväntningarnas utveckling. Det var först under loppet av 1997 som förväntningarna stabiliserades runt 2 procent. (Diagram 1).

Runt mitten av 1990-talet ökade tilltron till den ekonomiska politiken. Ekonomin hade då vuxit under ett par år stimulerad främst av den låga kronkursen. När kraftfulla åtgärder vidtogs för att vända den statsfinansiella utvecklingen sjönk också räntorna. Till den här utvecklingen bidrog förstås också penningpolitiken genom att konsekvent stävja alla tendenser till en alltför hög inflation. Tillväxten kunde nu fortsätta i mer stabila banor. Under perioden 1995-2001 växte ekonomin med i genomsnitt ca 3 procent, att jämföra med ett genomsnitt på 2,4 procent under de båda föregående decennierna. (Diagram 2)

Även utvecklingen på arbetsmarknaden vittnar om att de vidtagna åtgärderna varit lyckosamma. Jag minns att ett antal ekonomer gärna ville tolka den höga arbetslösheten efter krisåren som att omläggningen av penningpolitiken hade höjt ekonomins jämviktsarbetslöshet och varaktigt försämrat sysselsättningen. Men när väl krisen hade övervunnits och den nya politiken etablerats förbättrades arbetsmarknadsläget snabbt. Arbetslösheten är idag runt 4–5 procent efter att ha legat över 8 procent i mitten av 1990-talet. Men fortfarande återstår en bit innan vi kommer ner till vad som betraktades som full sysselsättning före krisåren 1991-1993.

Allt detta har uppnåtts parallellt med att inflationen varit låg, och under perioden som helhet i linje med det mål Riksbanken arbetat med. Från 1993 till idag har KPI- ökningen i genomsnitt varit 1,9 procent medan det mått på underliggande inflation vi valt att i allmänhet utgå ifrån vid våra penningpolitiska beslut – UND1X – har ökat med 2,1 procent i genomsnitt. (Diagram 3)

Vad de olika förändringarna av den ekonomiska politiken har betytt var för sig är inte lätt att avgöra. Men sammantaget har de åtgärder som vidtagits inneburit en genomgripande omläggning av stabiliseringspolitiken. En tydligare rollfördelning har skapats i den ekonomiska politiken. Penningpolitikens uppgift är att uppnå prisstabilitet medan finanspolitikens övergripande uppgift är att trygga en långsiktigt hållbar utveckling av de offentliga finanserna. Till regeringens och riksdagens mål hör också att öka andelen reguljärt sysselsatta till 80 procent. Den

■ tydliga rollfördelningen är en viktig orsak till att den ekonomiska politiken varit betydligt mer lyckosam under de senaste tio åren än dessförinnan.

Det aktuella penningpolitiska läget

Återhämtningen i omvärlden allt tydligare

Under år 2001 vände världskonjunkturen nedåt bl.a. till följd av en finansiell baksmälla efter aktieprisuppgången under andra hälften av 1990-talet. Resursutnyttjandet föll och tillväxten i OECD-området som helhet stannade detta år på ca 1 procent. Nedgången var anmärkningsvärt symmetrisk och motverkades av en serie räntesänkningar i hela västvärlden. Också Sverige drabbades förstas av nedgången, men i mindre utsträckning än många andra länder framförallt därför att finanspolitiken var mer expansiv men också till följd av en lågt värderad krona. Resursutnyttjandet bedömdes därför vara högre i Sverige än på många andra håll, vilket kom att påverka det relativa ränteläget.

I början av 2002 spred sig en viss optimism men den visade sig kortvarig. Det hade i första hand att göra med den tilltagande säkerhetspolitiska oron kring Irak och slutligen kriget. Fortfarande förväntades emellertid en återhämtning i världsekonomin, men den flyttades framåt i tiden. Den svaga utvecklingen medförde ytterligare lättnader i den ekonomiska politiken under 2003. Amerikanska Federal Reserve, Riksbanken och andra centralbanker fortsatte att sänka sina styrräntor till historiskt låga nivåer.

Nu tyder det mesta på att både Riksbanken och andra bedömare var aningen för pessimistiska i samband med Irakkriget, framförallt när det gäller synen på konjunkturutvecklingen i den amerikanska ekonomin men även i Asien. Under andra halvan av 2003 har vi fått anledning att åter revidera upp våra bedömningar av tillväxten i världsekonomin och idag ser bilden för världsekonomin som helhet ganska bra ut.

USA:s ekonomi väntas växa något snabbare än vad vi räknade med i inflationsrapporten i december. På kort sikt är det mest betydelsefulla orosmolnet i den amerikanska ekonomin att sysselsättningen fortsätter att utvecklas svagt. Visserligen innebär ju kombinationen av en snabb BNP-tillväxt och en svag sysselsättningsutveckling att produktivitetens utvecklingen är god, men det dystra arbetsmarknadsläget skulle ändå kunna skapa osäkerhet hos hushållen och bidra till att dämpa konsumtionen. Men att det skulle bryta den uppgång vi nu ser är svårt att tro.

Också i euroområdet syns nu tecken på en vändning även om bilden inte är lika entydig som i USA. Barometrar för industrin visar på en ökad optimism samtidigt som industriproduktionen sakta börjar stiga. Till bilden hör också att utvecklingen i Asien och Central- och Östeuropa snarast förefaller vara något starkare än tidigare förväntats. Samtidigt kan förstärkningen av euron medföra en något långsammare uppgång i euroområdet.

■ Sammantaget tycks den internationella konjunkturbilden bli något ljusare än i vår bedömning i december. Konjunkturuppgången verkar fortsätta ungefär på det sätt vi räknat med framöver.

Också den svenska konjunkturen har vänt

I inflationsrapporten i december räknade vi med att tillväxten i Sverige skulle öka gradvis under loppet av 2003 och för helåret komma att uppgå till 1,5 procent. Under 2004 och 2005 bedömdes tillväxten bli ca 2,5 procent, vilket sammantaget är något snabbare än vad Riksbanken tror är långsiktigt möjligt utan att inflationen tar fart.

Nyinkommen statistik ger stöd åt detta scenario, men bilden är inte entydig. Exempelvis visar Nationalräkenskaperna för tredje kvartalet på en ökad tillväxt jämfört med tidigare kvartal, i linje med inflationsrapportens prognos. För en återhämtning talar också olika indikatorer som t.ex. inköpschefsindex och Konjunkturinstitutets barometer samt att detaljhandelstillväxten fortsätter att utvecklas väl. I den andra vågskålen ligger att industriproduktionen utvecklades svagt under oktober och november och att orderingången minskade. Dessutom tyder nya beräkningar av de offentliga finanserna på att den offentliga konsumtionen i år och nästa år kan bli något svagare än vad som antogs i december. Detta har framförallt att göra med kommunernas ekonomiska situation. Kommunsektorn som helhet visar underskott som måste återställas de kommande åren.

Dollarn har förvisso försvagats mot den svenska kronan, men i handelsvägda termer (TCW) har kronan inte förstärkts lika mycket. I huvudsak beror detta på att kronan, tvärtemot vad många räknat med, fallit mot euron. Till bilden hör också att de senaste nationalräkenskaperna och utrikeshandelsstatistiken tyder på att vi hittills snarast varit aningen för pessimistiska om svensk export.

Det tydligaste orosmomentet är arbetsmarknaden, som har utvecklats svagare än förväntat framförallt mot slutet av 2003. Den pressade ekonomiska situationen i den offentliga sektorn talar för en svag offentlig sysselsättningsutveckling under i varje fall det närmaste året, samtidigt som konjunkturuppgången antagligen i ganska liten utsträckning kommer att avspeglas i en parallellt ökande sysselsättning i den privata sektorn. Det finns förstås en risk för att den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden påverkar hushållens framtidsförväntningar och konsumtionsvilja, en risk som vi pekade på redan i december och som nu kan ha förstärkts. Ju högre arbetslösheten är, desto försiktigare är hushållen antagligen med att göra inköp och konsumera. Detta kan i sin tur medföra en risk för lägre tillväxt under 2004.

Sammantaget är alltså också synen på efterfrågeutvecklingen i Sverige i allt väsentligt densamma som i december; tillväxten tar fart och närmar sig den som ekonomin långsiktigt klarar av.

■ *Ett lägre inhemskt kostnadstryck*

Sambandet mellan enhetsarbetskostnader och inflation är normalt ganska tydligt. När vi i december gjorde en nedrevidering av enhetsarbetskostnaderna var det därför inte oväsentligt för inflationsprognosen. Bakgrunden var i första hand de tecken vi såg på en förbättrad produktivitet i kombination med en svagare utveckling på arbetsmarknaden. Jag ska strax återkomma lite mer utförligt till produktiviteten.

När det gäller löneutvecklingen står just nu avtalsrörelsen i fokus. Dess utfall blir av stor betydelse för löneökningstakten och därmed också i hög grad för inflationen under de närmaste åren. Klart är att arbetsmarknadsläget talar för måttliga löneökningar. Till skillnad från vad som gällt under de två senaste avtalsrörelserna har arbetslösheten ökat och sysselsättningen minskat på senare tid. Det råder inte heller brist på arbetskraft annat än inom ett fåtal områden. Positivt är också att löneökningstakten under fjolåret varit på väg ner och att detsamma gällt den förväntade inflationen. Med den låga inflation som nu råder ger även begränsade nominella lönelöften en ganska god reallöneutveckling, något inte minst fackliga förtroendemän brukar betona. De nominella lönekrav som framställts är också lägre än vad som varit fallet under senare år. Samtidigt finns förstås alltid risken för störningar från själva förhandlingsprocessen. Inte heller är det otänkbart att en del av produktivitetstegringen tas som intäkt för en högre lönebetalningsförmåga. Särskilt bekymmersamt skulle det kunna bli om löneförhandlingarna utgår från en förbättring av produktiviteten som är av mer fundamentalt slag men det senare visar sig att produktivitetssökningen åter snabbt avtar.

Vid vårt sammanträde i förra veckan såg vi skäl för att ytterligare revidera ner enhetsarbetskostnaderna något, vilket i sin tur fick effekt på det inhemska inflationstrycket. Arbetsmarknaden har utvecklats svagt och det mesta talar för att det finns anledning att vara något mer pessimistisk om sysselsättningen framöver. Löneökningstakten kan därför bli något lägre än vad vi antog i december. Samtidigt har produktivitetstillväxten fortsatt att överraska positivt och vi tror att den kan bli något högre även framöver. Inflationen har också utvecklats lite svagare än väntat. Vi räknar med ett lågt underliggande inflationstryck på kort sikt, men så småningom kommer det troligen att öka i takt med att konjunkturen förstärks. Väl så viktiga för hur inflationen utvecklas i vår bedömning är dock importpriserna. De har påtagligt dämpat inflationen under senare tid, men även här är en vändning uppåt under det närmaste året trolig. Sammantaget är vår bedömning att inflationen kommer att börja stiga senare i vår och gradvis närma sig vårt mål på två års sikt. Men vi tror inte att den här uppgången kommer att bli särskilt dramatisk.

Låt mig understryka att de förändringar som skett sedan mötet i december inte är särskilt stora. I huvudsak handlar det om att det finns en del tecken på att det inhemska kostnadstrycket kan bli lägre. Redan i december gjorde vi några justeringar i vår bild i dessa avseenden men tecknen var ganska färska och

■ majoriteten av direktionen föredrog att avvakta ytterligare information som kunde göra bilden tydligare.

Mot den här bakgrunden bedömdes inflationen under hela prognosperioden bli något lägre jämfört med i december; en slutsats som inte var särskilt känslig för valet av inflationsmått. Riksbankens direktion beslutade därför att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter.

En fråga som rests i debatten är om det med hänsyn till konjunkturåterhämtningen är för sent att sänka räntan nu. Det är inte den avgörande frågan för oss. Vårt sätt att arbeta innebär att vi utgår från inflationsprognoser. Dessa visar att det finns utrymme att sänka räntan. På kort sikt väntas inflationen bli klart lägre än 2 procent och först på 1-2 års sikt försiktigt närma sig den målsatta nivån. Det finns därmed också som det ser ut nu god tid att ändra ränteläget uppåt framöver om de prognoser vi gör tyder på att det skulle behövas. Annorlunda vore situationen om det fanns skäl att idag vänta sig en snabb konjunkturuppgång, som kunde hota inflationsmålet också på kortare sikt. En räntesänkning kan möjligen också betraktas som en försäkring mot en sämre efterfrågeutveckling; även om vi räknar med en tydlig konjunkturförstärkning är den ännu inte självklar.

Avslutningsvis skulle jag vilja kommentera ett inslag i den nuvarande diskussionen om penningpolitiken. Det har från många debattörer funnits en tendens att argumentera som om en perfekt finjusterande politik vore möjlig. Jag tror det är i det närmaste omöjligt. Med facit i hand tror jag alltid man kommer att kunna hävda att en aning mindre eller en aning mer hade varit möjligt både tidigare och senare. Riksbankens särklassigt viktigaste bidrag är inte "finlir" av detta slag utan att upprätthålla inflationsmålet och tilltron till pristabilitet. När vi gör det kommer vi ofta att kunna bidra till att stabilisera den reala utvecklingen av produktionen och sysselsättningen. Men det är inte detta som är vår huvuduppgift.

Produktivitetsutvecklingen – en utvidgning

Under förra året utvecklades sysselsättningen i näringslivet oväntat svagt samtidigt som tillväxten blev ungefär som väntat. Spegelbilden av detta är som jag redan varit inne på att produktivitetsutvecklingen varit osedvanligt god. Även de senaste nationalräkenskaperna tyder på en starkare produktivitetsutveckling under förra året än vad som låg i bedömningen i december. Frågan är vad detta säger om framtiden; är det vi ser ett tecken på en högre produktivitetstillväxt under ett antal år framöver eller rör det sig om en tillfällig uppgång till följd av att konjunkturen förbättras? Eller är kanske uppgången rent av en chimär och ett resultat av statistikproblem förknippade t.ex. med svårigheter att mäta produktiviteten inom vissa branscher såsom teleproduktindustrin?

I USA har mönstret med en svag utveckling av sysselsättningen kombinerad med en återhämtning av konjunkturer nu pågått i ett antal år. Enligt dateringen av National Bureau of Economic Research, NBER, bottnade den amerikanska konjunkturer i november 2001. Storleken på det uppmätta bortfallet i

■ sysselsättningen varierar visserligen mellan olika statistikällor, men den övergripande bilden är ändå tydlig; sysselsättningen har utvecklats svagare än väntat samtidigt som tillväxten överraskat positivt. Fenomenet har i debatten kommit att kallas "jobless growth" eller "jobless recovery" – på svenska, tillväxt och återhämtning utan jobb.

Parallellerna till den senaste tidens utveckling i Sverige är uppenbara (Diagram 4). Trots att signalerna om en förstärkt konjunktur blir allt tydligare är utvecklingen på arbetsmarknaden trög, framförallt inom näringslivet. Produktivetsökningen är påtaglig i både USA och Sverige, medan många länder i Europa alltså har ett brottas med en förhållandevis svag utveckling. En viktig skillnad när det gäller jämförelsen mellan USA och Sverige är dock att såväl tillväxttakten som dess ökning utvecklats betydligt mer dramatiskt i USA. Detsamma gäller storleken på sysselsättningsbortfallet, som varit avsevärt större i USA. Detta gör att jämförelserna mellan Sverige och USA måste tolkas försiktigt.

Det finns anledning att fundera kring de förklaringar som skulle kunna ligga bakom en produktivetsuppgång av mer fundamentalt slag, liknande den vi sett under senare år i USA. För egen del har jag tyckt att det varit ganska nyttigt att ta avstamp i det som hände under senare delen av 1990-talet, när produktiviteten också överraskade positivt. Som drivkrafter bakom denna utveckling brukar vanligtvis framhållas att tekniska framsteg inom informations- och kommunikationsteknologin lett till produktivitetshöjningar inom den IT-producerande industrin och prisfall på IT-produkter. Vidare skedde omfattande investeringar i IT-kapital i andra branscher, också stimulerade av den gynnsamma prisutvecklingen, vilket resulterade i högre produktivitet även utanför IT-sektorn. Annorlunda uttryckt skulle produktivetsutvecklingen i detta skede ha drivits av ökningarna i den s.k. totala faktorproduktiviteten inom den IT-producerande industrin och av en ökad IT-kapitalintensitet inom andra sektorer av ekonomin.

En del bedömare har pekat på möjligheten att den senaste tidens produktivetsstegring åtminstone delvis skulle kunna vara resultatet av att IT-kapitalet först nu kommit till effektiv användning i produktionen även utanför de sektorer som producerar IT-kapitalet och där möjliggjort rationaliseringar av arbetskraft och ett minskat behov av investeringar. Teorin ger på detta sätt en förklaring till kombinationen av en snabb produktivitetstillväxt, en svag sysselsättningsutveckling och en långsam investeringsökning, vilket under senare tid präglats såväl den amerikanska som den svenska ekonomin.

Vad talar då – utöver själva utvecklingen av produktiviteten, sysselsättningen och investeringarna – för att detta är förklaringen?

En pusselbit som ger stöd åt teorin är att produktivetsförbättringarna knappast går att förklara enbart med utgångspunkt från konjunktorens effekter. Det blir tydligt om vi studerar produktivetsutvecklingen i motsvarande konjunkturläge under tidigare perioder (Diagram 5). Det mått på konjunkturläget vi valt är visserligen mer eller mindre godtyckligt och stämmer inte heller helt överens med den bedömning av resursutnyttjandet som Riksbanken gör i inflationsrapporten. Men det förefaller inte påverka den generella slutsatsen att

■ produktivitetstillväxten just nu är ovanligt snabb med tanke på konjunkturen och således kan vara ett tecken på en mer trendmässig förändring.

En annan pusselbit är utvecklingen av faktorproduktiviteten (Diagram 6). Som jag tidigare var inne på skulle en snabbare tillväxt i faktorproduktiviteten på aggregerad nivå kunna vara ett tecken på att IT-kapitalet börjat komma till allt effektivare användning också utanför de sektorer som producerar IT-kapitalet. Allra helst skulle man vilja studera faktorproduktiviteten exklusive de sektorer som tillverkar IT-kapitalet, men detta låter sig inte göras utan vidare till följd av olika problem relaterade till statistiken. De beräkningar av faktorproduktiviteten vi gjort på Riksbanken indikerar en förhållandevis tydlig uppgång de senaste åren.

Det är i sammanhanget också av intresse att jämföra hur utvecklingen i Sverige står sig relativt utvecklingen i andra länder, framförallt USA. Dessa jämförelser försvåras av att jämförbar statistik är svårt att finna. Men den statistik som finns tyder ändå på att faktorproduktivitetsutvecklingen är relativt god i Sverige, t.ex. klart bättre än i euroområdet.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att det skett en uppgång i produktivitetsutvecklingen de senaste åren. Tidigare konjunkturmönster upprepar sig inte helt. Vad som ligger bakom uppgången är dock svårt att ännu entydigt slå fast. Situationen påminner i viss utsträckning om den vi såg under några år i slutet av 1990-talet. Precis som då finns det skäl att förhålla sig avvaktande, men inte avvisande till tanken att det vi sett är en tydlig förändring. Viss vikt bör i alla händelser tillmätas de nya siffrorna när politiken utformas samtidigt som vi måste anstränga oss ytterligare för att bättre förstå vad som händer.

Debatten om penningpolitiken

Låt mig nu avslutningsvis säga några ord om den senaste tidens livliga debatt om penningpolitiken. Det gör jag mot bakgrund av att jag fått väldigt många frågor på detta tema under de senaste veckorna. Att tränga fram med ett nyanserat budskap när tonläget i media är uppdrivet är dock inte alltid så lätt. Jag bestämde mig därför på ett tidigt stadium av diskussionen att ta upp frågan mer ingående just här på Nationalekonomiska Föreningen, ett lämpligt forum för en inträngande och lagom icke-medial diskussion.

Innan jag försöker reda ut hur jag ser på en del inslag i diskussionen kan jag inte låta bli att påpeka att jag funnit tonläget i diskussionen lite överraskande. Sverige har trots allt klarat sig igenom de senaste årens konjunktursvacka på ett bättre sätt än många andra länder. För egen del kände jag också en betydligt större oro för den ekonomiska utvecklingen och penningpolitiken i slutet av våren och början av sommaren 2003 än vad jag gjort de senaste månaderna. Anledningen är enkel. I slutet av förra våren var inflationen fortfarande hög. Även om vi trodde att den skulle falla fanns en tydlig risk för att den skulle kunna bita sig fast. Samtidigt var osäkerheten stor om den internationella konjunkturen; skulle en vändning komma och när skulle det i så fall ske? Detta skulle kunna ställa oss inför svåra avvägningar. Exempelvis skulle vi kunna tvingas höja räntan även om

konjunkturen försvagades. Nu är situationen i grunden betydligt bättre med fallande inflationstryck i kombination med stigande tillväxt. Ändå är debatten nu mycket hårdare. Varför kan man möjligen fråga sig?

Vad kan man då säga om diskussionen i sig? Låt mig börja med att understryka det självklara; det är bra med en levande och livlig diskussion om penningpolitiken. En centralbank som fått ett tydligt och självständigt ansvar för penningpolitiken har goda skäl att vara öppen med sina beslutsunderlag. Det underlättar en precis diskussion om penningpolitiken och utvärderingar i efterhand. En öppen debatt tvingar och sporrar oss att skärpa vår argumentation och att kontinuerligt utveckla metoder och bedömningar; att bli bättre kort sagt. Det är bara bra och i själva verket ett av de viktigaste motiven bakom den öppenhet vi vinnlagt oss om under de senaste tio åren.

Olika bedömningar av situationen har gjorts på senare tid både av utomstående bedömare och inom Riksbanken. Exempelvis ansåg två av mina kollegor redan i december att vi borde sänka räntan. I allt väsentligt tycker jag att den debatt som förts har varit saklig såtillvida att kraven på räntesänkningar vanligen grundat sig på att man helt enkelt gjort andra bedömningar än Riksbanken av den framtida inflationsutvecklingen. Endast i undantagsfall tycks uppmaningarna ha sin grund i ett ifrågasättande av inflationsmålpolitiken som sådan.

Det här innebär dock inte att alla inlag i diskussionen är bra och självklara. Det som lett till frågor och diskuterats en del är att några ledande politiker aktivt engagerat sig i debatten och vid upprepade tillfällen framfört mycket specifika krav på omedelbara räntesänkningar och i något fall också ändrade mötesscheman. Frågan är om detta är lämpligt eller klokt.

Frågeställningen är inte ny och för egen del har jag konfronterats med den ett antal gånger under de år jag arbetat i Riksbanken. Min utgångspunkt har alltid varit att vi enligt lagen har ett arbete vi ska göra. Vi ska göra det självständigt och så gott vi kan. Lagstiftningen är glasklar; vi får inte ta emot politiska direktiv eller ens råd. Vi har dessutom redan innan vi fick en ny lagstiftning valt att utforma ett tydligt ramverk för vårt arbete. Vårt mål att upprätthålla ett fast penningvärde har specificerats som 2 procents inflation. Också på andra sätt, t.ex. genom att publicera prognoser och systematiskt följa ett visst arbetsätt, har vi "bundit upp" vårt agerande. Det bidrar till att omvärlden löpande kan utvärdera vårt agerande och våra motiv och därmed också bör kunna vara trygg med att vi inte tar otillbörliga hänsyn. Mot denna bakgrund har jag genom åren haft ett ganska avspänt förhållande till politikernas inlägg i diskussionen.

Men frågan har vidare implikationer än så. Över julhelgerna läste jag en bok av USA:s tidigare finansminister Robert Rubin¹. Han tar just upp den här frågan och motiverar varför han starkt avrådde President Clinton från att ha publika synpunkter på penningpolitiken, ett råd som President Clinton följde. Enligt Rubin finns det alltid en risk för att obligationsmarknaden påverkas om det uppstår minsta misstanke om att centralbankens agerande styrs av politiska

¹ Se Rubin, R.E och J. Weisberg, *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington*, New York: Random House, 2003.

■ påtryckningar.² Att han - med årtionden av erfarenhet från Wall Street - lyfter fram detta argument och att han gör det trots den breda respekt Greenspans Federal Reserve åtnjuter tycker jag visar att argumentet inte kan viftas bort. Man kan visserligen invända att Riksbankens legala självständighet är större än Federal Reserves. Å andra sidan är låginflationsregimen relativt ny i Sverige och vår marknad är dessutom liten och påverkas i hög grad av utländska aktörer, som ofta inte har någon särskilt djup kunskap om hur vårt system fungerar.

För närvarande är den ekonomiska och politiska utvecklingen i Sverige så stabil att utspel av det slag vi sett knappast påverkar marknaderna, även om en del oro faktiskt har uttryckts av just utländska analytiker. Men politiker som ger sig in i diskussionen med starka uppfattningar i stabila lägen gör klokt i att fundera över hur de ska agera framöver i mer problematiska situationer.

Rubin betonar också att presidenten genom att på ett så tydligt sätt som möjligt respektera Federal Reserves oberoende kunde stärka sin egen trovärdighet och underbygga förtroendet för den ekonomiska politiken i Förenta Staterna och för de finansiella marknadernas funktionssätt. Det är ett synsätt jag har sympati för. Frågan är då hur vi i Sverige bör agera för att tilltron till vår samlade ekonomiska politik ska vara så stor som möjligt. I grunden handlar detta förstås om att göra rätt saker. I vårt fall att säkra ett stabilt penningvärde på det sätt vi definierat det. Men jag tror att umgängesformerna mellan de finans- och penningpolitiska myndigheterna också spelar en viss roll. I detta avseende ser jag tydliga fördelar med hur samspelet mellan regeringen och centralbanken i USA och Storbritannien fungerar. Med respekt för vars och ens uppdrag samarbetar de nära för att driva en politik som gynnar landet så mycket som möjligt. Inte minst för små länder tror jag detta är den önskvärda umgängesformen och jag tycker vi i Sverige kommit en bra bit på denna väg sedan mitten av 1990-talet. Det vore inte bra om mönstret bröts och vi i stället gled in i ett samspel liknande Kontinentaleuropas, där nationella finansministrar skyller sina problem på ECB och där hårda ord nu regelmässigt uttalas också i motsatt riktning.

Tack.

² Lawrence Summers, som var Treasury Secretary i slutet av Clintons presidentperiod har t.o.m. betecknat kritiserandet av Federal Reserve från politiskt håll som "a fool's game" som i bästa fall är verkningslös, i sämsta fall kontraproduktivt: "[I]t does not change short-term interest rates because the Fed does not respond, but it does increase long-term interest rates because the bond market does". (<http://www.ustreas.gov/press/releases/rr2401.htm>)