



LUND UNIVERSITY

På jakt efter ett nytt ankare: från fast kronkurs till inflationsmål

Jonung, Lars

2003

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Jonung, L. (Ed.) (2003). *På jakt efter ett nytt ankare: från fast kronkurs till inflationsmål*. SNS Förlag.

Total number of authors:

1

General rights

Unless other specific re-use rights are stated the following general rights apply:

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Read more about Creative commons licenses: <https://creativecommons.org/licenses/>

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

LUND UNIVERSITY

PO Box 117
221 00 Lund
+46 46-222 00 00

PÅ JAKT EFTER ETT NYTT ANKARE

På jakt efter ett nytt ankare

från fast kronkurs till inflationsmål

Lars Jonung (red.)

Krister Andersson

Carl Bildt

Urban Bäckström

Bengt Dennis

Klas Eklund

Carl B. Hamilton

Lars Heikensten

Nils Lundgren

Ulrika Stuart

SNS Förlag

SNS Förlag
Box 5629
114 86 Stockholm
Telefon: 08-507 025 00
Telefax: 08-507 025 25
E-post: order@sns.se
Hemsida: www.sns.se

SNS – Studieförbundet Näringsliv och Samhälle – är ett fristående nätverk av ledande beslutsfattare i privat och offentlig sektor med engagemang i svensk samhällsutveckling. Syftet är att skapa underlag för rationella beslut i viktiga samhällsfrågor genom forskning och debatt.

SNS bedriver samhällsforskning med forskare från universitet och högskolor i Sverige och utlandet, ger ut böcker på eget förlag samt arrangerar konferenser, kurser och lokala medlemsmöten. SNS är en allmännyttig ideell förening som finansieras genom medlemsavgifter, forskningsanslag, bokförsäljning och konferensavgifter samt genom årsavgifter från företag, myndigheter och organisationer.



Kopieringsförbud

Detta verk är skyddat av upphovsrättslagen! Kopiering, utöver lärares rätt att kopiera för undervisningsbruk enligt Bonusavtal, är förbjuden.

På jakt efter ett nytt ankare
Från fast kronkurs till inflationsmål
Lars Jonung (red.)
Första upplagan
Första tryckningen

© 2003 Författarna och SNS Förlag
Omslag och grafisk form Göran Eklund
Sättning Melanders Fotosätter AB
Tryck ScandBook 2003
ISBN 91-7150-919-4

INNEHÅLL

FÖRORD 7

INLEDNING 9

Lars Jonung

KAPITEL 1

Den finansiella revolutionen, 90-talskrisen och
inflationmålet 25

Lars Jonung

KAPITEL 2

Den stapplande vägen till reformer och till Europa 51

Carl Bildt

KAPITEL 3

I stormens öga med strid på flera fronter 89

Carl B. Hamilton och Ulrika Stuart

KAPITEL 4

Första året med flytande krona 173

Bengt Dennis

KAPITEL 5

Utformningen av inflationmålet
och den penningpolitiska analysramen 223

Krister Andersson

KAPITEL 6

1990-talets väg till prisstabilitet 281

Urban Bäckström

KAPITEL 7

Bakom Riksbankens tjocka väggar

– hur inflationsmålpolitiken växte fram 1995–2003 331

Lars Heikensten

KAPITEL 8

Per aspera ad astra

– Sveriges väg till samhällsekonomisk balans 377

Nils Lundgren

KAPITEL 9

Lär av inflationsmålet! 405

Klas Eklund

FÖRFATTARPresentation 435

PERSONREGISTER 437

Förord

Varje bok har sin historia. Denna började vid en middag för några år sedan, då Bengt Dennis, Anne Wibble och jag bestämde oss för att tillsammans söka få till stånd en belysning av händelseförloppet under den dramatiska hösten 1992 och vad som sedan följde. Vår tanke var att några centrala beslutsfattare och observatörer skulle medverka med var sitt bidrag. Dessa skulle sedan läggas samman i en antologi och förhoppningsvis ge en översikt över förloppet: visa vilka tankar och föreställningar som var styrande, hur ansvariga inom regeringen, Riksbanken och oppositionen tänkte, trodde och handlade.

Vi var eniga om att det gällde att skynda sig medan minnesbilderna fortfarande var färska. Det skulle inte vara fråga om forskning – denna får forskarsamhället svara för – utan snarare om kortfattade ekonomisk-politiska memoarer kring en unik händelse: kronans fall i november 1992 och övergången till prisstabilitetsnormen.

Anne och Bengt lovade att fatta pennan. Därmed skulle finansdepartementets och Riksbankens perspektiv vara representerade. Sedan, trodde vi, skulle det bli enkelt att få andra att komma ombord.

Anne Wibbles svåra sjukdom och hennes bortgång år 2000 gjorde att den ursprungliga planen fick läggas på is. Inget hände förrän sommaren 2002. Då togs idén upp igen av Krister Andersson, Carl B. Hamilton och mig. Tanken på ett seminarium den 19 november 2002 – på tioårsdagen av kronfallet – växte fram. Carl Bildt och Bengt Dennis var intresserade. Carl B. Hamilton och Ulrika Stuart erbjöd sig att ge en beskrivning med hjälp av texter och uppteckningar i Anne Wibbles arkiv samt utifrån egen skriftlig dokumentation från tiden i Finansdepartementets ledning 1992. Sökandet efter

medverkande kröntes med framgång – med några undantag. Såväl Ingvar Carlsson som Allan Larsson, de centrala beslutsfattarna inom oppositionen under 1992–93, avböjde med argumentet att de själva skulle komma med sina minnen vid annat tillfälle. Så hoppas jag blir fallet.

SNS med Christina Rosengren som ansvarig arrangerade ett välbesökt seminarium på tioårsdagen av kronfallet. Samtliga medverkande i denna antologi deltog. Deras bidrag har sedan fördjupats och omarbetats – i vissa fall rejält.

Jag vill varmt tacka alla som medverkat till denna boks tillkomst. Ett särskilt tack går till SNS. Utan Torgny Wadensjös starka stöd och positiva inställning hade seminariet och denna antologi inte kommit till stånd. Mitt arbete med boken har utförts inom ramen för forskningsprogrammet ”Svenskt i Finland – finskt i Sverige”, där jag lett den svenska delen av ett projekt om 1990-talskrisen i Finland och Sverige.

Bryssel maj 2003

Lars Jonung

Inledning

Den 19 november 1992 är en milstolpe för svensk ekonomi och politik. Då tvingades Riksbanken efter ett hårdnackat försvar mot spekulativa attacker att överge den fasta växelkursen för kronan, mitt under en djup nedgång i den ekonomiska aktiviteten. Med detta steg fick Sverige en flytande växelkurs.

Försvaret av kronan hade pågått under lång tid. Den hade utsatts för spekulation redan under 1980-talet. Det fanns en ständig misstanke på valutamarknaderna mot det löfte som den socialdemokratiska regeringen ställt ut 1982, nämligen att den offensiva superdevalvering som då genomfördes var en engångsdevalvering – den sista av sitt slag. Sverige skulle hålla sig till en fast växelkurs i framtiden sades det då – och många gånger därefter av företrädare för Riksbanken, regeringen, oppositionen och ekonomkåren.

Fram till dagen före kronans fall var den politiska uppslutningen kring den fasta kronkursen stark. Den hade manifesterats i två krispaket tagna över blockgränserna. När länder som Storbritannien, Italien och Finland lät sina valutor flyta, stod Riksbanken, regeringen och oppositionen redo att försvara den fasta kursen med högt ränteläge, höjda skatter, lägre statsutgifter och intern devalvering. Sveriges beslutsamhet framstår som unik internationellt sett.

Den 19 november blev startskottet för sökandet efter ett nytt ankare eller ny norm för penning- och finanspolitiken. Den fasta växelkursen för kronan har varit grunden för stabiliseringspolitiken under hela efterkrigstiden. Ja, om vi drar ut perspektivet ända tillbaka till Riksbankens tillkomst på 1600-talet så ser vi att fast växelkurs till en myntmetall eller till annan valuta har varit riktlinjen för Riksbankens politik.

Mindre än två månader efter övergången till flytande krona, den

15 januari 1993, deklarerade riksbanksfullmäktige att målet för svensk penningpolitik skall vara att begränsa inflationen till 2 procent per år inom ett intervall på plus/minus 1 procent. Med detta steg hade Riksbankens ledning tagit ett viktigt initiativ och slagit fast en ny norm för penningpolitiken och indirekt en ny grund för stabiliseringspolitiken, nämligen ett prisstabilitetsmål eller inflationsmål.¹

Det var inte uppenbart i januari 1993 om och hur inflationsmålsstyrningen skulle fungera. De ekonomiska och politiska utsikterna var inte de bästa. Den ekonomiska krisen var djup, det finansiella systemet var hotat, budgetunderskottet enormt och den politiska uppslutningen kring en självständig Riksbank var skakig och osäker. Riksbanken saknade erfarenheter av penningpolitik under rörlig växelkurs.

Nu är bilden annorlunda. Sverige har haft inflationsmålet och flytande växelkurs i mer än tio år – en unikt lång period sett i historiskt perspektiv. Målet är väl förankrat i svensk politik. Riksbankens självständighet är kodifierad i ny lagstiftning.

Syftet med denna bok är att belysa övergången från den fasta kronkursen till den nya stabiliseringspolitiska regimen byggd på prisstabilitetsmålet och rörlig växelkurs. De följande bidragen är skrivna av beslutsfattare och observatörer med centrala positioner under 1990-talet. Tillsammans ger de en bild av ett av de mest dramatiska förloppen i modern svensk ekonomisk och politisk historia.² 1990-talet var förvisso ett årtionde med betydande förändringar på många områden av den ekonomiska politiken. Dessa aspekter berörs inte här. Fokus vilar helt på stabiliseringspolitiken, i första hand på penningpolitiken.

1. I fortsättningen används inflationsmål, prisstabilitetsmål och prisstabilisering som synonymer.

2. Förloppet sammanfattas i två kalendarier: ett i kapitel 3 som täcker hösten 1992 och ett i kapitel 7 som omfattar inflationsmålsstyrningen 1996–2003. I kapitel 1 finns även en tabell över ändringar i det svenska växelkurssystemet under 1900-talet samt en figur över inflationstakten i Sverige under åren 1970–2002.

KAPITEL I. Det långsiktiga perspektivet presenteras av Lars Jonung. Han ser på perioden 1985–95 som helhet och ställer frågan: finns det en gemensam förklaring till den finansiella bubbla som blåstes upp 1986–90, den djupa kris som följde 1990–93, spekulatjonen mot kronan hösten 1992, dess fall i november och övergången till rörlig växelkurs och inflationsmålsstyrning och inflationsmålets nu tioåriga existens? Hans svar är ja. Den finansiella avregleringen och den snabba framväxten av finansmarknaderna skapade detta mönster, vilket inte har någon motsvarighet i vår historia.

Enligt Jonung blev den finansiella avregleringen i november 1985 startskottet för en s.k. boom-bust-cykel i Sverige. Först bidrog den till överhettningen i slutet av 1980-talet. Sedan, i den senare fasen av cykeln, bröts kreditexpansionen och svensk ekonomi gick in i djup kris. Den inhemska krisen i kombination med valutaoron i Europa svepte bort den fasta växelkursen under hösten 1992. Den finansiella revolutionen undergrävde förutsättningarna för en återgång till fast växelkurs efter kronfallet. Övergången till prisstabilitetsmålet blev det enda alternativ som återstod för Riksbanken.

Försvaret av den fasta växelkursen drev samman regeringen och oppositionen i två ekonomisk-politiska uppgörelser över blockgränsen i september 1992. Denna breda politiska uppslutning bakom den fasta kronkursen förklaras som en reaktion mot devalveringspolitiken under 1970- och 1980-talet. Det gällde att undvika att på nytt hamna i en devalveringscykel med hög inflation. Sedan diskuteras lärdomarna av krisen. En viktig lärdom blev inflationsmålet kombinerat med en rörlig växelkurs och en mer självständig ställning för Riksbanken.

Dåtidens beslutsfattare förstod inte vilka krafter som släpptes fram när den finansiella avregleringen genomfördes under den senare hälften av 1980-talet. Avregleringen i sig var ett önskvärt steg inom ramen för en strukturell politik att förbättra svensk ekonomi. Den borde dock ha kombinerats med andra åtgärder som motverkat den våg av upplåning som föll över svensk ekonomi när kreditlussarna öppnades på vid gavel.

Jonung betonar också att det finns ett nytt perspektiv att lägga på den svenska 90-talskrisen, nämligen erfarenheterna från de finan-

siella kriser som svept fram över världsekonomin under 1990-talet. Vi får inte tro att det som hände i vårt land var unikt. Samma sak som inträffade i Sverige 1992 ägde senare rum i Mexiko, Ryssland, Brasilien m.fl. länder. Utfallet blev också detsamma: övergången från en fast till en rörlig växelkurs.

De följande kapitlen illustrerar olika aspekter på händelseförloppet som utlöstes av den finansiella revolutionen. Carl Bildt och Carl B. Hamilton – Ulrika Stuart beskriver den politiska processen kring kronförsvaret. Bengt Dennis, Krister Andersson, Urban Bäckström och Lars Heikensten redogör i detalj för hur prisstabilitetsmålet utvecklades från idé till handling, hur det lotsades fram och finslipades under intryck av de svårigheter normen mött fram till idag. Avslutningsvis ger Nils Lundgren och Klas Eklund sina perspektiv på utvecklingen. Mycket är gemensamt i de bägges analyser av det historiska förloppet. De når dock fram till skilda rekommendationer om det svenska växelkurssystemets framtid.

KAPITEL 2. Carl Bildt beskriver först bakgrunden till den ekonomiska politiken under sin tid som statsminister 1991–94. Erfarenheterna av 1970- och 1980-talets devalveringspolitik påverkade honom starkt. Han hänvisar till ett symposium 1990 där ekonomer utvärderade 1982 års superdevalvering. Där blev domen hård. Den offensiva devalveringen 1982 var både en rivstart och en snedtändning: rivstart genom att snabbt öka vinster och priser, en snedtändning genom att konservera strukturen i den svenska ekonomin, eliminera krismedvetandet och få den nya regeringen att återta besparingsbeslut och reformer av den föregående borgerliga regeringen.

För Bildt var slutsatsen klar: devalveringsvägen var ”den enkla vägens politik” genom att maskera de långsiktiga struktur- och tillväxtproblemen bakom en kortsiktig våg av inflation och vinster. Vid en borgerlig valseger skulle den ekonomiska politiken inriktas på långsiktiga mål rörande tillväxt och strukturomvandling. En fast kronkurs skulle här vara en grundbult för den ekonomiska politiken. Tankarna sattes på pränt i programmet *Ny start för Sverige*.

Bildt önskade att snabbt göra Sverige till fullvärdig medlem i EG,

den europeiska gemenskapen. Strävan till anslutning till EG hade redan manifesterats i ansökan om medlemskap 1991 under Ingvar Carlssons tid som statsminister samt i Riksbankens koppling av kronan till EG:s syntetiska valuta, ecun, i maj 1991. För Bildt var målet ett svenskt medlemskap 1995.

Efter den borgerliga valsegern i september 1991 konfronterades den nya regeringen Bildt med ett allt bistrare ekonomiskt läge. Nedgången hade börjat under 1989–90 men förstärktes kontinuerligt. Mindre än ett år efter regeringsskiftet, i september 1992, befann sig kronan mitt i den europeiska valutastormen. Ett samarbete över den politiska blockgränsen kom till stånd. Målet var gemensamt: att ge trovärdighet åt den fasta kronkursen. Oenigheten gällde vilka medel som borde användas, dvs. vilken ideologisk profil som skulle ges strukturreformerna och åt ändringarna av statens utgifter och inkomster. Förutom ideologiska skillnader rörande vårdnadsbidrag, löntagarfonder m.m. fanns oenighet rörande verklighetsbeskrivningen. Hur allvarlig var krisen egentligen? Turerna blev många och invecklade. Men till slut kunde krispaket 1 presenteras. Det föreföll framgångsrikt – under några dagar. Sedan var det dags för en ny förhandlingsrunda som gav krispaket 2 i slutet av september.

Oktober månad blev förhållandevis lugn. I början av november började kritecken åter hopa sig. Finansdepartementet tog fram ett nytt krispaket, det tredje. Regeringen sökte kontakt med oppositionen men den valde att inte svara. Enligt Bildt ville den inte säga ja, inte säga nej utan valde att ”säga ingenting alls”. När nyheten kom ut på morgonen den 19 november, bidrog detta till kronans fall 14:28 på eftermiddagen. För Bildt återstod att hålla en presskonferens och meddela att kronförsvaret hade misslyckats.

Med kronfallet behövde regeringen ta ut en ny kompassriktning för stabiliseringspolitiken. Som ett led i sökandet tillsatte regeringen den s.k. Lindbeckkommissionen. Riksbanken annonserade en prisstabilitetsnorm i januari 1993. Finansdepartementet koncentrerade sig på budgetsanering.

När Bildt ser tillbaka på 90-talet noterar han att Sverige ännu inte har blivit fullvärdig medlem i den europeiska valutaunionen. Med

tanke på det kraftiga fallet i kronans växelkurs under de senaste 30 åren undrar han retoriskt om ansträngningarna att ändra tillväxt- och stabiliseringspolitiken varit tillräckliga?

KAPITEL 3. Carl B. Hamilton och Ulrika Stuart, bägge nära medarbetare till finansminister Anne Wibble, beskriver den dramatiska hösten 1992 ur finansministerns perspektiv med hjälp av de dokument de funnit i Wibbles arkiv, kompletterade med egna anteckningar. Deras omfattande granskning av källmaterialet avslöjar Anne Wibble som nyckelpersonen inom regeringen under kronförsvaret – aktiv på många arenor. Hon var regeringens kontakt med Riksbanken. Hon förklarade och försvarade penning- och finanspolitiken inte bara utåt i riksdagen och i media utan även gentemot övriga medlemmar av koalitionsregeringen och inom sitt eget parti, Folkpartiet liberalerna. Till bilden hör att hennes egen partiledare, Bengt Westerberg, var socialminister och därmed ansvarig för den största utgiftsposten i statsbudgeten, den främsta måltavlan för finansdepartementets besparingsåtgärder. Hon var djupt involverad i förhandlingarna med den socialdemokratiska oppositionen om olika krispaket. Dessutom stod hon i nära kontakt med ekonomer inom näringslivet, banksektorn och akademien.

Wibble klarade balansgången genom att hennes samarbete med riksbankschefen och med statsministern vilade på ett ömsesidigt förtroende. Det var kring axeln Dennis-Wibble-Bildt som stabiliseringspolitiken snurrade dessa månader. Bengt Dennis vänder sig till Anne Wibble för att få stöd från finanspolitiken. Höga räntor är inte tillräckliga för att nå balans. Hade Wibble dragit undan sitt stöd för Dennis under valutaoron i september, hade Riksbanken tvingats överge den fasta kronkursen. Finansministern, liksom statsministern, var fast besluten att undvika ett återfall i devalveringspolitik.

Inom regeringskansliet funderas det dock på olika valutapolitiska alternativ. Mitt under kronförsvaret begär finansministern underlag som analyserar vad en devalvering skulle innebära. De PM som tas fram under största sekretess inom finansdepartementet avråder från devalvering under rådande omständigheter, bl.a. av fördelningspolitiska skäl.

Kronförsvaret under dessa månader blir en intensiv kamp mot klockan. Det gäller att improvisera, finna lösningar och trovärdiga kompromisser samtidigt som kampen blir svårare när andra länder överger fast växelkurs och oklarheter uppdragas mellan regering och opposition rörande krispaketet. Situationen börjar bli ohållbar för Riksbanken.

Kvällen före kronfallet har finansdepartementet klart ett tredje krispaket som skickas över till den socialdemokratiska oppositionen. Något svar kommer emellertid inte från oppositionen. Ett gemensamt brett politiskt stöd finns inte längre för kronkursen. Kronförsvaret har upphört.

Hamilton och Stuart sammanfattar sina lärdomar i åtta punkter. Bland annat noterar de att krisen har bidragit till nya insikter och lärdomar. Kapitalströmmarnas nyvunna internationella rörlighet har gjort det svårt för Sverige att ha en fast men justerbar växelkurs. Krisen har visat på behovet av stramare budgetdisciplin. Riksbankens ökade självständighet ser de emellertid främst som en fördragsmässig följd av Sveriges medlemskap i EU.

KAPITEL 4. Månaderna innan kronan föll var dramatiska att döma av föregående två kapitel. För Bengt Dennis tog dramatiken inte slut med kronfallet. Det första året med flytande krona var fyllt av spänning. Två uppgifter dominerade Riksbankens verksamhet. För det första skulle en ny strategi för penningpolitiken väljas. För det andra skulle räntepolitiken anpassas till det nya läget. Den första uppgiften visade sig vara den enklare.

Det stod klart den 19 november att en återgång till en fast växelkurs var utesluten – åtminstone under förutsägbar framtid. Eftersom Riksbanken inte devalverade, blev utfallet en flytande krona. Före kronans fall var slutmålet för penningpolitiken prisstabilitet. Den fasta växelkursen betraktades som ett medel att uppnå detta mål. Målet behölls efter den 19 november men förankrades nu på ett klart uttalat inflationsmål. Det formulerades på följande vis i ett beslut av fullmäktige den 14 januari 1993: »Riksbankens preciserade målet för penningpolitiken som att förändringen i konsument-

prisindex från och med 1995 begränsas till 2 procent, med en tolerans på plus/minus 1 procentenhet.«

Beslutet hade vuxit fram under livlig intern och extern debatt. De socialdemokratiska ledamöterna av riksbanksfullmäktige var tveksamma in i det sista. Deras representant Allan Larsson önskade en inflationsnivå på »god europeisk nivå« istället för en bestämd siffra, något som Dennis starkt motsatte sig.

När väl prisstabilitetsnormen annonserats, blev den snabbt accepterad. Någon opposition var det inte tal om. Frågan blev istället: hur skulle penningpolitiken bäst utformas för att stärka trovärdigheten för det nya inflationsmålet? Riksbanken kom omedelbart in på minerat vatten, där det gällde att kryssa sig fram till en lämplig räntenivå. Å ena sidan fanns krav på snabb räntesänkning för att dämpa nedgången i ekonomin, motverka den finansiella krisen och få igång tillväxten. Näringslivet, LO och inflytelserika ekonomer krävde rask nedtagning av räntan. Å andra sidan önskade Riksbanken dämpa den inflationsimpuls som utlösts av deprecieringen av kronan och motverka växelkursförsvagningen under 1993. Den hotade att undergräva trovärdigheten för inflationsmålet. Vidare behövde Riksbanken hålla inflationsförväntningarna i schack under 1993 och 1994 för att målet på två procents inflation från och med i januari 1995 skulle framstå som trovärdigt.

Här fanns inga erfarenheter att luta sig mot. Dennis ogillade den engelska linjen med aggressiv räntesänkning. Det fanns inget annat alternativ än att pröva sig fram och lära sig av de bakslag som inträffade - och bakslagen lät inte vänta på sig. Riksbanken interverade under våren 1993 – dock utan märkbar framgång.

Bilden komplicerades av en växande spänning mellan regeringskansliet och Riksbanken. Enigheten som manifesterades vid upp slutningen bakom kronförsvaret var som bortblåst efter kronans fall. Oppositionen önskade en klart expansiv finanspolitik. Från det hållet var inget stöd att vänta längre. Regeringen önskade först lägre räntor för att sedan kunna ta ned budgetunderskottet. Riksbanken önskade den omvända tågorordningen: först åtgärder som skar ner budgetunderskottet och sedan skulle den korta räntan sänkas. Riksbanken ställdes under tryck från kanslihuset. Relatio-

nera mellan ordförande i fullmäktige, Staffan Burenstam-Linder, och riksbankschefen blev frostiga.

I slutet av året, månaderna innan Bengt Dennis lämnade sin post, kom flera tecken på en vändning. Den ekonomiska aktiviteten började stiga igen med exporten som motorn. Räntorna, både de korta och långa, hade kommit ned. Inflationsmålet föreföll ha fått en växande acceptans.

KAPITEL 5. Som framgår av Bengt Dennis kapitel, ställde kronans fall Riksbanken inför problemet att snabbt välja en ny penningpolitisk strategi. Krister Andersson, chef för den ekonomiska avdelningen i Riksbanken, fick en central roll i denna process. Han redogör för sina erfarenheter av det interna arbetet inom Riksbanken under 1992–95. I själva verket gjordes före kronfallet interna studier för att analysera alternativ till den rådande fasta ecu-kursen. En direkt koppling till D-marken studerades ända fram till i mitten av november 1992.

Omedelbart efter kronfallet ringde Krister Andersson till Bill White, vice riksbankschef i Kanada, ett land som sedan 1991 praktiserat inflationsmålsstyrning med framgång. Andersson hade lärt känna White och studerat den kanadensiska penningpolitiska strategin under sitt arbete vid IMF. Kort tid därefter var en grupp från Bank of Canada i Stockholm. Några veckor senare landade Bill White själv. De kanadensiska erfarenheterna inspirerade en flod av PM och rapporter inom Riksbanken. Synpunkter och råd flöt även in från andra internationella källor.

Riksbanken såg som sin uppgift att ta fram alternativ till den fasta växelkurspolitiken. Efter mycken intern diskussion och utredande, kontakter med finansdepartementet och diverse motsättningar inom fullmäktige kunde inflationsmålet preciseras och offentliggöras den 15 januari 1993. Texten flöt ur Krister Anderssons penna.

Som påpekas av Bengt Dennis, kom räntepolitiken i fokus för debatten efter kronans fall. Riksbanken blev föremål för hård kritik under de följande åren. Inom Riksbanken fortlöp arbetet med att förankra den nya strategin och det nya målet. I juni 1993 presente-

rade Riksbanken en redogörelse över viktiga penningpolitiska indikatorer. Den första inflationsrapporten såg dagens ljus i oktober 1993 efter utländska förebilder. Arbetet med att finslipa och justera olika sidor av penningpolitiken fortsatte under Urban Bäckström, den nye riksbankschefen som tillträdde i januari 1994.

KAPITEL 6. Urban Bäckström observerade under 1990-talet det makroekonomiska förloppet från två utsiktspunkter: först som statssekreterare i finansdepartementet med ansvar för bland annat den finansiella sektorn och sedan som riksbankschef. Dessa två roller befann sig på kollisionskurs närmast före och efter kronfallet. Som statssekreterare såg Bäckström hur krisen spred sig som en löpeld inom bankväsendet. Fallissemangen och förlusterna bland bankerna »åt sig« in i statsbudgeten och drev upp budgetunderskottet. De höga realräntorna hotade att leda till en »finansiell härdsmälta«. Sett från detta perspektiv borde Riksbanken snabbt och målmedvetet ha pressat ned räntan, ju snabbare och ju lägre, desto bättre, nu när kronan var flytande.

Enligt statssekreterare Bäckström var Riksbanken för »snäv« i sin bedömning. Den borde oro sig mindre för kronans växelkurs och inflationen och mer för finanskrisen. Deflation och inte inflation var hotet mot svensk ekonomi. På denna punkt söker Bäckström stöd i den rikhaltiga litteraturen om andra finans- och bankkriser som inträffat under 1990-talet. Som framgår även av Dennis kapitel var motsättningen stark mellan dem som var ansvariga för att hantera finanskrisen och dem som utformade penningpolitiken.

Konfrontationen mildrades när ekonomin började vända uppåt, ränteläget kom ner och Bäckström intog platsen som riksbankschef. Hans utgångsläge var inte det bästa. När riksbanksfullmäktige utsåg honom till Dennis ersättare, valde den socialdemokratiska minoriteten att reservera sig utan motivering. När Riksbanken höjde räntan en månad före valet i augusti 1994, kom en ny reservation från s-minoriteten. Osäkerheten om såväl riksbankschefen Bäckströms framtid som trovärdigheten för inflationsmålet var stor.

Situationen ändrades raskt efter valet när Kjell-Olof Feldt blev ordförande för riksbanksfullmäktige och Bengt Westerberg vice

ordförande. En period med gott samarbete och förankring av inflationsmålet påbörjades. Sverige framstod under senare hälften som en »success story«. Riksbanken fick 1999 en mer självständig ställning. Allt gick vägen.

När Bäckström ser tillbaka på 90-talet, drar han en rad slutsatser. Krisen hade pressat ned inflationstakten i Sverige. En stark politisk vilja att förankra den på en låg nivå drev fram olika reformer. Det var inte prisstabilitetsmålet som spelade den centrala rollen här. Den blev ett resultat av önskan att bryta med höginflationspolitiken. Bäckström ser positivt på erfarenheterna av prisstabilitetsmålet: ett klart definierat mål för verksamheten, öppen beslutsprocess och rak kommunikation. Dessa bör överföras till andra ekonomisk-politiska områden som ett led att förstärka demokratin.

KAPITEL 7. Som framgått av Bengt Dennis och Krister Anderssons kapitel, utlöste beslutet att välja ett inflationsmål i januari 1993 ett intensivt sökande efter en ny process för att utforma penningpolitiken. Deras kapitel täcker åren 1992–95. Lars Heikensten, som blev vice riksbankschef 1995, tar vid där de slutar. Huvudintrycket av hans kapitel är att ledningen för Riksbanken befunnit sig i en ständigt läro- och anpassningsprocess fram till idag, påverkad av bl.a. kontakter med utlandet och med den akademiska forskningen. Här har professor Lars E O Svensson svarat för en pionjärinsats beträffande teorin för inflationsmålsstyrning, *inflation targeting*. Riksbanken har inte bara importerat lärdomar från centralbanker som Bank of Canada och Bank of England. Den har också exporterat sitt kunnande till länder som valt att pröva inflationsmålsstyrning.

Läroprocessen omfattar många aspekter som Riksbankens organisation, rekrytering av medarbetare, framväxt av inflationsrapporterna och kommunikation med media och allmänhet. Riksbanken har behövt arbeta fram strategier som kopplar samman inflationsmålet med den rörliga växelkursen, med temporära förändringar i inflationstakten samt med utvecklingen av tillgångspriserna. Det har inte funnits några givna eller självklara lösningar på de problem som dykt upp under resans gång.

Heikensten redogör för de beslutsunderlag som tas fram inom

Riksbanken och för den penningpolitiska beslutsprocessen. Han avslutar med att betona vikten av öppenhet och kommunikation för att Riksbankens politik skall finna förståelse, genomslag och demokratisk acceptans. Det är en helt annan attityd än den som fanns under regleringsåren på 1950- och 1960-talet, när Riksbanken beskrevs som »hemlighuset på Helgeandsholmen« eller (efter Riksbankens flytt) som »bunkern på Brunkebergstorg«. Inflationsmålet har medfört ett mer öppet och mer public service-inriktat penningpolitiskt monopol än tidigare.

Inflationsmålet har nu varit Riksbankens ledstjärna i tio år. Målet har varit oförändrat men de medel och de tekniker som varit knutna till målet har förändrats. Heikensten lägger fokus på dagens förhållanden men det är rimligt att anta att dessa inte representerar någon slutstation. Den penningpolitiska processen kommer att fortsätta att vara utsatt för ett omvandlingstryck.

KAPITEL 8. Nils Lundgren, chefekonom vid Nordbanken under krisåren, redogör för hur hans syn på svensk stabiliseringspolitik förändrats under de senaste 30 åren. Under 1980-talet fram till våren 1992 ansåg han att en fast växelkurs var »den naturliga normen« för Sverige. Under intryck av Riksbankens marginalränta på 500 procent i september samt sin arbetsgivares, Nordbankens, finansiella svårigheter började omsvängningen: nu förespråkade han en intern devalvering kombinerad med en omedelbar koppling av kronan till D-marken. Om interndealveringen inte genast genomfördes, så vore det bättre att låta kronan flyta än att ha höga räntor under en längre tid.

Denna tolkning publicerade Lundgren i en debattartikel i DN den 28 september. Reaktionen blev häftig. Han betraktades som osolidarisk mot Riksbankens fastkurspolitik. Artikeln bidrog några dagar senare troligen till det andra krispaketet, vilket innebar just en intern devalvering.

När kronan föll två månader senare i november 1992 såg Lundgren detta som bekräftelse på att nu var efterkrigstiden slut: det system med fasta växelkurser som införts med Bretton Woods-överenskommelsen 1944 hade hamnat på historiens skräphög. Lundgren

konstaterar uppriktigt att insikten växte fram långsamt hos honom och först i samband med den akuta 90-talskrisen. Han och hans kollegor inom ekonomkåren stod fast vid sin uppslutning kring den fast kronkursen in i det sista. Skälet var att de underskattade styrkan hos de internationella kapitalflödena.

För Sveriges del finns nu bara ett val mellan helt rörlig växelkurs eller helt fast genom medlemskap i den europeiska valutaunionen. Den finansiella avregleringen har gjort system med fasta men justerbara växelkurser ohållbara. Lundgren berömmar Riksbankens politik från 1996 och fram till idag. Den har lyckats väl med att etablera sitt program för prisstabilitet. Han önskar se en fortsättning på denna politik. Denna strategi blir slutstationen i hans resebeskrivning från den stabiliseringspolitiska världen. Bättre kan det inte bli. Sverige bör inte gå med i euroområdet – detta är den sista meningen i Lundgrens kapitel – uttryckt i det språk som en gång var det gemensamma europeiska skriftspråket för vetenskapen och kyrkan, nämligen latinet.

KAPITEL 9. Klas Eklund granskar samma förlopp som Nils Lundgren. Bägge noterar att det var den finansiella avregleringen som undergrävde fastkurspolitiken, bägge ger en positiv bild av Riksbankens inflationsmålsstyrning, av Riksbankens nya öppenhet och de institutionella reformer som nu styr penning- och finanspolitiken. De når emellertid helt olika slutsatser om Sveriges framtida växelkurspolitik. Eklund förespråkar att kronan byts mot euron medan Lundgren vill behålla kronan och därmed den rörliga växelkursen.

Eklund och Lundgren har samma bakgrund, verksamma som chefekonomer vid var sin storbank och starkt engagerade i samhällsdebatten sedan länge. Eklund resonerar på följande vis. Visst har inflationsmålsstyrningen fungerat väl, men vi skall inte överdriva dess betydelse. Vad som varit avgörande för en förhållandevis framgångsrik makroekonomisk utveckling i vårt land, är inte inflationsmålet i sig utan att hela stabiliseringspolitiken och dess institutioner lagts om så att den låga inflation som uppnåddes i början av 1990-talet har kunnat bevaras. Vidare pekar Eklund på sina erfa-

renheter av valutamarknaden. Den fungerar inte så harmoniskt och effektivt som läroböckerna i finansiell ekonomi antyder.

Eklund argumenterar för att lärdomarna från inflationsmålstyrningen bör överföras dels till ECB-systemet, om Sverige blir medlem i euroområdet, dels till andra politikområden i vårt land. Blev vi medlemmar i euroområdet bör Sverige arbeta för att reformera den penning- och finanspolitiska processen inom EMU. Inom Sverige gränser bör finanspolitiken få ett regelverk som liknar det som gäller för penningpolitiken. Den skall tas bort från den dagspolitiska stridsarenan och överlämnas till en självständig institution – en sorts finanspolitisk myndighet med samma ställning som den penningpolitiska myndigheten Riksbanken.

Även om Eklund är optimistisk och fylld med reformförslag, slutar hans kapitel med ett varnande anslag. Han noterar att kronförsvaret föll samman den 19 november 1992 på femtioårsdagen av den sovjetiska motoffensiven vid Stalingrad. Den perfekta valuta-regimen finns inte. Oberoende av vilken regim vi fastnar för, så kommer den, enligt Eklund, att möta sitt Stalingrad och, underförstått, en ny regim stå segrande.

* * *

Vilka slutsatser är rimliga att destillera från de olika kapitlen? Några teman är gemensamma för flera kapitel. Uppfattningen att de negativa effekterna av 1970- och 1980-talets devalveringspolitik borde undvikas bidrog till den politiska uppslutningen kring den fasta växelkursen, dvs. till kronförsvaret i september 1992. Beslutsfattarna underskattade emellertid styrkan hos de krafter som släppts fria genom den finansiella avregleringen under 1980-talet. Sett i backspegeln kunde kronförsvaret troligen bara skjuta upp övergången till en rörlig växelkurs med några månader, i synnerhet som andra länder övergick till flytande växelkurser. När kronan fick en rörlig kurs, var övergången till ett inflationsmål i stort sett det enda alternativet. Det gamla ankaret, som övergavs i november 1992, ersattes på mindre än två månader med ett nytt. Dess syfte var att hålla kvar inflationstakten på den låga nivå den pressats ned

till under 90-talskrisen. Riksbanken har sedan 1993 utvecklat teknikerna för inflationsmålsstyrning genom ett omfattande internt och externt arbete. Inflationsmålet är idag accepterat i samhället.

Den allmänna uppfattningen är att inflationsmålet har fungerat väl. Det har dock inte prövats under en djup kris eller drabbats av en kraftig makroekonomisk störning liknande de störningar som inträffade under 1970- och 1980-talet. Lönebildningen och finanspolitiken har hittills inte utgjort något hot mot låginflationspolitiken. Tio år är en kort tid för ett växelkurssystem. Vi bör därför vänta med en slutlig utvärdering.

Ett annat tema är att avregleringen av kapitalmarknaderna och den finansiella integrationen som följt har gjort att vi idag har att välja mellan antingen en helt rörlig växelkurs eller en helt fast växelkurs genom medlemskap i den europeiska valutaunionen. Borta är alternativet med fast men justerbar växelkurs – arvet från andra världskriget och Bretton Woods-systemet. Det gick i graven i november 1992. Endast en återreglering av de finansiella marknaderna kan väcka detta system till liv igen. Oberoende av om Sverige går med eller inte i euroområdet kommer inflationsmålsstyrning vara vägledande: antingen sker den från Riksbanken i Stockholm eller från ECB i Frankfurt.

Till sist, vad jag sett är denna bok unik. Det finns många böcker om inflationsmålsstyrning på den internationella marknaden, men ingen som beskriver så öppet och med så många röster från insidan hur inflationsmålsstyrningen vuxit fram. Bidragen i denna antologi återspeglar den traditionella öppenheten i det offentliga samtalet i vårt land – ett värdefullt inslag i den svenska ekonomisk-politiska miljön. Det nya inflationsmålet med dess krav på rak kommunikation och klar redovisning av motiv och medel ligger väl i linje med denna tradition.

1. Den finansiella revolutionen, 90-talskrisen och inflationsmålet¹

Perioden 1985–95 är unik i svensk stabiliseringspolitik. Då upplevde Sverige först en extrem konjunkturuppgång, »överhettningen«, och sedan en av de djupaste ekonomiska kriserna i fredstid. I samband med konjunkturedgången, omfattande europeisk valutaoro och våldsamma spekulationsattacker mot den fasta kronkursen tvingades Riksbanken att övergå till flytande växelkurs i november 1992. Kort därefter annonserade Riksbanken ett inflationsmål gällande från och med januari 1995. Med detta steg bytte Sverige stabiliseringspolitisk regim. Inflationsmålet eller prisstabilitetsmålet kombinerat med en rörlig växelkurs har sedan dess varit grunden för svensk finans- och penningpolitik. Kronan har haft en flytande växelkurs sedan november 1992 – den längsta perioden med flytande växelkurs i modern tid. Idag, mer än tio år efter prisstabilitetsnormen lanserades, är uppslutningen stark kring principen om en självständig centralbank. Debatten gäller nu om den skall ligga i Stockholm eller i Frankfurt.

Hur bör detta omvälvande förlopp förklaras: dvs. överhettningen 1985–90, den djupa ekonomiska krisen 1990–93, kronans fall i november 1992 och övergången till en pristabilitetsnorm byggd på rörlig växelkurs? Syftet med detta kapitel är att presentera en förklaring till kedjan av dramatiska makroekonomiska händelser. Det utgör därmed en bakgrund för de kapitel som följer, där olika

¹ Detta kapitel bygger främst på kapitel 9 och 10 i Jonung (1999) samt kapitel 26 i Fregert och Jonung (2003). Jag har fått konstruktiva kommentarer från många: Krister Andersson, Urban Bäckström, Bengt Dennis, Klas Eklund, Emil Ems, Klas Fregert, Thomas Hagberg, Carl B Hamilton, Staffan Lindén, Nils Lundgren m.fl. Endast jag är ansvarig för slutsatserna i detta kapitel.

beslutsfattare och observatörer presenterar sina minnesbilder, slutsatser och tolkningar av det penningpolitiska förloppet.

Det bärande temat i kapitlet är att den finansiella revolutionen var drivkraften bakom processen. Detta begrepp står för dels den avregleringsvåg som under 1980- och 1990-talet svepte fram över världsekonomin, dels de nya instrument och tekniker som växte fram på de avreglerade – eller mer precisat – omreglerade finansiella marknaderna. De regleringar av räntor och kreditflöden, vilka tillkom i västvärlden under 1930-talet, under andra världskriget och i början av efterkrigstiden, avskaffades då i land efter land. Avregleringen öppnade för snabb utveckling av den finansiella teknologin. Som följd är idag de nationella marknaderna för lån, valutor och aktier väl integrerade med varandra. Transaktionsvolymerna har vuxit snabbt. De omsätter dagligen ofattbart stora belopp.

Penningpolitiken 1945–85

Låt oss börja med det långa perspektivet. Sveriges Riksbank är den äldsta centralbanken i världen. Den har som regel haft en fast växelkurs som sitt främsta mål, vilket framgår av tabell 1.1. Tabellen, vilken sammanfattar det svenska växelkurssystemets utveckling, tar sin början med införandet av guldmyntfoten och den nya valutaenheten kronan år 1873. Den avslutas med ett frågetecken rörande den svenska valutans framtida uppgång i euron.

Den längsta perioden med fast kronkurs var den klassiska guldmyntfoten 1873–1914. Den föll samman vid första världskrigets utbrott men återkom en kort period under mellankrigstiden. Efter andra världskriget sjösattes ett nytt internationellt växelkurssystem, det s.k. Bretton Woods-systemet, baserat på fasta växelkurser gentemot den amerikanska dollarn. Dollarn var i sin tur kopplad till guldet. Sverige anslöt sig formellt som medlem till IMF i augusti 1951. Växelkursen sattes till 5,17 kronor för dollarn. Riksbanken höll denna kurs i 20 år. Kronans formella koppling till guldet släpptes först 1974. Guldmyntfoten, och därmed en fast växelkurs, har således varit det dominerande växelkursarrangemanget för Sverige under 1900-talet.

TABELL 1.1. Det svenska växelkurssystemet 1873–2003

Åtgärd	Datum
Guldmyntfoten införs. Kronan ny valutaenhet. 1 kg guld = 2480 kronor	1873-05-27
Bankofullmäktige upphäver skyldigheten att lösa in sedlar mot guld	1914-08-02
Guldmyntfoten återinföres de facto.	1922 nov
Guldmyntfoten återinföres de jure.	1924-04-01
Guldmyntfoten överges. Kronkursen flyter	1931-09-27
Kronan knyts till det brittiska pundet. 1 GBP = 19,40 SEK	1933 juni
Kronan knyts till den amerikanska dollarn. 1 USD = 4,20 SEK	1939-08-28
14,3% revalvering mot samtliga valutor och guld. 1 USD = 3,60 SEK	1946-07-13
30,5% devalvering tillsammans med GBP mot USD.	1949-09-19
Svenskt medlemskap i IMF (Bretton Woods) 1 USD = 5,17 SEK	1951-08-31
1% devalvering mot guld, 7,5% revalvering mot USD	1971-12-21
5% devalvering mot guld, 5,6% revalvering mot USD	1973-02-16
Medlemskap i den europeiska valutaormen	1973 mars
Justering av valutakurserna inom ormen, 3% devalvering mot DEM	1976-10-18
Justering av valutakurserna inom ormen, 6% devalvering mot DEM	1977-04-04
Sverige lämnar ormen. 10% devalvering mot ny handelsvägd valutakorg	1977-08-29
10% devalvering mot valutakorgen	1981-09-14
16% devalvering mot valutakorgen	1982-10-08
Ensidig knytning till ECU. 1 ECU = 7,40 SEK	1991-05-17
Växelkursen för kronan flyter	1992-11-19
Kronan försvinner som valuta och uppgår i euron	?

Källa: Fregert och Jonung (2003, s. 428).

Efter Bretton Woods-systemets upplösning experimenterade Sverige med en rad växelkurssystem. Först upprätthölls en fast växelkurs för kronan inom den s.k. valutaormen från mars 1973 till augusti 1977, därefter gentemot en handelsvägd valutakorg från augusti 1977 till maj 1991 och slutligen gentemot EG-valutan ecun från maj 1991 till november 1992. Ecu-kopplingen blev det mest kortva-

riga växelkursarrangemanget under hela 1900-talet. Efter kronans fall på hösten 1992 har valutan varit flytande.

Av tabell 1.1 framgår att det alltid har varit allvarliga makroekonomiska störningar som tvingat Riksbanken att ändra eller överge den fasta kursen. Vid omfattande turbulens har kronans kurs varit flytande under en övergångsperiod, innan Riksbanken åter etablerat en fast kurs. Så var fallet 1914–22 och 1931–33. Nu har kronan varit flytande i mer än tio år, sedan november 1992. Detta är den längsta period som kronan haft en rörlig växelkurs under fredstida förhållanden. Den är således unik och representerar en ny situation för penningpolitiken.

Riksbankens inhemska politik genomgick omfattande förändringar under efterkrigstiden. Andra världskriget utlöste regleringar av den ekonomiska verksamheten, trots att Sverige stod utanför krigshandlingarna. I början av kriget infördes en valutareglering – en åtgärd som då betraktades som temporär, betingad av rådande exceptionella förhållanden. Valutaregleringen var dock i kraft ända till 1989, om än i en uppluckrad version, då den revs som ett led i den finansiella avregleringen och internationaliseringen av svensk ekonomi.

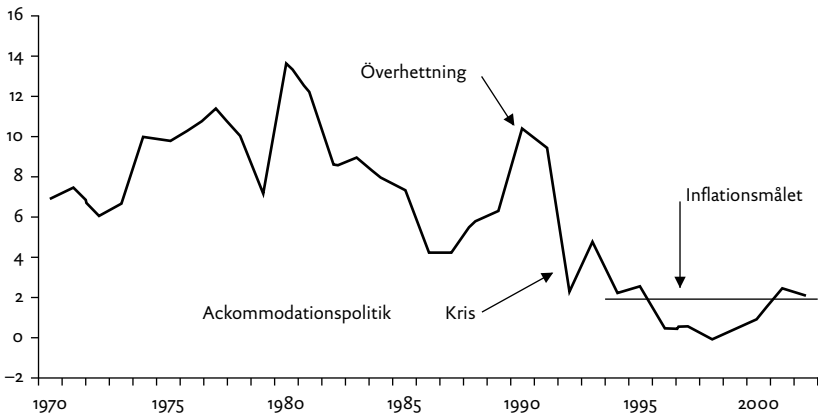
Eftersom Bretton Woods-systemet byggde på kontroll av kapitalrörelserna över gränserna, blev valutaregleringen en integrerad del av den svenska Bretton Woods-regimen. Valutaregleringen blev grundbulten för efterkrigstidens stabiliseringspolitik genom att den avskärmade Sverige från omvärlden på det finansiella planet och tillät en långtgående interventionistisk och selektiv penning- och finanspolitik. I själva verket var valutaregleringen och de inhemska kreditmarknadsregleringar, vilka tillkom under 1950-talet i hägnet av valutaregleringen, den centrala förutsättningen för den svenska modell som växte fram under efterkrigstidens första årtionden.

I skydd av valutaregleringen fick Riksbanken – trots den fasta växelkursen – möjlighet att i viss utsträckning bedriva en kontraktykisk penningpolitik. Medlen bestod av ett väl utvecklat system av regleringar, av såväl formell som informell karaktär. Likviditetskvoter, utlåningstak och månatliga möten mellan affärsbankerna och Riksbanken ingick i medelsarsenalen. Här bestämde Riksban-

ken priset, dvs. räntan, samt fördelningen av och storleken på kapitalströmmarna i den svenska ekonomin. Penningpolitiken subventionerade i första hand den offentliga sektorn och bostadssektorn med låga räntor och riklig tillgång på kapital.

De internationella finansmarknaderna växte emellertid i styrka och gjorde det möjligt att spekulera mot växelkurser som uppfattades som ohållbara. Detta bidrog till att Bretton Woods-systemet bröt samman i början av 1970-talet. Kollapsen markerade slutet för guld-dollarn som ankaret för den svenska prisnivån. Sverige övergick till en ny stabiliseringspolitisk regim, där målet full sysselsättning dominerade över andra mål.

Målet att upprätthålla full sysselsättning i en värld som drabbades av två oljepriscocker, OPEC I (1973–74) och OPEC II (1979–80), bidrog till en s.k. ackommoderande politik. Ackommodationspolitiken innebar att den totala efterfrågan spädades på med expansiv finans- och penningpolitik i syfte att hindra en uppgång i arbetslösheten – mer eller mindre oberoende av typen av störning som drabbade svensk ekonomi. Resultatet blev förutom låg arbetslöshet, hög inflationstakt – se figur 1.1, stora budgetunderskott samt ett flertal devalveringar under perioden 1976–82.



FIGUR 1.1. Inflationstakten 1970–2002. Procent per år.

Källa: SCB

Devalveringspolitiken nådde ett crescendo i samband med den andra oljeprischocken 1979–80. Den borgerliga regeringen devalverade med 10 procent i september 1981. Omedelbart efter valet 1982, då det socialdemokratiska partiet återkom i regeringsställning, genomfördes en offensiv devalvering på 16 procent. Ursprungligen var den tänkt till hela 20 procent. Tanken med denna åtgärd var att Sverige skulle vinna en konkurrensfördel under några år framåt. Sedan skulle devalveringsvägen vara stängd – enligt den politiska retoriken.

1990-talskrisen

Strax efter valet 1985 avskaffade riksbanksfullmäktige den kvantitativa regleringen av bankernas utlåning. Detta steg, den s.k. novemberrevolutionen, utövade ett markant inflytande på det makroekonomiska förloppet under de följande tio åren. Novemberrevolutionen kan av detta skäl utmålas som en viktig vändpunkt i svensk ekonomisk politik – en insikt som dock inte fanns vid den tidpunkt då beslutet togs.² Då uppfattades det snarast som en åtgärd av teknisk natur utan några större förväntade realekonomiska verkningar. Riksbanken betraktade, med rätta, regleringssystemet som föråldrat och ineffektivt. Den bana som svensk ekonomi följde efter 1985 har emellertid gjort avregleringsbeslutet i november 1985 till ett centralt inslag i uppmarschen mot 90-talskrisen och systemskiftet inom stabiliseringspolitiken. Den utgjorde startskottet

² När den dåvarande finansministern Kjell-Olof Feldt 1985 sökte upp statsministern för att diskutera Riksbankens kommande beslut att avreglera, insåg han vidden av förslaget: »Men den politiska innebörden var solklar: det betydde att socialdemokratien efter decenniernas segt motstånd överlämnade en av sina mest symbolfyllda bastioner för styrning av den svenska ekonomin till marknadskrafterna. Även om styrningen under senare år varit just symbolisk kunde det ändå tolkas som en stor eftergift åt den nyliberala ideologin, som vi socialdemokrater under många år ägnat så mycken kraft åt att bekämpa.» Olof Palme svarade: »Gör som ni vill. Jag begriper ändå ingenting.« Därmed var det fritt för Riksbanken att avskaffa utlåningstaket – vilket blev det avgörande steget i avregleringsprocessen. Se Feldt (1991, s. 260).

för krisen, vilken började med en kraftig expansionsfas som efter några år övergick i djup lågkonjunktur några år senare.

Avregleringen påverkade på ett fundamentalt sätt incitamentsstrukturen för såväl låntagarna som långivarna och därmed deras beteende. När avregleringen genomfördes, fanns vid rådande ränteläge starka incitament för företag och hushåll att öka sin upplåning, både i Sverige och i utlandet. De stod redo att ta på sig en större skuldsättning. Avregleringen förändrade också miljön för långivarna. De hamnade i en öppnare och mer aggressiv konkurrens om marknadsandelar än tidigare. Långivarna anpassade sig genom att expandera kreditgivningen. Samtidigt var kunskaperna om riskhantering och sunt finansiellt beteende bristfälliga hos såväl långgivare som låntagare i den nya finansiella värld som öppnades av avregleringsbeslutet 1985.

Den ändrade incitamentsstrukturen bidrog till att bankernas utlåning raskt ökade under åren 1986–88. Kreditströmmarna kanalisades i betydande utsträckning till tillgångsmarknaderna, dvs. till marknaderna för fastigheter och aktier. Den privata sektorn, som tidigare varit ransonerad på kreditmarknaden, utnyttjade det växande värdet på sina reelltillgångar som underlag för ytterligare belåning. Följden blev att tillgångspriserna, dvs. aktie- och fastighetspriserna, ökade långt kraftigare än konsumentpriserna. Börsindex rusade i höjden i »champagneyrans« under senare hälften av 1980-talet.

Processen underlättades av en stigande inflationstakt under dessa år. Prisstegringstakten kulminerade 1990. Se figur 1.1. Inflationförväntningarna följde uppgången i inflationstakten. Realräntan, dvs. räntan efter skatt och inflation, befann sig på en nivå under noll procent för många placerare genom kombinationen av hög inflation, höga inflationsförväntningar och konstruktionen av det rådande skattesystemet. De låga, ofta negativa, realräntorna gjorde det frestande att ta lån – såväl inom landet som utomlands – för att finansiera investeringar och konsumtion. Se figur 1.2. Slutresultatet av dessa olika krafter blev en finansiell bubbla i svensk ekonomi byggd på vad som senare avslöjades som en jättelik överskuldsetting inom den privata sektorn – och motsvarande överutlåning



FIGUR 1.2.

Förväntad realränta efter skatt (streckad linje) och faktisk realränta (heldragen linje) 1988–93. Procent.

Kommentar: Den kraftiga uppgången i realräntan, den s.k. realräntechocken, låg bakom fallet i tillgångspriserna. Realräntechocken blev därmed den främsta drivkraften bakom den finansiella krisen.

Källa: Fregert och Jonung (2003, s. 498)

inom det finansiella systemet. Ingen ansvarig beslutsfattare såg detta i tid.³

Den nya incitamentsstrukturen, »miljön«, för låntagarna och långgivarna skapade således en kraftig kreditpolitisk impuls vilken i sin tur blev en central faktor bakom överhettningen. Denna expansiva impuls neutraliserades inte genom motverkande ekonomisk-politiska åtgärder. Resultatet blev att svensk ekonomi hamnade i ett finansiellt »drivhus«. Stabiliseringspolitiken i kombination med avregleringen, vilken bör betecknas som en strukturell åtgärd, blev därmed den främsta förklaringen till överhettningen, kostnads krisen och de finansiella obalanserna i form av överskuld sättn ing och överutlåning under den senare hälften av 1980-talet.

³ Se bl.a. Bäckström (1993, 1998) och Söderström (1996) för analyser av 90-talskrisen ur ett finansiellt perspektiv där tonvikten ligger på effekterna av ändrade tillgångs priser på hushållens, företagens och bankernas balansräkningar.

Åren med starkt expansiv politik (1986–89) följdes av en period med kraftigt kontraktiv politik (1990–92). Efter valet 1988 vidtogs en serie åtgärder. I juni 1989 infördes ett tvångssparande för privatpersoner och företag. I februari 1990 föreslog regeringen två års frysning av löner, priser och utdelningar samt skärpt lagstiftning mot strejker. Stoppaketet utlöste en regeringskris. Regeringen Ingvar Carlsson avgick. Kjell-Olof Feldt efterträddes av Allan Larsson på posten som finansminister i den nya socialdemokratiska regeringen som Ingvar Carlsson bildade. Den nye finansministern tog över en ekonomi som visade allt starkare tecken på att glida in i en djup kris. I oktober 1990, i samband med en kronkris, kom ett nytt åtstramningspaket. Samtidigt annonserade regeringen, i syfte att stabilisera förväntningsbildningen, att Sverige skulle ansöka om medlemskap i EU. Som en följd av närmandet till EG övergav Riksbanken valutakorgen och band kronan ensidigt till ecun i maj 1991.

Många faktorer bidrog till nedgången. Skattereformen 1990–91 gjorde låntagande mindre attraktivt. Den tyska återföreningen presade upp det europeiska ränteläget. Kronan utsattes för en rad spekulativa attacker, vilka återspeglade ett minskat förtroende för den fasta kronkursen. Riksbanken tvingades värna om den fasta kronkursen genom högre räntenivå i Sverige än i omvärlden.

Den snabba uppgången i realräntan, realräntechocken, underminerade det finansiella systemet. Se figur 1.2. Ökningen i realräntan ledde till fallande tillgångspriser, vilket undergrävde låntagarnas balansräkningar. Låntagare visade sig oförmögna att betala räntor och amorteringar på sina skulder. Bankerna gjorde gigantiska förluster på sin långivning. Flera av dem hade tagit korta lån i utländsk valuta och bundit sig genom en långsiktig utlåning i svensk valuta. Uppgången i realräntan ledde till att svensk ekonomi kom att stå med en för stor kapitalutrustning i början av 90-talet, främst i form av kontorsfastigheter och bostäder. Omvärderingen av priset på fastigheter medförde ett abrupt investeringsstopp inom byggnadssektorn – en sektor som tidigare betraktats som en motor i svensk ekonomi. Samma mönster återkom, fast svagare, inom praktiskt taget hela den svenska ekonomin.

Den öppna arbetslösheten steg dramatiskt under dessa år; från en internationellt sett låg nivå kring 2–4 procent i början av decenniet till ett läge nära OECD-genomsnittet med över 8 procents öppen arbetslöshet. Sysselsättningen minskade kraftigt. Byggsektorn drabbades hårdast. Antalet konkurser blev rekordartat. Inflationstakten mätt med konsumentprisindex drevs ner till låga nivåer: från en topp på 10 procent år 1990 till under två procent i mitten av 1990-talet. Se figur 1.1. Index för tillgångspriser visade på en avsevärd deflation, dvs. ett faktiskt prisfall. Krisen förde automatiskt med sig fallande skatteintäkter och snabbt stigande utgifter för främst den växande arbetslösheten och stödet till det finansiella systemet. En skenande statsskuld kom som ett brev på posten genom budgetens stora konjunktürkänslighet.

Den inhemska utvecklingen med finanskris, produktionsbortfall, stigande arbetslöshet och växande budgetunderskott undergrävde trovärdigheten för den fasta växelkursen. Stabiliseringspolitiken hamnade i ett svårt dilemma där hänsyn till externa förhållanden, dvs. till kronans växelkurs, krävde höga räntor, medan hänsyn till inhemska förhållanden, dvs. till bankkrisen, talade för låga räntor. Ju mer Riksbanken strävade efter att försvara den fasta kursen genom »räntevapnet«, desto djupare blev den inhemska krisen.

I samband med oron på de europeiska valutamarknaderna i september 1992 sökte Riksbanken bevara den fasta växelkursen med kraftigt höjda räntor. Marginalräntan hamnade under en kort tid på 500 procent. Regering och opposition enades om två gemensamma krispaket i syfte att försvara den fasta kronkursen och undvika devalvering. Riksbankschefen Bengt Dennis spelade en högst aktiv roll i denna process.⁴ Kronförsvaret bröt samman den 19 november 1992 i samband med en massiv spekulationsattack. Kronan fick en rörlig kurs och deprecierade initialt med ett tiotal procentenheter. Försvagningen av kronan fortsatte under de följande åren.

Regeringens och Riksbankens strategi, som vilade på den fasta kronkursen, blåstes bort av kronfallet. Nu omformulerades strate-

⁴ Dennis (1998, s. 57–96). Se också Carl B. Hamiltons och Ulrika Stuarts beskrivning av relationen mellan Riksbanken och finansdepartementet i kapitel 3.

gin för stabiliseringspolitiken i syfte att finna ett nytt ankare. Finansministern Anne Wibble annonserade nästan omedelbart att den fasta växelkursen borde ersättas med en inflationsnorm. Hon såg en sådan norm som ett sätt att fullfölja regeringens politik för att nå låg inflation och befästa de framgångar som inflationsnedtagningen åstadkommit.

Inom Riksbanken konkretiserades den nya normen. I januari 1993 deklarerade riksbanksfullmäktige på eget initiativ – efter samråd med finansministern – prisstabilitet som ett »övergripande mål för penningpolitiken«. Målet preciserades »som att förändringen i konsumentprisindex från och med 1995 begränsas till 2 procent, med en tolerans om plus/minus 1 procentenhet«. En ny era i svensk stabiliseringspolitik tog sin början grundad på ett klart angivet inflationsmål och flytande kronkurs. Riksbanken inspirerades av internationella förebilder, främst av Kanada, Nya Zeeland och Storbritannien som tidigare övergått till inflationsmålsstyrning, s.k. *inflation targeting*. Detta är den strategi som i stort sett alla ledande centralbanker följer idag.

Den akuta nedgången hävdades genom kronans depreciering. Svensk ekonomi vände uppåt under 1993. Som fallet hade varit efter devalveringarna under 1970- och 1980-talet ökade exporten och produktionen. Krisen, som lämnade djupa spår i form av hög statsskuld och bestående hög arbetslöshet under resten av 1990-talet, blev den djupaste under efterkrigstiden. Den är närmast jämförbar med 1930-talskrisen i termer av produktionsbortfall. Se tabell 1.2. Av tabellen framgår att 90-talskrisen var den mest långvariga av alla kriser som drabbat Sverige under 1900-talet.

Varför försvarades den fasta kursen så energiskt?

Flera valutor med fast växelkurs blev föremål spekulation under september 1992. Storbritannien, Italien och Finland såg sig tvingade att övergå till rörlig växelkurs denna månad. Sverige avvek från detta mönster genom att det svenska politiska etablissemanget slöt upp bakom den fasta kursen. Hur bör kronförsvaret under denna tid förklaras? Svaret finns att söka främst i erfarenheterna av deval-

TABELL 1.2. Produktionsförlusterna under de sex djupaste ekonomiska kriserna i Sverige under 1900-talet

Kris	Produktionsförlust under krisen (Procentenheter)
Krisen 1907–08 (1907–08)	11,6
20-talskrisen (1921)	9,6
30-talskrisen (1931-33)	15,6
Första oljekrisen – OPEC I (1976-78)	7,8
Andra oljekrisen – OPEC II (1980-82)	1,1
90-talskrisen (1990-93)	13,5

Kommentar: Produktionsförlusterna är definierade som den sammanlagda differensen mellan trendtillväxt (här lika med den genomsnittliga tillväxten fyra år innan krisen) och faktisk tillväxt till dess att den faktiska tillväxten åter blir lika hög som den trendmässiga. Årtalen inom parentes visar perioden då tillväxten var lägre än trenden.

Källa: Fregert och Jonung (2003, s. 494).

veringspolitiken under åren 1977–82. Den centrala lärdomen från denna tid blev att Sverige borde undvika en »löskurspolitik« och övergå till en fastkurspolitik. Devalveringarna hade inte löst Sveriges långsiktiga ekonomiska problem, utan maskerat dem under kortare tid. Den fasta växelkursen skulle, som ankare för penningpolitiken, vara ett medel att uppnå låg inflation och därmed skapa förutsättning för god tillväxt och sysselsättning.

Fastkurspolitiken skulle koppla Sverige till länder med låg inflation. Därmed skulle svensk inflation bli lika låg som i Tyskland, det land som dominerade valutasamarbetet på kontinenten. Detta synsätt, där låg inflation, ibland betecknat som prisstabilisering, ses som det övergripande målet för den ekonomiska politiken och fast växelkurs som medlet för att nå målet, förespråkades bl.a. i SNS Konjunkturråds rapporter från 1985 fram till 1992. Fastkurspolitiken accepterades med tiden av i stort sett hela ekonomkåren och av de politiska partierna.

En rad ekonomisk-politiska åtgärder under de närmast följande åren kan tolkas som inspirerade av detta synsätt. Allan Larsons

finansplan i januari 1991 innehöll ett klart retoriskt stöd för en låg-inflationspolitik genom att ge högre prioritet åt låg inflation än åt full sysselsättning. Den socialdemokratiska regeringen vidtog ett antal finanspolitiska åtstramningar efter valet 1988 för att skapa trovärdighet för den ekonomiska politiken, dvs. för den fasta växelkursen för kronan.

De borgerliga partierna sög upp normfilosofin när de befann sig i opposition. Inför valet 1991 utarbetade moderaterna och folkpartiet ett ekonomiskt-politiskt program, *Ny start för Sverige*, som lade tyngdpunkten på tillväxt- och utbudspolitik, dvs. på strukturella reformer, avreglering och privatisering. Programmet vilade bland annat på en fast växelkurs för kronan och föreslog även en mer självständig ställning för Riksbanken. *Ny start för Sverige* kan läsas som en reaktion på devalveringspolitiken under 1970- och 1980-talen.

Den borgerliga regering, vilken tillträdde efter valet 1991 var således fast besluten att inte använda växelkursändringar, dvs. devalveringar, som ett ekonomisk-politiskt medel. Anne Wibble (1994, s. 23) hänvisar till sin egen erfarenhet av de tidigare devalveringarna:

Regeringen hade från första början gjort den fasta växelkursen till ett ankare i den ekonomiska politiken. Jag hade från min tid som politisk tjänsteman under tidigare borgerliga regeringar egen erfarenhet av att återkommande devalveringar inte löste några problem. Den socialdemokratiska regeringen hade efter sin jättedevalvering 1982 gjort klart att nu fick det vara nog. Nya devalveringar skulle urholka Sveriges trovärdighet. Dessutom hade riksbanksfullmäktige den 17 maj 1991 knutit den svenska kronan till ecu-index, den korg som bildats av EG-ländernas valutor som en ytterligare markering av den fasta växelkursen. På denna punkt var vi helt inställda på att fullfölja den tidigare regeringens politik.

När Anne Wibble som nybliven finansminister mötte den akuta krisen, såg hon som sitt huvudmål att skapa trovärdighet för den fasta växelkursen. Medlet var att begränsa budgetunderskottet genom

höjda skatter och sänkta utgifter. Åtgärder mot budgetunderskottet skulle »öka förtroendet och ge utrymme för räntesänkningar«.

Att sanera budgeten blev också ledstjärnan i den första krisuppgörelsen som träffades mellan den borgerliga regeringen och den socialdemokratiska oppositionen i september 1992 när kronan stod under spekulativt tryck. När budgetsaneringsvägen visade sig politiskt svår att följa, sökte regeringen och oppositionen genomföra en »intern devalvering« genom sänkta arbetsgivaravgifter i det andra krispaketet i september 1992. Finansdepartementet planerade för ytterligare intern devalvering, men dessa planer skrinlades när kronan fick en flytande växelkurs i november 1992.

Ett skäl till att såväl den socialdemokratiska regeringen före 1991 års val som den borgerliga regeringen efter detta val styrdes så starkt av erfarenheterna av devalveringspolitiken var att det saknades kunskap om den typ av förlopp som följer en finansiell avreglering. Detta framgår tydligt av de prognoser som publicerades före och under krisen av olika prognosmakare.

Bankerna med sina ekonomiska sekretariat, vilka borde ha haft ett starkt egenintresse av att förutspå den finansiella krisen, förmodade inte varna för de annalkande svårigheterna. De officiella prognoserna från Konjunkturinstitutet, Riksbanken och finansdepartementet under krisperioden visade sig som regel vara djupt missvisande. De byggde på makromodeller konstruerade med hjälp av teorier och data från tiden när kreditmarknadsregleringarna var i kraft. Prognosmodellerna innefattade inte de variabler, i första hand olika finansiella storheter, som skapade 90-talskrisen. De var oförmögna att hantera en process driven av uppgången i realräntan, värdefallet på tillgångsmarknaderna, internationella valutakriser och valutaspekulation. Prognosfelen blev därför allvarligare ju djupare krisen utvecklades.

Den makroekonomiska utvecklingen överraskade de beslutsfattare som var ansvariga för stabiliseringspolitiken. De förbluffades av styrkan såväl i uppgångsfasen som i nedgångsfasen av konjunkturen. Feldt (1994, s. 67) beskriver bristen på goda prognoser i början av 1990-talet på följande sätt:

Det torde numera vara klarlagt att varken den socialdemokratiska regeringen under sina sista år eller den år 1991 nytillträdda borgerliga koalitionen var medveten om vilken ekonomisk avgrund som öppnade sig framför dem.

Bengt Dennis (1998, s. 213), riksbankschef under dessa år, gör en likartad bedömning av krisen i det finansiella systemet:

Riksbanken förutsåg lika litet som Finansinspektionen och Finansdepartementet en bankkris av den omfattning och det djup som följde. Vi såg tidigt ökande problem i den finansiella sektorn men väntade oss ett lugnare förlopp av den sanering som måste till.

De finansiella marknaderna, dvs. räntan och de finansiella flödena, hade varit reglerade sedan andra världskriget – så länge att ekonomer och politiker hade glömt vilken roll finansmarknaden kan spela om den är fri och öppen. Det saknades helt enkelt insikt om stabiliseringspolitikens förutsättningar i ett Sverige som var finansiellt integrerat med omvärlden. Insikten hade försvunnit bakom valuta-regleringens tjocka murar 1939–89.

Lärdomar av krisen

Varje större ekonomisk kris leder till ett nytänkande rörande den ekonomiska politiken. Så är fallet med 90-talskrisen. Den blev en katalysator för det stabiliseringspolitiska tänkandet och därmed för den stabiliseringspolitiska lagstiftningen. Ingen annan ekonomisk kris under 1900-talet har gett upphov till så omfattande ändringar i den juridiska ramen för penning- och finanspolitiken.⁵

Den väsentliga lärdomen av 90-talskrisen rörande penningpolitiken och valutapolitiken är att Riksbanken bör ha ett klart definierat och lagfäst inflationsmål – även rubricerat som pristabilitetsmål – för sin verksamhet. Med ett sådant mål följer också att Riksbanken

⁵ 1930-talets kris medförde visserligen en ny syn på stabiliseringspolitiken. Den gav dock inte upphov till några större ändringar i det juridiska regelverket kring stabiliseringspolitiken liknande dem som genomfördes under 1990-talet.

bör ha en självständig ställning, vilken minskar möjligheten för regeringen eller andra intressen att påverka penningpolitiken, samt att kronan ska ha en rörlig växelkurs.

Dessa lärdomar inarbetades med tiden i lagstiftningen rörande Riksbanken. Ramen för penningpolitiken förändrades genom den riksbankslag som trädde i kraft 1999, där Riksbanken gavs en självständigare ställning och ett lagfäst prisstabilitetsmål. Enligt den nya lagen är målet för Riksbanken »att upprätthålla ett fast penningvärde«. Riksbanken fick samtidigt en direktionsstruktur av medlemmar, vilka inte tillsattes på politiska mandat. Med dessa regeländringar är stabiliseringspolitiken tillbaka i ett läge som påminner mer om guldmyntfotens spelregler än om den institutionella ram som gällde under perioden 1939–89 – den period då valutaregleringen härskade och Sverige var mer eller mindre avskärmat från internationella kapitalrörelser.

Finanspolitiken har också blivit föremål för fundamentala regeländringar, bl.a. infördes en s.k. rambeslutsmodell med utgiftstak för statsbudgeten i mitten på 1990-talet, vilken begränsade riksdagens möjligheter att på egen hand öka utgifter och bedriva en keynesianskt inspirerad finanspolitik. De stora budgetunderskotten från OPEC I- och OPEC II-krisen tolkades som utfallet av dålig eller svag budgetdisciplin.⁶ Finanspolitiken tilldelades därmed en mer undanskymd roll. Det genomgående draget i omtänkandet är tron på fasta institutionella spelregler som medel för att uppnå ett bättre makroekonomiskt utfall. Lagstiftningsarbetet har betonat långfristighet på bekostnad av den kortfristighet som stabiliseringspolitiken ansågs ha haft tidigare.

Dessa lärdomar drogs främst *efter* kronförsvarets sammanbrott 1992, men byggde i betydande utsträckning på erfarenheter och forskning från tiden före kronfallet. Så länge växelkursen för kronan låg fast var den verbala uppslutningen bakom fastkurspolitiken

⁶ Det finns skäl att ställa sig frågande till tolkningen. Budgetunderskotten under 1970- och 1980-talen kan också betraktas som resultatet av att svenska politiker såg full sysselsättning som det främsta målet för stabiliseringspolitiken. Givet detta mål var ansvariga politiker redo att acceptera stora budgetunderskott. De var således en konsekvens av valet av mål för stabiliseringspolitiken, inte ett utslag av »slapp« budgetprocess.

i det närmaste total. Kronfallet och den flytande växelkursen öppnade för ny debatt, nya utredningar och nytt synsätt.⁷ Med en viss tidsfördröjning transformerades lärdomarna av 90-talskrisen till ändrad lagstiftning rörande Riksbanken och budgetprocessen under åren 1996–98.

Vems var felet?

Varje ekonomisk kris utlöser en jakt på vem som är ansvarig. Detta är ett klassiskt mönster som också dök upp i Sverige efter kronans fall. Traditionellt hamnar skuldbördan hos dem som innehar den politiska makten när krisen bryter ut, i det här fallet den borgerliga fyrpartiregering som tillträdde efter valet i september 1991.⁸ Regeringen Bildt övertog emellertid de djupa makroekonomiska obalanser som hade byggts upp under 1980-talets senare hälft. Dessa, som blommade ut under 1991–93, ledde till att mandatperioden 1991–94 präglades av den djupaste lågkonjunktur som registrerats under efterkrigstiden. Det borgerliga regeringsinnehavet knäcktes av den ekonomiska krisen. Efter valet 1994 återkom det socialdemokratiska partiet till makten.

Att lägga skulden på den borgerliga regeringen för att den fick ärva den tidsinställda finansiella krisbomben som briserade mindre än ett år efter makttillträdet, är att maskera de långsiktiga drivkrafterna bakom krisen. Ingen regering, hur kraftfull och beslutsam den än må vara, kan på mindre än ett år skapa en så djup och långvarig nedgång som 90-talskrisen. Dess rötter går långt tillbaka i tiden. Fröet slog rot under 1940-talet med valutaregleringen och växte vidare under 1950-talet genom nya kontroller över räntor och kre-

⁷ Mönstret känns igen från tidigare tillfällen när kronan lämnat en fast växelkurs och blivit flytande. Den stabiliseringspolitiska debatten blommade upp under första världskriget efter Sverige lämnat guldmyntfoten vid krigsutbrottet 1914. Så blev också fallet efter Riksbankens beslut att lämna mellankrigstidens guldmyntfot i september 1931.

⁸ Samma öde drabbade den borgerliga regering under Torbjörn Fälldin som kom till makten efter valet 1976. Den ställdes omedelbart inför problemet att hantera kostnads-krisen skapad av den expansiva överbyggningspolitiken under den föregående socialdemokratiska regeringen. Debatten gällde då det »dukade bordet«, vilket vid närmare granskning visade sig vara avdukat.

ditflöden. När Sverige till slut – senare än övriga västländer – avreglerade sina finansiella marknader 1985–89 borde detta steg ha kombinerats med åtgärder som dämpade den efterfrågeexpansion som skapades genom att kreditslussarna öppnades på vid gavel. Denna åtstramning kom dock inte till stånd i tid, dvs. samtidigt som avregleringen genomfördes under senare hälften av 1980-talet.⁹ För detta vilar ansvaret på de beslutsfattare som utformade avregleringen och den ekonomiska politiken under 1980-talets senare hälft.¹⁰

Regeringen Bildt har kritiserats hårt för den lavinartade ökningen i statsskulden i början av 90-talet. Underskotten har emellertid blivit föremål för olika tolkningar. Ett synsätt, främst representerat av IMF, hävdade att budgetunderskotten var ett primärt problem som måste bekämpas kraftfullt även under den brinnande krisen.¹¹ Ett annat synsätt, hämtat från teorin om s.k. skattesatsutjämning (*tax smoothing*), rekommenderar att staten under extrema kriser – och 90-talskrisen var extrem, se tabell 1.2 – bör förlita sig på upplåning för att finansiera budgetunderskott, inte på höjda skatter. Skälet är att ett höjt skattetryck under krisförhållanden försvårar ekonomins möjligheter att återhämta sig. Om krisen dessutom analyseras i ett balansräkningsperspektiv, blir även här slutsatsen att staten borde ta över de stora förluster som uppstod i den finansiella sektorn i syfte att stabilisera det finansiella systemet och därmed samhälls-ekonomi. De två sistnämnda teoribildningarna ger starkt stöd för lånefinansieringen och expansionen av statsskulden under 90-talskrisen.¹²

⁹ Det s.k. bokslutet för 1990-talets finans- och penningpolitik som publicerades av finansdepartementet som bilaga 5 till 2001 års ekonomiska vårproposition kan läsas som ett försök att skriva krisens historia ur den dåvarande regeringens perspektiv.

¹⁰ I efterhand kan man diskutera om det överhuvudtaget var möjligt för de ansvariga för stabiliseringspolitiken att genomföra den nödvändiga åtstramningen – givet beslutet att avreglera 1985. Klart är dock att den finansiella bubblan hade blivit mindre genom en tidigare lagd skatteomläggning och genom mindre subventioner till bostadssektorn. Högre räntor, vilket skulle ha krävt en flytande växelkurs för kronan redan 1985, hade med största sannolikhet skapat ett lugnare förlopp. Ett sådant radikalt steg låg dock inte inom ramen för det politiskt möjliga vid denna tidpunkt. Det tvingades fram, nästan exakt på dagen sju år senare, efter avregleringsbeslutet i november 1985.

¹¹ För IMF:s syn på budgetunderskotten under 90-talskrisen, se bl.a. kapitel 4 och 5.

¹² Se här diskussionen i appendix 6 i Jonung (1999) kring budgetpolitiken under krisen samt analysen av krisen i Söderström (1996).

Frågan återstår dock: hur stora budgetunderskott var rimliga under 90-talet. Något entydigt svar här ännu inte lämnats. Erfarenheterna från andra länder än Sverige, vilka genomlevt finans- och bankkriser under 1990-talet, har undergrävt IMF:s syn. IMF:s rekommendationer om finanspolitisk åtstramning har visat sig vara en väg att fördjupa kriser. Mycket tyder på att IMF gjorde samma misstag i sin bedömning och i sina råd till svenska beslutsfattare under 90-talskrisen.

Det internationella krismönstret

Som påpekats ovan fanns knappast någon förståelse bland beslutsfattare, politiker och ekonomer för styrkan i de mekanismer som drev krisförloppet när den ekonomiska nedgången kom i Sverige och när den fasta kronkursen började attackeras i början av 1990-talet. Idag är kunskapsläget ett annat. Den typ av kris som drabbade Sverige för tio år sedan har gått i repris i många länder – förutom i Finland och Storbritannien på hösten 1992 – i flera europeiska länder sommaren 1993, i Mexiko 1995, i Asien 1997, Ryssland 1998, Brasilien 1999, Turkiet 2001 och Argentina 2002.¹³

Gemensamt för alla dessa kriser är ett mönster av »boom-and-bust« – en form av finansiell bubbla. »Boom«, dvs. en stark högkonjunktur, har drivits av en snabb uppgång i kreditgivningen samtidigt som växelkursen varit fast. Den utlösande faktorn har varit en avreglering av finansmarknaderna, vilken öppnat för kapitalimport över gränserna. Det har blivit lätt och lönsamt att låna, och därmed att investera och spekulera i aktier och fastigheter. Hushåll och företag har skuldsatt sig djupt till utlandet. Risktagandet har ökat hejdlöst liksom den inhemska konsumtionen och inflationen. Räntorna har framstått som låga. Hela ekonomin har överhettats av den våg av optimism och spekulation som sköljt fram.

Enligt det internationella krismönstret har sedan den finansiella bubblan spruckit. »Boom« har övergått till »bust«. Någon typ av störning har förändrat omvärldens syn på landet ifråga. Kapitalflö-

¹³ Se Kokko (1999) för en jämförelse mellan kriserna i Asien och Norden.

det har vänts från ett inflöde till ett utflöde. Den fasta växelkursen har satts under tryck av valutaspekulanter – vilka tack vare den finansiella avregleringen har kunnat mobilisera oanade resurser. Kreditexpansionen har brutits. Tillgångspriserna har fallit snabbt. Bankkriser, konkurser, stagnation och växande budgetunderskott har blivit följden.

För att värna den fasta växelkursen har centralbanker världen över valt att höja sina räntor – ett steg som ytterligare förstärkt nedgången genom att förvärpa situationen för de skuldsatta. Ju hårdare den fasta växelkursen har försvarats med stigande räntor, desto djupare har den inhemska ekonomin sjunkit. Till slut har den fasta kursen övergivits och valutan fått flyta fritt. Då har grunden för återhämtningen lagts.

Exakt så utvecklades det svenska förloppet 1985–93. Startskottet var den avreglering som Riksbanken genomförde i november 1985. Den öppnade för snabb expansion av affärsbankernas utlåning under de följande åren och en kraftig »boom«. Den följdes av en fas med »bust« som slutade med kronans fall på hösten 1992. I ljuset av det internationella krismönstret är det uppenbart kronans fall främst orsakades av den enorma överhettningen av svensk ekonomi i slutet av 1980-talet. Länder som finansiellt avreglerat och *samtidigt* bedrivit stram ekonomisk politik har undvikit djup kris och förödande valutaspekulation.

Jämförelser mellan den ekonomiska utvecklingen i de nordiska länderna under 1980- och 1990-talet styrker denna tolkning. Norge, Sverige och Finland avreglerade sina finansiella marknader på ett sådant sätt att resultatet blev djup ekonomisk kris. Danmark å andra sidan är ett exempel på ett land som avreglerade och förde en stram stabiliseringspolitik. Danmark undkom därmed en större valuta- och bankkris liknade de som bröt ut i Norge, Finland och Sverige.¹⁴

¹⁴ Se här analysen för Danmark av Vastrup (2003), för Norge av Steigum (2003) och för Finland-Sverige av Englund och Vihriälä (2003) samt Jonung, Kiander och Vartia (2003). Dessa rapporter ingår i en kommande bok över den ekonomiska krisen i Finland och Sverige.

Sammanfattning

Den finansiella avregleringen, som tog ett avgörande steg i Sverige i november 1985, blev startskottet för en s.k. boom-bust cykel i Sverige. Den lade grunden för det dramatiska förlopp som gav Sverige en rörlig växelkurs och därmed en inflationsmålsnorm. I den senare fasen av denna cykel sveptes den fasta växelkursen bort av de krafter som släpptes lösa under avregleringen 1985–89. Den finansiella revolutionen undergrävde förutsättningarna för en återgång till fast växelkurs efter kronfallet. Övergången till inflationsmålsstyrning blev det enda alternativ som återstod för Riksbanken. Den gjorde dygd av nödvändigheten, dvs. av de nya förutsättningarna för stabiliseringspolitiken. Denna dygd har sedan kodifierats i lagstiftningen kring Riksbanken.

Den finansiella revolutionen är en unik företeelse i svensk ekonomisk och politisk historia. Det finns ingen liknande episod att gå tillbaka till. Detta faktum förklarar mycket. Det förklarar varför svenska ekonomer, politiker och beslutsfattare ignorerade de finansiella aspekterna så länge. Det förklarar varför en fast men justerbar kronkurs inte längre är ett alternativ för svensk penningpolitik. Det förklarar varför förloppet blev så våldsamt och kom så överraskande. Det förklarar varför krisens orsaker och karaktär från början var omstridda och tolkades olika.

Nu i början av 2000-talet finns helt andra förutsättningar att komma fram till en gemensam grundsyn på 90-talskrisen, en grundsyn som bygger på den finansiella revolutionen. Ett skäl är att den svenska krisen idag framstår som en av många finanskriser, dvs. som en bank- och valutakris – inte som någon unik svensk kris. Det som hände i Sverige 1985–95 har också inträffat senare i andra länder, vilka avreglerat sina finansiella system och öppnat för internationella kapitalflöden – och samtidigt behållit en fast men justerbar växelkurs. Asienkrisen i slutet av 90-talet har gemensamma drag med kriserna i Europa i början av årtiondet. Den fasta växelkursen var även här förutsättningen för krisförloppet. Den växelkurs som en gång i tiden betraktades som ankaret blev istället den mina som sänkte skeppet.

Den djupa och långvariga 90-talskrisen genererade centrala lärdomar för stabiliseringspolitiken, vilka på kort tid kodifierades i nya spelregler för finans- och penningpolitiken i Sverige. Lärdomarna präglar således dagens svenska stabiliseringspolitik. De styr också dagens debatt om vårt framtida valutasystem.

* * *

Ett självcentrerat efterord

De följande kapitlen i denna bok kan läsas som korta ekonomisk-politiska memoarer. Författarna rapporterar sina observationer, erfarenheter och slutsatser rörande de ekonomisk-politiska händelserna, i vissa fall grundade på detaljerad granskning av arkivmaterial. Jag hade förmånen att nära följa krisförloppet som ekonomisk rådgivare till statsministern under 1992–94. Min uppgift var att analysera den ekonomiska utvecklingen och förse statsministern med synpunkter, rekommendationer och idéer. Det var en blygsam roll. Den gav inget operativt ansvar och den är inte värd närmare diskussion här.

Tillåt mig dock att redovisa min grundläggande syn på strategin för svensk stabiliseringspolitik. Min forskarbana inledde jag med att studera penningpolitik och penningmängd i Sverige ur ett långsiktigt perspektiv. Arbetet förde mig in på de ekonomiska kriserna under 1920- och 1930-talet, där jag stötte på Knut Wicksells teorier och förslag rörande prisstabilisering. Hans teori låg bakom det prisstabiliseringsprogram, som Sverige antog när kronan tvingades bort från den fasta kursen till guldets i september 1931 och växelkursen blev flytande. Då annonserade regeringen att kronans köpkraft skulle hållas konstant, dvs. Riksbanken skulle upprätthålla en konstant prisnivå. Sverige blev därmed det första land som explicit gjort prisnivåstabilisering till norm för penningpolitiken och är fortfarande det enda land som gjort så. Programmet fungerade förhållandevis väl och bidrog till att mildra den ekonomiska krisen under den tid som det var i kraft (Jonung (1977)). Med tiden övergick dock Riksbanken till fast växelkurs och prisstabiliseringen underordnades den fasta kronkursen.

Wicksells analys och argumentering fångade mig. När Sverige valde att devalvera under 1977 och lämna bindningen till D-marcken såg jag ett tillfälle att slå ett slag för hans tankar, mer precist att rekommendera en rörlig kronkurs kombinerad med en prisstabiliseringsnorm. Wicksells norm med målet att hålla prisnivån helt stabil, dvs. eliminera inflationen, fann jag svår att följa i den praktiska penningpolitiken. Den kunde inte förväntas arbeta med sådan precision att döma av dåtidens forskning om penningpolitikens effekter. En viss flexibilitet behövdes, vilket jag tyckte talade för en låg inflationstakt inom ett klart angivet område.

I en artikel i *Ekonomisk Debatt* 1978 med rubriken »En stabil stabiliseringspolitik« utvecklade jag tankegången närmare: »Sammanbrottet för det internationella valutasystemet har försvagat stödet för den fasta växelkursen som norm«. Normen bör istället gälla prisnivåns utveckling: »Det finns goda skäl att välja som norm en inflationstakt, som ligger inom ett intervall mellan 0 och 2 procent per år. Smärre variationer i inflationstakten och säsongsmässiga svängningar är då tillåtna inom detta band.« (Jonung (1978)). Jag förvånas idag över hur nära mitt förslag ligger det band som Riksbanken valde 15 år senare. Det är lika stort. Riksbankens »riktkurs« är dock en procentenhet högre.¹⁵ Min tilltro vid denna tid till penningpolitikens förmåga att styra inflationstakten var överdrivet stor: »När sedan riksbanken skaffat sig mer erfarenhet kan bandet eventuellt minskas i omfång.«

Jag var väl medveten om att normen inte kunde införas utan en rad fundamentala förändringar: Riksbanken behövde göras mer självständig, kronkursen behövde vara »helt fri«, normen måste »ha ett starkt stöd av regeringen och riksdagen«, en infasningsperiod behövdes troligen, budgetpolitiken och löneavtalen måste underordnas prisstabiliseringsnormen mm. Vidare framförde jag »Det krävs en ändring i attityder och kunskap hos stora grupper för att ett prisstabiliseringsprogram skall lyckas«. Argumenten hämta-

¹⁵ Den europeiska centralbanken har för närvarande (våren 2003) ett inflationsmål inom intervallet 0 till 2 procent på medellång sikt.

de jag i stor utsträckning från den debatt som fördes bland svenska nationalekonomer under mellankrigstiden.

Min artikel var ett inlägg i den livliga akademiska diskussionen om svensk stabiliseringspolitik. Den publicerades under keynesianismens guldålder i Sverige då tron på finanspolitikens effektivitet var stor. 1920- och 1930-talets makroekonomiska utveckling tolkades som stöd för en aktiv konjunkturpolitik och inte som stöd för ett normtänkande. Någon reaktion på artikeln minns jag inte. I bästa fall betraktades den som intresseväckande, men verklighetsfrämmande. Jag hyste inga förhoppningar om att Riksbanken då skulle acceptera en prisstabilitetsnorm – men för mig framstod en sådan norm som den mest lovande lösningen för stabiliseringspolitiken.

Normtänkandet tog jag med mig som medarbetare i SNS Konjunkturråd i mitten av 1980-talet. Rådet blev känt för att rekommendera normpolitik som en metod att bryta devalveringsmönstret från åren 1977–82 och därmed få till stånd en balanserad ekonomisk utveckling. Vårt förslag var att Sverige inledningsvis skulle binda sig med en fast växelkurs till den dåvarande valutakorgen. Efter några år med framgångsrik övergång till låg inflation kunde ett mer ambitiöst mål övervägas, antingen en bindning enbart till den tyska valutan eller en övergång till Knut Wicksells norm för stabil prisnivå.¹⁶ I den allmänna debatten etablerades en fast växelkurs som den accepterade normen, bl.a. under inflytande av Konjunkturrådets argumentation.

När jag kom till Rosenbad 1992 var jag starkt präglad av min tolkning av devalveringspolitiken under 1970- och 1980-talet. Jag såg den som en nödlösning: devalveringsvägen borde därför vara stängd. Mina skäl för detta har jag sammanfattat i inledningen till en utvärdering av 1982 års devalvering (Jonung (1991)). Fastkurspolitik, dvs. en fast växelkurs till någon utländsk valuta eller valutakorg, var för mig den näst bästa lösningen. Den bästa lösningen såg jag sedan många år tillbaka, som sagts ovan, i en prisstabiliserings-

¹⁶ Se kapitel 4 i Söderström (1985).

norm baserad på rörlig kronkurs – även om den föreföll omöjlig att realisera i praktiken.¹⁷

Kronfallet i november 1992 öppnade emellertid för ett penningpolitiskt program i Knut Wicksells anda, nämligen det inflationsmål som Riksbanken valde i januari 1993. De problem som Riksbanken fick att lösa i samband med införandet av inflationsmålet var i stort sett identiska med de utmaningar som Riksbanken, som pionjär bland centralbanker, ställdes inför i början av 1930-talet, när den skulle stabilisera penningvärdet (Berg och Jonung (1999)). Idag har inflationsmålsstyrning blivit den gängse modellen för centralbanker världen över. Rötterna till denna strategi går tillbaka till Knut Wicksells banbrytande arbeten inom penningteorin från slutet av 1800-talet.

Referenser

- Berg, Claes och Lars Jonung (1999), »Pioneering Price Level Targeting: the Swedish Experience 1931–37«, *Journal of Monetary Economics*, vol 43, s. 525–551.
- Bäckström, Urban (1993), »Tillgångspriser och stabiliseringspolitik«, *Ekonomisk Debatt*, vol 21, s. 451–464.
- Bäckström, Urban (1998), »Finansiella kriser – svenska erfarenheter«, *Ekonomisk Debatt*, vol 26, s. 5–19, (specialnummer om finanskrisen).
- Dennis, Bengt (1998), *500%*, Bokförlaget DN, Falun.
- Englund, Peter och Vesa Vihriälä (2003), »Financial crises in developed economies: the cases of Sweden and Finland«, rapport för projektet »Crises, macroeconomic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s: A comparative approach«.
- Feldt, Kjell-Olof (1991), *Alla dessa dagar. I regeringen 1982–1990*, Norstedts, Stockholm.
- Feldt, Kjell-Olof (1994), *Rädda välfärdsstaten!*, Norstedts, Stockholm.

¹⁷ Som redan noterats av Bengt Dennis (1998, s. 205) ifrågasatte jag under hösten 1992 försvaret av den fasta kronkursen. Min tveksamhet blev starkare, ju fler länder som övergick till flytande växelkurs och ju fler banker som drogs ned i den finansiella krisen. Det fanns dock ett starkt moraliskt/fördelningspolitiskt skäl att värna om den fasta kronkursen. Ansvariga politiker hade under lång tid lovat att inte ändra växelkursen och därmed inbjudit till omfattande upplåning utomlands av hushåll, företag och kommuner. Om löftet sveks, skulle fördelningseffekterna bli betydande.

- Fregert, Klas och Lars Jonung (2003), *Makroekonomi. Teori, politik och institutioner*, Studentlitteratur, Lund.
- Jonung, Lars (1977), »Knut Wicksells prisstabiliseringsnorm och penningpolitiken på 1930-talet«, s. 35–83 i Jan Herin och Lars Werin, red., *Ekonomisk debatt och ekonomisk politik*, Lund.
- Jonung, Lars (1978), »En stabil stabiliseringspolitik«, *Ekonomisk Debatt*, vol 6, s. 7–18.
- Jonung, Lars, red. (1991), *Devalveringen 1982 – rivstart eller snedtändning?*, SNS, Stockholm.
- Jonung, Lars (1999), *Med backspegeln som kompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess*. Ds 1999:9. ESO. Finansdepartementet, Stockholm.
- Jonung, Lars, Jaakko Kiander och Pentti Vartia (2003), »The great crisis in Finland and Sweden. The macrodynamics of boom, bust and recovery 1985–2000«, rapport för projektet »Crises, macroeconomic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s: A comparative approach«.
- Kokko, Ari (1999), »Asienkrisen: många likheter med den svenska krisen«, *Ekonomisk Debatt*, vol 27, s. 81–92.
- Steigum, Erling (2003), »Financial Deregulation with a Fixed Exchange Rate: Lessons from Norway's Boom-Bust Cycle and Banking Crisis«, rapport för projektet »Crises, macroeconomic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s: A comparative approach«.
- Söderström, Hans Tson, m.fl. (1985), *Vägen till ett stabilare Sverige*, SNS Konjunkturrådsrapport.
- Söderström, Hans Tson (1996), *Normer och ekonomisk politik*, SNS, Stockholm.
- Vastrup, Claus (2003), »Why Denmark didn't get a banking crisis«, rapport för projektet »Crises, macroeconomic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s: A comparative approach«.
- Wibble, Anne (1994), *Två cigg och en kopp kaffe*, Ekerlids, Kristianstad.

2. Den stapplande vägen till reformer och till Europa

Kronförsvaret hösten 1992 är en episod i den större sagan om Sveriges ansträngningar att reformera sin ekonomi och övervinna sin isolering i Europa.

Ingenting av det som inträffade under dessa delvis dramatiska veckor kan förstås om det inte ses i detta större sammanhang. Det handlade om ansträngningarna, mot bakgrund av den ekonomiska debatten under 1970- och 1980-talen, att reformera vår ekonomi samt om de vidare ansträngningarna att etablera ett fastare europeiskt valutasamarbete på väg mot en gemensam europeisk valuta.

I efterhand är det inte svårt att se logiken i utvecklingens linjer under dessa månader. Stödet från regering och riksdag till Riksbanken i dess försvar av kronans fasta kurs var en följd av de tidigare decenniernas erfarenheter. Samtidigt var Riksbankens misslyckande med detta en följd av orkanstyrkan i de valutaspekulationer som drog fram över de europeiska marknaderna under hösten 1992.

I slutet av 1991 hade de dåvarande EG-länderna i och med fördraget i Maastricht deklarerat sin avsikt att successivt gå vidare från den inre marknaden till att under 1990-talet etablera en ekonomisk och monetär union med en gemensam valuta. Vi inom den borgerliga regering som tillträdde efter valet ville helt och fullt vara med i detta samarbete.

Men från och med den danska folkomröstningen i juni 1992 till och med sommaren 1993 kom spekulationerna på de finansiella marknaderna att slita sönder det samarbete som etablerats. Så gott som samtliga europeiska valutor sveptes med i den utveckling som kulminerade när ERM-systemet de facto upplöstes sommaren 1993. Det gällde – som bekant – också den svenska valutan.

Lärdomar från 1970- och 1980-talen

Efter stark ekonomisk utveckling under 1950- och 1960-talen hade vårt land kommit in i ett skede av tilltagande ekonomiska problem. Från mitten av 1970- till början av 1980-talet hade Sverige devalverat kronan vid upprepade tillfällen, ibland defensivt för att inget alternativ egentligen fanns och ibland offensivt som en integrerad del i den ekonomiska politiken.¹

Talet om de s.k. förlorade åren i början av 1970-talet bidrog till den s.k. överbrygningspolitiken i mitten av decenniet. När denna bidrog till en akut kostnadskris –1977 – gjorde devalveringarna sin entré. Två devalveringar under 1977 bidrog till att Sverige tvingades lämna det begränsade valutakurssamarbete som fanns i den s.k. ormen kring den tyska D-marken.

Då var debatten kring dessa mer begränsad. Det passerade i stort sett utan debatt när Sverige i slutet av 1970-talet ställde sig utanför det försiktiga etablerande av det s.k. EMS-systemet, som så småningom skulle leda fram mot dagens gemensamma europeiska valuta.

Devalveringsepokens kröning blev den »superdevalvering« som den nyttillträdande socialdemokratiska regeringen gjorde omedelbart efter valet 1982. Debatten kring denna blev också en diskussion om devalveringspolitiken som sådan och kom att spela en viktig roll i att forma den ekonomiska politik som fördes ett decennium senare.

Hösten 1990 samlades många av dem som varit med 1982 för att försöka att utvärdera devalveringspolitiken. Frågan var om superdevalveringen då hade blivit en rivstart eller en snedtändning för svensk ekonomi. Och svaret, i den SNS-skrift som blev resultatet av seminariet, blev att den hade blivit »både en rivstart och en snedtändning: en rivstart genom att bidra till att snabbt öka vinster,

1. I en uppsats i Nils Åsling (red.), *Maktskifte*, Stockholm 2001, »Det långsamma uppvaknandet – om skiftet i den ekonomiska politiken« har jag försökt att skildra hur den ekonomiska politiken och synen på denna utvecklades under 1970- och 1980-talen. En något mer utförlig version finns dessutom på www.bildt.net.

löner och priser samt en snedtändning genom att konservera strukturen i den svenska ekonomin, eliminera krismedvetandet och få den nya s-regeringen att återta en del beslut om besparingar och reformer i den offentliga sektorn«.²

Inte minst det senare var en strategisk slutsats. Devalvering var den enkla vägens politik. Kjell-Olof Feldt har skrivit att han såg devalveringen 1982 som »enda möjligheten att sanera statsfinanserna utan mycket smärtsamma ingrepp i välfärdssystemet.«³ Sådana ingrepp var, menade han, hans regeringskollegor inte redo för. Bedömningen var säkert riktig. Valrörelsen 1982 hade dominerats av socialdemokratisk opposition mot mittenregeringen Fälldins med senare mått mätt rätt beskedliga sparpolitik.

Det var i skuggan av denna motsättning som diskussionen om den ekonomiska politiken kom att föras under 1980-talet. Under valrörelsen 1985 kunde den dåvarande s-regeringen peka på rivstarteffekterna av superdevalveringen och driva den s.k. systemskifteskampanjen riktad främst mot moderata krav på en mer tydlig strukturpolitik.

Under valrörelsen 1988, och ännu mer under de följande åren, blev däremot snedtändningseffekterna allt tydligare. Dessa gjorde att den ekonomiska politiken snubblade in i en serie räntehöjningar och krispaket. Detta skede kulminerade i det spektakulära s.k. stoppaketet i februari 1990. Det handlade om ett regleringsförsök av unik natur. Som konkret konsekvens fick regeringen Carlsson avgå. När den återkom förlorade det ekonomiska team som under Kjell-Olof Feldt dominerat socialdemokratien under det gångna decennium sin position. Det hade varit en lång dags färd mot natt.

Under dessa år blev det allt vidare accepterat att vi inte kunde fortsätta med snedtändningar, utan att inriktningen på den ekonomiska politiken i stället borde ligga på strukturreformer av svensk ekonomin.

2. Lars Jonung (red.), Stockholm 1991: »Devalveringen 1982 – rivstart eller snedtändning?» s. 41. Mitt exemplar har en dedikation av Lars Jonung: »Till Carl Bildt – med min stora förhoppning att Du aldrig devalverar!«

3. Citatet ur Hans Bergströms uppsats i Jonung, (1991, s. 304).

Det fanns förvisso fortfarande enstaka röster som explicit talade om att hålla devalveringsvägen öppen. LO gjorde det, eftersom LO inte trodde att förhandlingssystemet skulle förmå att varaktigt pressa ner löneökningstakten. Det skulle därför bli nödvändigt att lösa ut löneekvationen med mer eller mindre återkommande devalveringar. Förra riksbankschefen Lars Wohlin argumenterade på seminariet 1990 längs liknande linjer. Han ville hålla devalveringsdörren öppen eftersom han inte trodde att det politiska och fackliga systemet skulle kunna reformeras. Såväl LO som Wohlin argumenterade från denna utgångspunkt också mot tankarna på en oberoende Riksbank.

Men dessa röster var undantagen – som regel sågs devalverings-epoken 1977 till 1982 som en serie snedtändningar som borde undvikas. I stället borde den ekonomiska politikens inriktning vara på strukturella reformer av ekonomin. Avregleringen av kreditmarknaden liksom skattereformen 1990 bedömdes i detta perspektiv, liksom kraven på fortsatta insatser för avreglering och liberalisering på olika områden. Andra länder hade lyckats att få inflationen under kontroll – Sverige måste också klara det.

Till detta kom att EG-frågan successivt växte i betydelse under dessa år. Traditionellt var motståndet mot en svensk ansökan om medlemskap stort inom socialdemokratin. Det fanns en farhåga för att en ädel svensk välfärdsmodell skulle smutsas ner i ett alltför nära umgänge med länder som upplevdes som mindre utvecklade och progressiva. Neutralitetspolitiken sågs av många främst som ett försvar av välfärdspolitik.

I övergången mellan 1980- och 1990-tal fick det europeiska samarbetet ny fart. Främst handlade det om ansträngningar att intill utgången av 1992 skapa en genuint integrerad intern marknad. Risker för ett förstärkt utanförskap för Sverige som låg i detta kom att läggas till oron för den svenska ekonomins utveckling i största allmänhet. Utanförskapet i förhållande till det europeiska samarbetet blev en del av de ekonomiska problemen.

Detta är bakgrunden till att den socialdemokratiska regeringens kapitulation – efter en frenetisk reträttstrid – kom att ske genom en mening insmugen i ett pressmeddelande från finansdepartementet i

samband med presentationen av ett krispaket hösten 1990. Plötsligt sades det att Sverige skulle sträva efter fullt medlemskap i den Europeiska gemenskapen.

Reaktionen på valutamarknaden blev entydigt positiv. Den bidrog till en stabilisering av tilltron till den ekonomiska politiken. Det var säkert detta som ledde Riksbanken till beslutet att den 17 maj 1991 knyta den svenska kronan direkt till den europeiska valutaenheten ecu. Beslutet sågs som ett uttryck för stabiliteten i den svenska omvändelsen i Europapolitiken liksom för ambitionen att driva en fastvalutapolitik. Europa- och valutapolitiken uppfattades som en del av en sammanhållen helhet.⁴

Ett resultat av det ekonomisk-politiska sammanbrottet i februari 1990 var att moderater och folkpartister såg nödvändigheten av att formulera ett tydligare och mer samlat ekonomisk-politiskt alternativ. Socialdemokratin hade förlorat sin kraft. Vårt arbete ledde fram till det gemensamma programmet »Ny start för Sverige« den 21 april 1991,⁵ med dess tydliga inriktning på strukturella reformer för lägre offentliga utgifter, på avregleringar och på ett bättre företagandeklimat.

I programmet var kopplingen mellan reformpolitiken, Europapolitiken och valutapolitiken tydlig. Det sades att vi borde vara redo att spela en pådrivande roll också i »arbetet att successivt under 1990-talet skapa en ekonomisk och monetär union med alla de förpliktelser detta innebär«, samt att »med denna inriktning är varje form av devalveringspolitik utesluten och inflationsbekämpningen måste ges högsta prioritet, bl.a. för att klara konkurrenskraften och därmed sysselsättningen«.

Tillsammans med ett uppföljningsprogram den 23 augusti – »Ny start för Sverige – nu nödvändigare än någonsin!« – var det detta program som stod i centrum för den ekonomiska debatten i den val-

4. En utförlig dokumentation och beskrivning av den debatten finns i min »Hallänning – svensk – europé«. Bonnier Fakta. Stockholm 1991.

5. »Ny start för Sverige«. Ekonomisk-politiskt program för Moderaterna och Folkpartiet Liberalerna. April 1991. En uppföljning med rubriken »Ny start för Sverige – nödvändigare än någonsin!« publicerades under valrörelsen.

rörelse som gav regeringsskiftet den 4 oktober 1991.⁶

Den nya regeringen träder till

Det regeringsprogram för åren 1991–1994 som den nyttillträdande borgerliga regeringen presenterade var tydligt inriktat på en serie genomgripande strukturella reformer av svensk ekonomi. Detta skulle ske samtidigt som förhandlingar inleddes och slutfördes med EG om svenskt medlemskap med den ambitiösa målsättningen att ett sådant skulle vara möjligt redan i och med ingången av 1995.

Det var en tid av dramatiska omvälvningar. Samtidigt som regeringsarbetet började i Sverige, återförenades Tyskland, bröt Sovjetunionen slutligen samman och sökte de olika europeiska ledarna finna nya former för ett samarbete som ställdes inför helt nya utmaningar. Ett gammalt Europa föll samman. Det blev nödvändigt att söka bygga ett nytt.

För länderna inom den Europeiska gemenskapen blev det omedelbara resultatet den överenskommelse som ingicks i Maastricht i december 1991, vilken omvandlade EG till den Europeiska unionen. Den fördragsfäste ambitionen att i tre steg intill 1997, eller senast 1999, förverkliga en ekonomisk och monetär union som också omfattade en gemensam valuta. Historien accelererade, för att använda Jacques Delors formulering från dessa dagar.

För Sveriges del innebar överenskommelsen i Maastricht vissa omedelbara problem. Det fanns en tydlig spänning i den svenska Europapolitiken mellan en mer offensiv och maximalistisk syn på samarbetet, som bars fram av moderater och folkpartister, och den mer defensiva och minimalistiska som hade dominerat inte minst olika offentliga uttalanden från socialdemokratiskt håll. Vi hade

6. »*Ny start för Sverige* kan läsas som en reaktion på den ekonomiska politiken under 1970- och 1980-talen. Målet var att undvika de konjunkturpolitiska och strukturpolitiska misstag som hade begåtts under dessa årtionden. Kontrasten mellan planeringen inför de borgerliga regeringsövertagandet 1991 och inför det socialdemokratiska 1982 är slående. Vid den senare sökte den socialdemokratiska oppositionen konstruera en rivstart byggd på superdevalveringen. År 1991 dominerade det långsiktiga perspektivet.« Lars Jonung i »Med backspegeln som kkompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess«. Ds 1999:9 s. 212.

helt enkelt blickarna riktade åt olika håll – mot den hägrande europeiska framtiden i det ena fallet, och mot den flimrande svartvita folkhemsdyllen i det andra.

Därför var det viktigt att regering och opposition vid ett sammanträde i utrikesnämnden omedelbart efter det att överenskommelsen ingåtts i Maastricht kunde slå fast att den på intet sätt rubbade vår fasta föresats att, utan undantag, bli medlemmar. Det var viktigt att tidigt möta dem som skulle vilja tala om olika undantag. Sådant tal i detta läge skulle med all sannolikhet ha lett till att beslutet att uppta förhandlingar med oss skulle ha försenats avsevärt. De skulle därmed ha riskerat hela den strategi för medlemskap 1995 som regeringen valt.

Från borgerlig utgångspunkt hade valresultatet 1991 varit både en framgång och en besvikelse. Framgången var uppenbar, men vi hade hamnat i ett parlamentariskt läge där vi inte hade egen majoritet, utan blev beroende av antingen socialdemokraterna eller nydemokraterna i varje enskild fråga.

Speciellt vad gäller sparpolitiken blev detta ett problem. Under valrörelsen hade visserligen Ny Demokrati krävt »drag under galoscherna« också i dessa avseenden och presenterat spar- och skattesänkningslistor av stratosfäriska dimensioner. När det kom till konkreta beslut om besparingar med tydliga effekter för konkreta människor lät det plötsligt annorlunda – mycket annorlunda. Populismen förnekar sig aldrig.

I efterhand går det knappast att säga att detta i sak bromsade regeringen så mycket som det då fanns anledning att befara.⁷ Det är till och med möjligt att det dubbla hotet från socialdemokraterna och nydemokraterna – som när det gällde just sparpolitiken ibland lät anmärkningsvärt lika – snarast ökade samhörigheten i regeringskretsen.

Den inrikespolitiska scenen dominerades helt och hållet av den

7. Ett försök att värdera hur inriktade nya regeringar är på förändringar har gjorts av Hans Bergström. Han mäter antalet propositioner det första året som innehåller förslag till grundläggande förändringar. I relativa tal blir antalet sådana propositioner för Fälldin 1976 13 procent, Palme 1982 11 procent och Bildt 1991 29 procent. I absoluta tal handlade det om 19, 15 respektive inte mindre än 43 propositioner. Det var detta som ledde till att det talades om en »rivstart«.

ekonomiska krisen. Arbetslöshetsbomben briserade med fullt kraft. De svarta hålen i delar av den finansiella sektorn krävde omedelbara insatser. Regeringen var mycket tydlig om att det skulle krävas sparpaket på tiotals miljarder kronor varje år för att klara statsfinanserna.

Ecu-anslutningen i maj 1991 hade förvisso bidragit till ökat förtroende för Sverige. Och omdömen från inte minst IMF tydde på att de internationella finansmarknaderna hade en mycket positiv bedömning av den omläggning av politiken som den nya regeringen arbetade för. Osäkerheten rörde främst det parlamentariska läget. Skulle vi klara av att i riksdagen få igenom den politik som vi talade om?

Sedan hösten 1990 hade den svenska ekonomin befunnit sig i ett tillstånd av fritt fall. I stort sett alla kurvor pekade åt fel håll. Till en besvärlig inhemsk situation kom den besvärliga yttre situationen. Öster om oss brottades Finland med enorma problem. Väster om oss hade Norge drabbats av stora svårigheter i sin finansiella sektor. I november 1991 beslutade sig Finland för att devalvera sin mark. Omedelbart drabbades vi av en »finsk smitta« som skulle komma att bli ett förebud för det kommande årets stormar.

Regeringen hade lagt fram en serie av ekonomiska förslag efter det att den tillträtt. Den första ekonomisk-politiska propositionen hade varit ett problem i och med att vi inte riktigt trodde på de ekonomiska bedömningar som finansdepartementets experter hade presenterat för oss. De hade sina ekonomiska modeller, men vi kom direkt från en ekonomisk verklighet ute på verkstadsgolv, affärer och hushåll runt om i Sverige som talade ett diametralt annorlunda språk. Det skulle visa sig att det var vår verklighet som hade mer rätt än deras modeller.

Gradvis skärpte vi verklighetsbeskrivningen, inte minst för att den var en nödvändig bas för de politiska rekommendationerna. Med kompletteringspropositionen i april 1992 lade vi fram ett stort och långsiktigt program för att sanera de statliga finanserna. Den omläggning av bostadssubventionerna som beslöts då kom över tiden att bli den enstaka största och viktigaste utgiftsneddragning som gjordes i Sverige under 1990-talet.

Under våren 1992 kunde den optimistiskt lagde möjligen se vissa försiktiga tecken på att fallet ner i alla fall hade bromsats. Det gick att möta industriledare som t.o.m. började känna fast mark under fötterna och tala om en kommande uppgång. Men optimismen blev inte långvarig.

Kriser bryter ut

Det var en lång rad faktorer som tillsammans kom att skapa den närmast unika finansiella dramatik som större delen av Europa gick igenom 1992. Den tyska återföreningen hade gjort det nödvändigt med relativt höga tyska räntor, som satte så gott som alla andra länder under allt starkare press. Till detta kom att en svag dollar medförde att stora mängder likviditet sökte sig till de nervösa europeiska marknaderna. Därmed fick vi en djup konjunkturnedgång som skapade allt besvärligare ekonomiska problem för olika regeringar.

Till detta kom så den direkta politiska turbulens som utlöstes av nederlaget för Maastricht-avtalet i den danska folkomröstningen den 2 juni. Jag minns hur statsminister Poul Schlueter ringde mig dagen efter och meddelade att »allt är som vanligt i Danmark – alla är förryckta«. Om så var fallet så var danskarna inte ensamma. Samma dag meddelade Frankrikes president François Mitterrand att han avsåg att ha en motsvarande folkomröstning den 20 september. Plötsligt verkade allt stå på spel när det gällde det europeiska samarbetet, inklusive dess strävan efter en ekonomisk och monetär union, samtidigt som de finansiella spänningarna byggdes upp.

När regeringsarbetet började återupptas efter den korta sommarpausen 1992 var det tydligt att den ekonomiska bilden hade börjat förändras. Marknadernas nervositet kände vi av snart sagt dagligen genom olika kontakter och rapporter. Inte minst skedde detta i samband med att vi försökte att få EU att fatta beslut om att inleda förhandlingar om svenskt medlemskap. Vi träffade nervösa stats- och finansministrar vart vi än vände oss i Europa under dessa månader.

Dock var det ännu inte dessa frågor som dominerade den politiska agendan. Detta år hade också inneburit att krigen i samband med upplösningen av det forna Jugoslavien hade nått in i det komp-

licerade och sköra Bosnien. Till Sverige kom ca 2 000 flyktingar varje vecka. Vår mottagningskapacitet bågnade. Det fanns inte en kommun som inte klagade över anspänningen och kostnaderna.

Mitt i detta började vi att känna att spänningarna i det samlade europeiska systemet närmade sig kokpunkten. Vi fruktade att vi inte skulle kunna undgå att dras in. Inte minst det stigande budgetunderskottet innebar att det förr eller senare skulle komma i fokus.

Vår inriktning var att vinna trovärdighet för stabiliteten i den politiska kurs vi hade valt. Vi såg stora risker med den typ av snubblande mellan olika krispaket som socialdemokraterna tvingats till under den tidigare mandatperioden. Vi såg dialogen med IMF som en styrka i och med att den gav en utomstående och saklig bedömning av vårt läge, och därmed hade ett betydande värde, inte minst för överläggningarna inom regeringen.⁸

Inför höstens arbete stämde vi i mitten av augusti av läget med en grupp av ekonomer som finansminister Anne Wibble och jag regelbundet brukade träffa i regi av min ekonomiske rådgivare Lars Jonung. Beskeden var dystra. Stämningen inom industrin hade svängt. Ulf Jakobsson meddelade godhetsfullt, att vi kallt kunde räkna med att alla problem vi hade skulle bli värre. Han ville börja diskutera sänkta löneskatter och sänkta utgifter. Assar Lindbeck gav rådet att vi skulle försöka att manövrera oss in i ERM-systemet så snabbt som möjligt. Det var lätt att säga – den optionen stod inte till buds så länge vi var utanför EU. Ingen annan var märkbart muntrare.

Det dröjde lite mer än en vecka förrän vi fick den första övningen i förebyggande finansiell krishantering. Det blåste snålt på markna-

8. Det kan finnas skäl att återge Concluding Remarks i den s.k. Article IV Consultation som avslutades den 25 maj 1992: »To sum up, we fully support the present macroeconomic strategy, which we believe offers Sweden the best prospect for breaking with the relative slowdown in productivity growth during the past decade. However, the successful implementation of this strategy will require both firm resolve in the pursuit of restrictive policies over time and early action to place the budget deficit on a clearly declining path. We have every confidence that such a course would substantially enhance the credibility in the overall policy strategy thereby allowing the full fruits of that strategy to be realized.«

derna. Riksbanken hade höjt räntan. Anne Wibble och jag hade den 26 augusti den första i vad som skulle komma att bli en serie presskonferenser under dessa månader. Utåt såväl som inåt var vi det team som hade att hantera stormen.

Vi strävade efter att vara så tydliga som möjligt:

Den fasta växelkursen kommer att försvaras med all kraft. Den är sedan ett decennium grundläggande för den ekonomiska politiken. Kring detta råder bred politisk enighet i Sverige.

Detta skulle komma att kräva åtgärder:

Regeringen kommer att fullfölja sin politik inriktad på strukturella förändringar. Av särskild vikt är att pressa ned det strukturella underskottet i de offentliga finanserna. Detta kräver målmedvetna besparingar i de stora transfereringssystemen. Regeringen kommer att fortsätta denna politik.

Vi gjorde den europeiska kopplingen tydlig:

Av stor vikt är också det fortsatta arbetet på att föra Sverige helt och fullt in i det europeiska samarbetet. Genom EES-avtal och kommande fullt medlemskap i arbetet på att bygga en ekonomisk och monetär union skapas nya och bättre förutsättningar för den svenska ekonomin.

Vår plan var att efter det att riksdagen återsamlats den 6 oktober lägga en s.k. tillväxtproposition som skulle ge mer märke åt det saneringsprogram som vi hade presenterat under våren. När vi gick igenom det ekonomiska läget på regeringens sensommarsamling på Harpsund i slutet av augusti fanns det också en tyst insikt om att det då skulle krävas en del som gick utöver detta. Parallellt skulle vi arbeta med fortsatta omläggningar och besparingar inför budgetpropositionen i januari 1993. En höst går ofta snabbt.

Men så skulle det inte bli. Det första riktigt allvarliga förebudet om den annalkande stormen kom åter från öster. Det var måndagen den 7 september. Jag satt på middag på restaurang i London när jag kallades ut till garderoben eftersom det var en person i telefon som

insisterade på att det var både brådskande och viktigt och inte gick med mobiltelefon.

Det var Anne Wibble. Inträngd mellan glammande middagsgäster och en sur garderobiär informerades jag om att Esko Aho – statsminister i Finland – efter att ha misslyckats få tag på mig ringt henne och sagt att man inte hade annat val än att låta den finska marken flyta från kl. 08.00 morgonen därpå. Lätt att uppfatta var det inte – Anne valde att närmast viska fram den då ännu djupa hemligheten.

Jag återvände rätt samlad till mitt sällskap. Nu hade det blivit allvar på ett helt annat sätt. En valuta hade fällts av stormarna. Finland var visserligen i en svagare situation än Sverige, men ändå. Jag visste från förra hösten hur besvärlig den finska smittan på de finansiella marknaderna kunde bli. I New York eller Hong Kong ser man inte skillnaden mellan Finland och Sverige som så stor. Det var tyvärr inte säkert att de hade så fel.

Programmet i London påföljande dag kortades bara av lite. Jag hann träffa utrikesminister Douglas Hurd för diskussion om Baltikum-frågorna – då högt upp på dagordningen – liksom frågan om när förhandlingar om medlemskap i EU kunde inledas. Sedan blev det till att skynda hem till Stockholm. Sent på kvällen träffade Anne Wibble och jag Bengt Dennis. Det är tumult i halva Europa, sade han, och ville stärka försvaret inför stormen genom att höja räntan till 75 procent.

Krispaket eller samverkan med s

Då hade det redan kommit igång en diskussion om vi på ett eller annat sätt skulle söka en samverkan med socialdemokraterna för att se hur situationen skulle hanteras. Vid regeringens sensommarsamling på Harpsund var det inte minst Bengt Westerberg som pläderat för den linjen.⁹ Han gjorde det uttryckligen inte för att han

9. Harpsundsmötet var en avspänd allmänpolitisk överläggning. Den mest dominerande – och på många sätt svåraste – frågan var hanteringen av den mycket stora flyktingströmmen från det eskalerande kriget i Bosnien. Mötets ekonomiska diskussion kom något att snedvridas av att Bengt Westerberg offentligt hade uttalat sig för höjda bensin-skatte, vilket ledde till en del reaktioner. Uttalanden från kristdemokratiska riksdagsmän

såg mycket av konstruktiv kraft hos dem, utan mera för att syna deras kort.

I botten fanns också en önskan om att mildra kraften i de socialdemokratiska attackerna mot spar- och regeringspolitiken. Som socialminister hade Bengt att bära bördan av de ofta hysteriska attacker som sparinsatserna utsattes för.

Min inställning var då något kluven. I sak fruktade jag att uppgörelser med socialdemokraterna skulle vattna ur eller helt lösa upp den politik som vi försökte att föra. Jag såg behovet av att förstärka denna politik – samt faran för att överenskommelser med socialdemokraterna i stället skulle försvaga den.

Men det fanns en annan sida av myntet. Det var ingen tvekan om att den parlamentariska osäkerheten påverkade förtroendet för den samlade ekonomiska politiken på ett negativt sätt. Skulle denna kunna upplösas, skulle vinsterna, i alla fall kortsiktigt, vara betydande.

För detta fanns det två parlamentariska alternativ. Men en överenskommelse med Ny Demokrati var inte möjlig såväl av sakliga som av symboliska skäl. Sakligt var de så stapplande att det var svårt att se att någon uppgörelse med deras ledning någonsin skulle ha kunnat hålla i ett utsatt läge. Och symboliskt var nackdelarna ännu tydligare. Alternativet övervägdes egentligen aldrig. Det handlade om socialdemokraterna.

Jag tog kontakt med Ingvar Carlsson på eftermiddagen den 26 augusti efter Annes och min presskonferens. Vår relation hade aldrig varit nära, men alltid varit korrekt. Jag hade fått betydande respekt för det sätt på vilket han hanterade det alls inte lätta regeringsskiftet 1991 – kontrasten mot Olof Palmes hantering av regeringsskiftet 1976 kunde inte vara tydligare. Och trots olika syn på mycket visste jag att det hos honom fanns en genuin önskan om att hjälpa till i frågor av nationell betydelse.

hade också lett till att någon tidning spekulerade i en möjlig regeringskris. Det var dessa spekulationer som jag avfärdade som spekulationer av okunniga sommarvikarier, vilket sedan kom att vinklas till en kommentar om det ekonomiska läget som sådant. Så var det inte.

Kontakten denna dag var alls inte unik. Vi hade byggt upp ett mönster av kontakter som främst hade med Europapolitiken att göra. Jag visste att delar av mandatperioden skulle präglas av hård ideologisk konfrontation med socialdemokraterna, men jag var angelägen om att på ett antal strategiska framtidsområden – EU-förhandlingarna, författningen, ett nytt pensionssystem – till det yttersta sträva efter blocköverskridande uppgörelser.

Nu skulle vi se om det var möjligt att till denna lista lägga delar av den ekonomiska politiken. Vi hade dessutom fått signaler via Odd Engström om det fanns de inom socialdemokratien som såg sådana uppgörelser som ett sätt att komma ur en oppositionspolitik som hade blivit hopplöst opportunistisk och därmed ett långsiktigt problem för socialdemokratien självt.

Så etablerades diskret ett mönster av olika kontakter. Jag talade med Ingvar Carlsson. På Annes lott föll att hålla kontakten med Allan Larsson, som var deras officiella ekonomiske talesman. Därtill kom under ett skede en andra och långt mer konstruktiv kanal via just Odd Engström. Medan Allan Larsson i någon slags abstinensbesvär från sin tid som generaldirektör och statsråd ständigt beställde papper, ägnade sig Odd Engström åt att leverera idéer.

Så värst länge fungerade inte detta. En dag ringde mig Ingvar Carlsson och sade att vi nog fick avsluta kanalen Engström. Jag fick intrycket att det hade tagit hus i helsike på den larssonska fronten.

Till detta kom tämligen frekventa kontakter som sköttes dels av min statssekreterare på statsrådsberedningen Peter Egardt, dels av Olle Wästberg och Carl B. Hamilton på finansdepartementet.¹⁰ Det saknades alls icke kanaler – men sedan kanalen Odd Engströms släckts ner på grund av interna motsättningar saknades innehåll.

På den europeiska scenen var det främst motsättningen mellan det brittiska finansdepartementet Treasury och tyska centralbanken Bundesbank som drev krisen framåt. London hävdade att de höga tyska räntorna skapade en omöjlig situation för större delen av

10. Socialdemokratiska motparter var i allt väsentligt Jan O. Karlsson och Leif Pagrotsky.

Europa, men Frankfurt kontrade med att detta inte var deras problem.

När denna kontrovers gav allt fler rubriker, började dammluckorna att brista. På eftermiddagen den 13 september fick vi information om att det förbereddes ett telefonmöte mellan ERM-länderna för att justera valutorna mot varandra. Resultatet blev att den italienska liran började flyta.

Förhoppningen hade varit att denna justering inom ERM skulle lätta på spekulationstrycket. Alls icke. Snarare fick det ny kraft. I veckan som följde var i stort sett alla valutor runt om i Europa under mer eller mindre hård attack.

Från Bonn ringde förbundskansler Helmut Kohl och ville lyssna på läget i den norra delen av Europa. Så var det ofta. Han hade sitt nätverk av vänner, och på deras bedömningar grundade han åtskilligt av det han gjorde. Världen har sett sämre system att styra stora stater än detta.

Nu var Kohl osäker på vad John Major egentligen ville. Diskussionen om räntan fick föras med Schlesinger i Frankfurt, tyckte han. Den viktiga frågan var dock hur bygget av den politiska unionen skulle föras framåt. Den kunde inte förverkligas om inte Tyskland och Frankrike höll ihop. För den franska francen var han beredd att göra åtskilligt, men britterna, deras pund och deras politik var han betydligt mera osäker på.

Många faktorer, men inte minst just denna spänning, förde fram till »Black Wednesday« den 16 september, då det brittiska pundet kapitulerade. Den onsdagskvällen tvingades finansminister Norman Lamont kortfattat utanför 10 Downing Street meddela att pundets medverkan i ERM – som varit en grundbult i den brittiska strategin för att få ner inflationen sedan oktober 1990 – hade »suspenderats«.

Denna onsdag var inte märkbart ljusare på våra breddgrader. Detta var dagen då Riksbanken beslöt att höja dagslåneräntan till herostratiskt ryktbara 500 procent. Beslutet var Riksbankens eget, men vid det nattliga mötet veckan innan hade Bengt Dennis och Eva Srejber diskuterat att man var beredd att gå så långt det krävdes.

Två decennier av devalveringar hade gett Sverige en gediget dålig

trovärdighet när det gällde valutapolitiken. På sina håll sågs vi fortfarande som »mjuka« och utan den kraft som krävdes för att vinna respekt i en situation som denna. Bengt Dennis hade alls ingenting emot att hans 500 procent skapade rubriker. Det var det som var meningen. Det handlade om att skapa trovärdighet.

Marginalräntor på dessa nivåer var självfallet en omöjlighet under längre perioder. Ekonomin ströps. Det redan ytterligt sköra finansiella systemet ansträngdes än mer. Nu gällde det dels att vinna förtroende för viljan, dels att vinna viss tid för den politiska processen.

På onsdagskvällen satt jag med Ingvar Carlsson och andra partiledare i riksdagen och diskuterade läget. På torsdagsmorgonen sände vi ut ett kort gemensamt pressmeddelande som sade att det fanns goda förutsättningar för en överenskommelse. Nu var det bara frågan om vad som skulle ske. Tiden höll tydligt på att rinna ut.

Det tog dock sin tid innan socialdemokraterna var redo till mer konkreta samtal. Allan Larsson hade visserligen fått papper i mängder, men det var inte orimligt att de behövde mer tid för interna förberedelser. Men väntan kändes trots detta irriterande.

I våra löpande kontakter sade Ingvar Carlsson att ett av skälen till väntan var att de skulle komma med ett förslag som hans rådgivare var helt övertygade om skulle lösa våra problem. Men det behövdes lite tekniskt arbete på detta. På en så god karamell fanns det skäl att vänta. Anne Wibble ringde och ringde och ville att jag skulle sätta mer press på socialdemokraterna att snabbt bli seriösa. Jag sade att det fanns bestämda gränser för min förmåga även i det avseendet.

Så blev det så att det var först på lördagseftermiddagen den 19 september som alla satt ner kring regeringens runda sammanträdesbord i hörnrummet i Rosenbad. Då var det två olika världar som möttes. Trots frekvensen av olika kontakter under de föregående veckorna, och trots mängder av papper som löpande hade levererats till Larsson, hade vi på vår sida svårt att se att de hade insett vare sig arten av eller allvaret i den situation vi stod inför.

Alldeles ovanligt är det nog inte att oppositionspartier blir fångna i sin egen retorik. Här var det i alla fall tydligt. Allan Larsson hade

offentligt sagt att hela krisen var mitt fel, vilket var att spetsa till saken en aning, och ledde till lätt generade halva ursäkter från andra socialdemokrater. Alla misstänkte de nog att för mycket av borgerlig politik hade förvärrat problemen – medan i alla fall Anne Wibble och jag var övertygad om att mer av den politiken hade varit klart bättre.

Deras superlösning, som Ingvar Carlsson sade att han var övertygad om skulle återställa förtroendet för den ekonomiska politiken, visade sig vara en tanke om att lägga samman sjuk- och arbetska-deförsäkringarna, flytta ut dem ur statsbudgeten och göra systemet självreglerande. En invecklad föredragning av Bo Göransson på det socialdemokratiska riksdagskansliet ledde dock snabbt fram till slutsatsen att det mest var kosmetik, inte innebar någon besparing alls och snarare öppnade för automatiska och av riksdag och regering inte kontrollerade utgifts- och kostnadshöjningar. Som inslag i ett saneringsprogram hade det ett drag av vad vi numera skulle kalla Enron över sig.

Reträtten från detta skulle komma att ta sin tid. Vi fick förpliktiga oss till en utredning av det hela, vilket man ju möjligen kunde bjuda på. Men det skulle dröja ett bra tag innan det förslag som under vägen förvandlats till en rejäl skattehöjning skulle komma att avföras helt och hållet från den politiska dagordningen.

När detta var avklarat kom åtskillig tid att ägnas olika socialdemokratiska krav som var föga mer än försök att rulla tillbaka viktiga delar av den borgerliga reformagendan. Utförsäljningen av statliga företag skulle stoppas, löntagarfonderna skulle de facto vara kvar, arbetsrätten skulle vridas tillbaka, familjepolitiken skulle inte få läggas om och föreslagna skattesänkningar för företagande och sparande skulle inte få genomföras.

Att socialdemokraterna krävde ett visst politiskt pris av regeringen för stöd i en utsatt situation hade jag inte svårt att vare sig förstå eller acceptera. Det hade jag också sagt till Ingvar Carlsson. Redan från början hade de tydligt signalerat speciellt aggt till förslaget om ett vårdnadsbidrag. Inte minst Allan Larsson hade ägnat betydande kraft åt att förklara att detta var ett ont som inte kunde accepteras. Det som irriterade var självfallet inte att det var ett bidrag – kärlek

till sådana saknade man inte – utan att det representerade valfrihet på ett område där man med näbbar och klor bekämpat varje tanke på just detta.

Det som störde var att de mest talade om detta och minst av allt om de faktiska »skarpa« åtgärder som vi ansåg nödvändiga. Vi ville – kort sagt – se betydande sparinsatser tvärs över hela budgeten för att öka marknadens förtroende för vår samlade förmåga att klara statsfinanserna.

Natten blev lång, och precisionen i en del av de överenskommelser som successivt träffades kom ty följande att bli lidande. Detta kom att leda till en del destruktiva tolkningstvister under de kommande månaderna, där det inte var alldeles lätt att veta vem som hade alldeles rätt och vem som hade alldeles fel.

Inte minst gällde det regeringens tanke på att avveckla löntagarfonderna genom att göra dem till forskningsfonder. Mot detta stred man med all kraft, och Ingvar Carlsson lade speciell glöd i det. För honom var detta symbolfrågan par preference. För oss tillkom komplikationen att vi efter åtskilliga turer i riksdagen träffat en överenskommelse med Ny Demokrati om hur löntagarfonderna skulle avvecklas. Jag försökte förklara för Ingvar Carlsson att det trots allt borde ligga också i hans intresse att vi var en regering som stod vid ingångna överenskommelser.

I utmattningens tecken framåt morgontimmarna började någonting att avteckna sig. Frågan om vårdnadsbidrag gick dock helt enkelt inte att lösa. Det hjälpte alls inte att vi sade att det vi såg framför oss med all sannolikhet skulle innebära en betydande besparing i offentliga utgifter – det var inte det som det handlade om.

Alf Svensson var under hård press, och jag ville i grunden inte sätta honom under mer av den varan. Han tillhörde de ständigt lojala och ständigt stödjande i en partiledarkrets i regeringen som jag då och då hade en del besvär att hantera. Jag väddjade till Ingvar Carlsson att förstå lite av den situationen. Men icke. Till slut var inte minst Ingvar Carlsson så utmattad att det var meningslöst att fortsätta. Vi åkte hem utan en uppgörelse. Det fanns all anledning att fundera på konsekvenserna.

Den som till slut stod för lösningen var Bengt Westerberg. Bengt kan ofta vara tvär när han konfronteras med ett problem, men är nästan alltid konstruktiv när det sedan gäller att ta itu med det. Han hade inga barn tillsammans med vårdnadsbidraget. Tvärt om. Men med hjälp av Birgit Friggebo letades upp en gammal formulering som använts i en gammal överenskommelse mellan socialdemokraterna och folkpartiet. Några telefonsamtal mitt på dagen ledde till att en utmattad men dock i grunden lättad Ingvar Carlsson i telefon från Tyresö accepterade den. Vi var i hamn.

På seneftermiddagen söndagen den 20 september satt vi uppraddade på podiet i riksdagens andrakammarsal för presskonferens. Det talades om historiens vingslag. Oroliga politiska journalister undrade vart den politiska debatten nu skulle ta vägen om alla var eniga om allt. Jag trodde nog att den farhågan skulle visa sig överdriven.

För min del handlade det om att göra det bästa möjliga av situationen. De samlade ansträngningarna hade förvisso vunnit i trovärdighet genom att regering och opposition nu hade ett gemensamt papper, men jag var akut medveten om att en mer hårdhänt analys av den sakliga substansen i detta papper riskerade att sätt igång spekulationsvågen igen.

Politik är ibland det möjligas konst, och detta hade varit det som var möjligt nu. Det förde dock saker och ting åt rätt håll. Jag presenterade frimodigt paketet som »det största saneringsprogrammet för de offentliga finanserna i Sverige i modern tid«. Formuleringen hade använts förr, och den skulle komma att användas många gånger senare. Just denna dag var den dock tveksam.

Jag tryckte på just budgeteffekterna, och talade om en budgetförstärkning redan 1993 på ca 28 miljarder kronor, med en mer långsiktig effekt på ca 40 miljarder kronor, varav dock en del var mindre önskvärda skattehöjningar.¹¹

Vi hade dock fått socialdemokraterna med på införandet av en

11. En eftergift från vår sida som inte minst Bo Lundgren hade starka och korrekta synpunkter på var att vi sköt på sänkningarna av förmögenhetsskatten och kapitalinkomstskatten. Det är ingen tvekan om att det hade varit bättre för Sveriges 1990-tal om de sänkningarna hade kunnat genomföras. För socialdemokraterna handlade det om symboliken snarare än substansen.

karensdag. De hade också accepterat vissa besparingar i bostadsfinansieringen samt en höjning av pensionsåldern.¹² I gengäld hade de insisterat på i sak ytterligt tveksamma besparingar inom polis- och rättsväsendet samt inom utbildning och skola. Vi såg samma skiljelinje där som både tidigare och senare – medan vi ville slå vakt om statlig och offentlig kärnverksamhet, låg deras omsorg framför allt i subventions- och bidragssystemen.

Om vi försökte föra ut det strukturella och det sparinriktade, liksom det samlande, var den socialdemokratiska marknadsföringen annorlunda. Jag hade dagen därpå ett rätt strävt samtal med parti-sekreteraren Mona Sahlin sedan jag tagit del av de snabbt upptryckta flygblad de distribuerade om »den enda vägens haveri«, innehållande också en rad direkt felaktiga tolkningar av vad vi kommit överens om.

Söndagen den 20 september var dessutom dagen för den franska folkomröstningen om Maastricht-avtalet. Framåt kvällen – efter det att vår stora uppgörelse presenterats – stod det klart att Maastrichtfördraget hade godkänts av de franska väljarna med minsta möjliga marginal. Det borde finnas inre och yttre förutsättningar för visst lugn.

Så blev dock knappast fallet. Den fortsatta pressen, inte minst mot den franska francen, var massiv, och det trots stora tyska stödinsatser. Den spanska pesetan, danska kronan, portugisiska escudon och irländska pundet tillhörde också de valutor som var under hårda spekulationsattacker.

Därmed fortsatte också pressen på oss. Det var tydligt att vi måste gå vidare. Hade den första överenskommelsen inte betytt mer, så hade den i alla fall tjänat som inledningen till den andra. Med fortsatta stormar över Europa fanns inget alternativ. Nu satt regering och opposition i samma båt – en omedelbar kollaps måste undvikas.

Ett resultat av den första natten var att det inletts en mer fördju-

12. Besparingarna på bostadssubventionerna hade varit mycket svåra för socialdemokraterna att acceptera. När så till slut skedde, sade den socialdemokratiska förhandlaren Jan O. Karlsson med kombination av humor och dramatik att vi nu »hängt upp Wigfors i lyktstolpen«.

pad diskussion om hur den allvarliga situationen i den finansiella sektorn skulle hanteras. I en förhandling mellan främst Bo Lundgren från regeringens sida och Allan Larssons från socialdemokraternas uppnåddes enighet om att till riksdagen lägga fram ett förslag om »generellt syftande åtgärder som stärker betalningssystemet och säkerställer kreditförsörjningen« dvs. det som skulle komma att kallas bankgarantin.¹³

Detta kom att bli inledningen till ett samarbete som skulle komma att flyta relativt väl under de kommande månaderna. Om vi i den reala ekonomin hade en depression som påminde om 1930-talets, hade vi i finanssektorn en kris som påminde om 1920-talets. Steg för steg kom vi dock att hantera denna på ett sätt som den dag detta skrivs – ett decennium senare – i den internationella debatten inte sällan framställs som ett föredöme.¹⁴

Helgen därpå tillbringade jag på Harpsund med familj, funderingar och telefonsamtal. Klarar vi den kommande veckan så gör vi det mot alla odds, noterade jag på ett papper med lite planer inför veckan.

Nu fokuserades diskussionen allt mer kring kostnadsläget. Det handlade inte bara om sänkta löneskatter utan också om insatser för att få arbetsmarknadens parter att göra uttalande av faktisk innebörd att de accepterade nollavtal för i alla fall ett och sannolikt två år.

Kring detta gick telefonerna varma under måndagen och tisdagen. TCO-ordföranden Björn Rosengren erbjöd sig som fixaren och försökte med ringa framgång få med LO-ordföranden Stig Malm på sina tankar. När Björn Rosengren rapporterade sin frustration till mig tog jag direkt kontakt med Malm i Växjö, som visade sig betydligt mer öppen för resonemang med regeringen direkt än vad han hade varit när dessa förmedlades över TCO.

Mina kontakter med Ingvar Carlsson handlade om att övertyga honom att det skulle behövas fler insatser. Det var inte alldeles

13. Pressmeddelande från Finansdepartementet torsdagen 24 september 1992.

14. Hanteringen av finanskrisen beskrivs i detalj i Bo Lundgren (1998) *När bubblan brast – om den svåraste finanskrisen i Sveriges historia*. Bokförlaget DN.

enkelt. Han ansåg inledningsvis att fler insatser bara skulle röra till det hela. I grunden fanns en betydande motvilja – kommunicerad i än klarare ordalag till Bengt Westerberg – gentemot varje form av ytterligare neddragningar av offentliga utgifter. Så småningom insåg även han att det skulle krävas ytterligare insatser. Omkring 10 miljarder kronor flöt ut om dagen samtidigt som marginalräntan låg på 50 procent. Situationen var ohållbar.

Vid niotiden på kvällen tisdagen den 29 september satte vi oss så åter kring det runda regeringsbordet i Rosenbad. Laguppställningen var lite förändrad. Allan Larsson var i Paris, och det var nu Mona Sahlin som den som främst satt vid Ingvar Carlssons sida. Det var en förbättring.¹⁵

Mot bakgrund av erfarenheterna från den första natten – där vi ju hade fått börja med att spendera mycken tid på den socialdemokratiska konstigheten, och där verklighetskontakten därför blivit mindre bra – bad jag nu riksbankschefen Bengt Dennis komma och redogöra för sin syn på läget. Jag och mina partiledarkollegor i regering kände den väl, men det var viktigt att alla hade samma verklighetsbild.

Bengt Dennis försköt nu något perspektivet från budgetsaneringen till kostnadssituationen för företagsamheten. Avgörande för riksbankens möjligheter att få ner räntan, vilket var en förutsättning för att valutasituationen skulle ses som stabil, var att det kom konkreta åtgärder för att minska företagets kostnader.

För mig var det viktigt att Dennis tydligt underströk vikten av att en sänkning av t.ex. arbetsgivareavgifterna – som det i och för sig inte skulle bli så svårt att få uppslutning kring, Metall hade öppet krävt detta – var fullt ut finansierad. Trovärdigheten i våra ansträngningar avgjordes dessvärre inte av vår förmåga att sänka skatter, utan av vår förmåga att sänka utgifter. Jag delade Dennis bedömning att en skattesänkning som inte var fullt ut finansierad snarare skulle vara kontraproduktiv.

15. »Jag var inte säker på om Ingvar Carlsson fullt ut förstod det ekonomiska läge som Sverige befann sig i och vilka krav den ekonomiska politiken skulle komma att ställas inför i ett medelfristigt perspektiv. Mona Sahlin visade dock alla tecken på att göra det« Dennis (1998, s. 89).

Detta hade sin betydelse inte minst mot bakgrund av att en del av de samtal som förts hade handlat om en ofinansierad sänkning av löneskatten. Jag hade en viss oro för att Bengt Westerberg och Björn Rosengren skulle tala sig samman kring en sådan linje för att sedan försöka att sälja den till först regeringen och sedan oppositionen. Men så blev det inte.

Denna andra långa natt blev mer koncentrerad och mer konstruktiv än den första. Nu var agendan mer avgränsad – vi slapp tröska igenom allt möjligt politiskt bråte som slängts in i processen – och situationen dessutom mer allvarlig. Den första natten fanns det ett möjligt politiskt utrymme för socialdemokraterna att ytterst inte gå med. Denna gång hade ingen av oss något utrymme.

Nu blev det Anne Wibble och jag som förhandlade med Ingvar Carlsson och Mona Sahlin. Bengt Westerberg fungerade som särskild förhandlare i olika knepiga frågor som måste lösas upp under nattens gång. Vi hade en bättre agenda och en mer organiserad uppläggning av arbetet. Även det bidrog till ett bättre resultat. Framåt femtiden på morgonen kunde vi skiljas åt, även om det dröjde intill mitt i riksbanksfullmäktiges sammanträde vid åttatiden innan allt var klart i alla sina detaljer.

Det resultat som Anne Wibble, Bo Lundgren och jag presenterade kl. tio onsdagen den 30 september kunde beskrivas som en »inre devalvering«. Vi sänkte företagens kostnader med motsvarande ca 5 procentenheter, och finansierade detta främst med i olika former höjd moms.

Jag hade mindre svårigheter med detta andra paket än vad jag hade haft med det första. Det var fokuserat på ett helt annat sätt – även om vi i slutändan hade fått vika oss för det benhårda socialdemokratiska motståndet mot ytterligare utgiftsneddragningar.

Grundat på beräkningar gjorde av Riksbanken kunde vi hävda att konkurrenskraften för svenskt näringsliv inför 1993 förbättrades med ca 11 procent i jämförelse med 1990. Det var en betydande förbättring.

Paketet kom överraskande, upplevdes som substantiellt, och fick ett entydigt positivt mottagande inte minst av marknaderna. Riksbanken sänkte omedelbart marginalräntan till 24 procent.

Ekonomer Nils Lundgren, som tidigare varit kritisk, talade om »en triumf för det politiska systemet« och hävdade att vi genom uppgörelsen hade upplöst det hot som valutakrisen inneburit för Sverige. Vid ett tidigare inplanerat möte med Industriförbundets ledning på förmiddagen förklarade de att de drog tillbaka en förberedd skrivelse med förslag till nya åtgärder. Vi hade önskat mera, men egentligen inte vågat drömma om ens detta, var deras kommentar till det andra krispaketet.

Frågan om ett uttalande av arbetsmarknadens parter rörde sig dock inte framåt. När jag sammankallade dem alla till möte i Rotundan på Rosenbad på eftermiddagen var visserligen stämningen god och stödet för det vi gjorde rätt tydligt, men motsättningar mellan LO och SAF sänkte definitivt möjligheten till ett gemensamt uttalande av dem.

På kvällen samlades regeringen till en av de informella middagar vi brukade ha ute på Haga slott. En del såg lite trötta ut efter också denna natts påfrestningar – men stämningen var god, sammanhållningen tydlig och det fanns en tro att det kanske trots allt skulle gå.

Lugnet före stormen

Så såg det också ut. I regeringsförklaringen när riksdagen återsamlades den 6 oktober talade vi om Sveriges »hårdvalutapolitik«. ¹⁶ Under oktober och början av november kunde Riksbanken successivt trappa ner räntorna. Valutaflödena under denna period var i stort sett balanserade.

Den politiska agendan mellan regering och opposition återgick till en serie av småträtor inför den krisproposition, grundad på de två uppgörelserna, som regeringen skulle lägga fram för riksdagen den 23 oktober. I delar av näringslivet kved man över att räntorna

16. Regeringsförklaringen följdes i sedvanlig ordning av en partiledardebatt. Från alla stora partiers sida var uppslutningen kring den förda politiken stark. Den avvikande rösten var Ny Demokratis Ian Wachtmeister, som utan föregående varning talade för att man nog borde låta kronan flyta. Jag hade löpande hållit honom underrättad om regeringens och Riksbankens ansträngningar utan att han haft några invändningar. Nu sade han till mig att han blivit uppringd av en valutahandlare i London som sagt att det förr eller senare inte skulle fungera.

fortfarande ansågs vara för höga, men det ringde inga allvarigare varningsklockor.

De europeiska spänningarna fanns dock kvar.¹⁷ Vi levde på hoppet att den turbodramatik vi sett veckorna före och efter den franska folkomröstningen nu skulle ha lagt sig och att ERM-systemet ha funnit en ny balanspunkt som skulle vara stabil. Men det skulle visa sig vara en from förhoppning.

Det politiska arbetet återupptogs efter krisdygnet. Redan dagen efter det andra paketet åkte jag till Bonn för att vara med och fira Helmut Kohls tioårsdag som förbundskansler och vidare till Strasbourg för att försvara de baltiska nationerna mot diverse orättvisa krav.

Det blev fler europeiska resor under de kommande veckorna. Till Tallinn, Köpenhamn, Århus, Bonn och Rom. Det handlade om två saker – den ryska militära närvaron i de baltiska länderna och om möjligheten att få till stånd förhandlingar om Sveriges – men också Finlands och Norges – medlemskap i EU. Så länge Maastricht-fördraget inte var ratificerat, kunde sådana inte inledas, hade det sagts. Därmed hotades hela den tidtabell som vi hade lagt upp. Därför gällde det att med högnivåkontakter i viktiga huvudstäder se om det gick att lirka fram en annan väg.

Ekonomin såg mörk ut. När jag åt lunch med bankcheferna den 9 oktober fanns det visserligen en viss tillförsikt över läget. Räntorna började nu komma ner i nivån med de finska. Men från Volvo kom den ena krissignalen efter den andra under dessa veckor. Föredragningar för regeringen om läget i de krisdrabbade finansiella företagen visade på ett kompakt och kostsamt mörker.

Tidigt efter det andra krispaketet hade Bengt Dennis tagit upp frågan om att knyta kronan till den tyska D-marken i stället för till

17. Den 1 oktober skrev den amerikanske finansministern Nicholas Brady, i egenskap av ordförande i den s.k. G10-gruppen, ett brev till sina kollegor och efterlyste en gemensam studie av den nya situation som föreföll att råda på de internationella finansiella marknaderna. »The latest survey of foreign exchange markets indicates daily turnover approaching USD 1 trillion, which is roughly double the official reserves of our countries. In these circumstances, even small changes in capital flows, let alone the massive speculation we have just witnessed, can have profound effects on our economies.« Brevets resultat blev en studie som publicerades i april 1993.

ecun. Det skulle vara mer robust, ansåg han. Jag tillhörde de något avvisande, eftersom jag tyckte vi hade tillräckligt tufft med trovärdigheten för den valutakoppling vi hade. Riksbanksfullmäktiges ordförande Staffan Burenstam Linder var entydigt negativ.

Bakgrunden var, att vi såg hur osäkerhet på de internationella marknaderna medförde ett flöde till D-marken. Ecu:n var helt enkelt inte tillräckligt stabil. Inte minst mot denna bakgrund hade vi kontinuerligt sonderat möjligheterna till någon form av knytning av kronan till det s.k. ERM-samarbetet mellan EU-länderna. Även om ett formellt sådant inte var möjligt, borde en reell koppling kanske vara det.

Reaktionerna var dock i allt väsentligt avvisande. Statssekreteraren i finansdepartementet Olle Wästberg och vice riksbankchefen Thomas Franzén hade dock en dialog under dessa månader med främst ordföranden i EG:s monetära kommitté, den franske centralbankschefen Jean Claude Trichet. Även om han inte var helt avvisande, var reaktionen betydligt kyligare från den tyske centralbankschefen Schlesinger.

Därför blev det ingenting med detta. Mot denna bakgrund var det viss logik i de tankar som fanns om att byta ecu-kopplingen till en DM-koppling. Själv var jag lite reserverad inför att det bollades med alltför många valutapolitiska alternativ i alltför många olika internationella kontakter i ett läge där en viss enhetlighet i politiken var en förutsättning för trovärdighet.

Parallellt med ett rätt slitsamt trätande om detaljer i den gemensamma krisproposition som skulle läggas på riksdagens bord den 23 oktober – genom de inre kanalerna ställde socialdemokraterna allt fler krav främst när det gällde dels att rädda de gamla fonderna, dels att bakbinda regeringen vad gäller varje ändring i arbetsrätten – arbetades i den inre ekonomgruppen vidare på nya ekonomiska förslag.¹⁸

18. Den yttre ekonomgruppen bestod av fristående, främst akademiska, ekonomer som samlades till enklare lunch med främst Anne Wibble och mig mer eller mindre regelbundet. Lars Jonung, som var sakkunnig i statsrådsberedningen, svarade för den. En inre ekonomgrupp fanns i själva regeringskansliet med centrering kring statsrådsberedningen och finansdepartementet, och var självfallet mer operativ till sin karaktär. De drivande i

Att det skulle behövas var vi övertygade om. Det handlade om att gå vidare både med sänkta arbetsgivareavgifter och med konkreta utgiftsnedskärningar. Arbetet var inriktat på den budgetproposition som skulle läggas i samband med riksdagsöppnandet i början av januari 1993, men vi talade om en tidigare presentation i december såväl för att ytterligare stärka förtroendet för den samlade politiken som för att förhindra de läckage som annars hade blivit regel.

Anne Wibble sammanfattade sina tankar i en PM som gavs beteckningen PM Next med förslag till en sänkning av arbetsgivareavgifterna för näringslivet med ytterligare 5 procentenheter. Den distribuerades till de viktigare statsråden den 11 november. Problemen var dock betydande. Socialdemokraterna hade mycket tydligt sagt nej till alla former av utgiftsneddragningar. Allt oftare hade Anne under dessa veckor kommit till mig med de bekymmer hon hade inom folkpartiet. Hon och Lars Leijonborg insåg nog vad som behövde göras, men nu hade linjen från de andra mot besparingar hårdnat allt mer.¹⁹ Läget i regeringen var i all enkelhet det, att sade folkpartiet nej till besparingar skulle också centern och kristdemokraterna göra det. Det var nog också bakgrunden till att den ytterligare sänkning av arbetsgivareavgiften hon föreslog i PM Next inte var fullt ut finansierad. Hon räknade med att ca 40 procent av kostnaden skulle vara »självfinansierande«.

När den inre ekonomgruppen några dagar senare kom med en PM med förslag till förstärkta åtgärder underströks kravet på full finansiering, även om den kunde sättas in successivt under en lite längre period. Man ville ha en sänkning som snarare borde ligga kring 10 procentenheter – till en kostnad av ca 40 miljarder kronor

denna var Olle Wästberg, Carl B. Hamilton och Urban Bäckström på finansdepartementet samt Lars Jonung och Peter Egardt på statsrådsberedningen. För egen del kan dessutom noteras att jag mer eller mindre regelbundet åt en informell lunch med cheferna för de stora affärsbankerna i ett arrangemang som gick tillbaka till Gösta Bohmans tid som ekonomiminister i slutet av 1970-talet.

19. Lars Leijonborg var gruppleddare för folkpartiet i riksdagen. Som ett led i arbetet att förankra regeringens politik i riksdagen, och säkra bättre kontakter, deltog de fyra gruppleddarna i samtliga regeringens allmänna beredningar och informella diskussioner. I diskussionerna om den ekonomiska politiken inom folkpartiet stod Anne Wibble och Lars Leijonborg ofta nära varandra.

– i förening med ett slopande av den s.k. utlandslånenormen och en koppling av kronan till D-marken.

Sista striden – kronan faller

Torsdagen den 12 november började det åter komma varningstecken.²⁰ En statsskuldsemission blev inte fulltecknad. Men bakom de nu stigande räntorna fanns också en oro för statsbudgetunderskotten och för situationen inom industrin. Såväl Saab som Volvo ansågs befinna sig i ett mycket prekärt läge. I ett e-postmeddelande till mig på kvällen skrev dåvarande statssekreteraren i finansdepartementet Urban Bäckström, att »i dag har något börjat som gör att man får lite fjärilar i magen«.²¹

Jag visste att Anne Wibble hållit socialdemokraterna i viss mån orienterade om de tankar vi hade om en förstärkning av politiken. Det fanns all anledning att se till att det interna arbetet accelererade.

Trots den annalkande krisen var allt lugnt på ytan. På måndagen gav jag mig i sedvanlig ordning ut på en av mina s k måndagsresor för att diskutera Europapolitiken i landets olika delar. Jag flög till Kemi i Finland, tog mig över gränsen till Sverige, svarade på frågor i aulan i Tornedalsskolan i Haparanda, hade telefonväkteri över lokalradion och ett intill och sannolikt över brandmyndigheternas toleransgränser överfyllt möte i Folkets Hus.

Men lugnet var bedrägligt. Under ytan såg vi hur valutaflödena

20. Dagsrapporten från finansdepartementet beskrev bakgrunden utvecklingen på detta sätt: »Det är svårt att peka ut en enskild faktor bakom uppgången. Sannolikt är det en rad olika faktorer som samtliga pekar i negativ riktning. Några faktorer som nämns är: oro för räntenivåerna i sig, industrins prekära läge, statens upplåningsbehov, svagt köpintresse för räntebärande kronpapper, oro för den finansiella sektorn, frågetecknen kring Maastricht och spekulationer om nya ERM-justeringar, senast aktualiserat av Spaniens finansminister för ett par veckor seda. Det är främst Spanien, Portugal och Irland som är närmast berörda.«

21. Citatet finns även återgivet i Bo Lundgrens bok *När bubblan brast – om den svåraste finanskrisen i Sveriges historia*, Stockholm 1998. Boken ger en omfattande och bra bild av det samlade skedet denna höst, med tyngdpunkten vid arbetet med att »rädda« det finansiella systemet.

nu tydligt vänt och i accelererande storlek lämnade landet. Detta ledde till att en del av de spänningar som fanns i Riksbanken började komma upp även till mig. Staffan Burenstam Linder, som var ordförande i riksbanksfullmäktige, förde en självständig linje. Våra kontakter genom hela detta skede var ytterligt begränsade, men nu ville han som riksbanksfullmäktiges ordförande träffa mig som statsminister för att redovisa den oro han hade för att Bengt Dennis drev kronförsvaret för långt.

Enligt honom fanns det en risk för att detta skulle äventyra Riksbanken som bank, medan Dennis helt avvisade relevansen i denna frågeställning. Spänningen gick inte att ta miste på, även om det inte var min uppgift som statsminister att ha någon åsikt i denna fråga.

Kontakterna med socialdemokraterna hade nu betydande intensitet. Problemen låg alldeles självklart på finansieringssidan. Det förslag som Anne Wibble arbetade med handlade bl a om att sänka ersättningsnivåerna i de flesta socialförsäkringssystemen till 75 procent, slopa delpensionen och höja pensionsåldern.

Den information som flödade in till mig handlade nu om en tilltagande ryktesspridning ute på marknaderna. Från finansdepartementet summerades läget på kvällen onsdagen den 18 november med att »marknaden är full av rykten« och att »på många håll, även inom landet, är man nu inställd på att kronan inom kort kommer att flyta«.

Samma kväll hade vi ett av de gemensamma möten med samtliga de fyra regeringspartiernas riksdagsledamöter som vi då och då brukade ha för att informera och diskutera viktigare frågor. Mötet var ett betydande problem. Jag visste att situationen snabbt höll på att bli kritisk, visste att de egentligen borde informeras om det och det arbetet som nu bedrevs med stor intensitet för ett tredje krispaket. Jag visste tyvärr samtidigt att om jag sade detta skulle skickliga journalister inom minuter ha lirkat ut tillräckligt med småbitar för att sedan kunna lägga pussel. Min liksom Annes föredragningar av läget blev något frånvarande – och kom senare, och det med rätta, att kritiseras för det.

Vi var på väg till en ny krisnatt. Nu var vi ense om att det inte

handlade om att beställa nattmat till Rosenbad, med all den uppmärksamhet som detta skulle leda till. Socialdemokraterna var fullt ut informerade både om läget, om de förslag vi hade lagt fram och om hur saken kunde eller borde hanteras. Vi väntade på deras reaktion.

Det gjorde vi sittande genom natten på Rosenbad. I soffgruppen i statsministerrummet planerades och väntades allt eftersom timmarna gick. Vi hade vant oss vid att beslutsprocessen inom socialdemokratin inte utmärktes av blixtnabb handläggning. Men någon reaktion kunde väl i alla fall komma?

Allt eftersom natten gick, blev det tydligt att socialdemokraterna inte avsåg att ge något besked. Det var först frampå morgonen som de dristade sig att säga detta klart ut. Det visade sig att de flesta av dem helt sonika hade gått och lagt sig när vi satt och väntade på deras reaktion för att så kunna inleda realförhandlingar inför ett överraskningspaket på morgonen torsdagen den 19 november.

Anne Wibble och jag – med stöd av partiledarkretsen i övrigt – var helt på det klara med att ett paket måste läggas fram. Att nu bara kapitulera hade inte varit möjligt. Trots allt hade vi klarat situationen sedan september bättre än väntat – ett paket av den inriktning vi nu hade arbetat fram kunde möjligen, om det hade stöd, klara oss även denna gång. Successivt vreds ju nu politiken dessutom i en riktig riktning. Det var mot denna bakgrund som Anne och jag på morgonen åter satt på presskonferens i Rosenbad och presenterade det stora tredje krispaket som vi hade tagit fram. Vi fick säga, att vi fortfarande avvaktade socialdemokraternas reaktion. Det var, i strikt mening, sant. I mer reell mening visste vi självfallet att de hade kastat in handduken och inte kunde eller ville vara med längre. Våra möjligheter att själva klara övningen var begränsade – men alternativet att på morgontimmen undvika att redovisa den politik vi trodde på bara därför att Allan Larsson gått och lagt sig var inget alternativ vi någonsin övervägde.

Det blev väntans timmar som följde. Anne och jag satt på mitt rum i Rosenbad. Lunchen bestod av några smörgåsar. Vi följde tumultet kring Riksbankens sammanträden liksom om vad som hände på marknaden. Övrig verksamhet hade ställts in.

Först fortsatte utflödet. Sedan bromsade det. Plötsligt ringde Bengt Dennis och meddelade andfått att det fanns ett inflöde. Men sedan började marknaden i New York komma igång. Dammluc-korna spolades bort. Klockan 14:28 meddelade Riksbanken att kronan flöt fritt.

I efterhand är det inte svårt att se vad som hade hänt inom socialdemokratin. Det första paketet hade de klarat av rätt hyggligt på den interna fronten. Men samtidigt hade de skapat problem genom att marknadsföra delar av dess innehåll på ett sätt som inte var korrekt. Successivt kom detta att stå klart också för den interna opinionen. Det andra paketet hade varit svårare. Kritiken från delar av den fackliga rörelsen hade varit hård. Det innehöll inga ideologiska sockerpiller av den art som det första gjort.

Man hade – helt riktigt – sett dem som en helhet som man – trots allt – var beredd att stå för. Efter visst småstrul i olika frågor hade en de facto gemensam proposition lagts på riksdagens bord. Men nu tyckte man sig stå inför en ny situation, och de paketpropåer som förmedlades från finanserna skulle i den interna diskussionen inom partiets snarare ses som den s.k. enda vägens spektakulära återkomst än som dess alldeles sista och slutgiltiga haveri. Då kunde man inte längre vara med. Den politiska kraften var slut. Kanske begärde vi alldeles för mycket.

Torsdagsförmiddagen var dock ett rätt plågsamt teaterstycke. Socialdemokraterna ville inte säga nej innan kronförsvaret havereerat, eftersom de då lätt skulle få skulden för det. Samtidigt kunde de inte på något sätt säga ja.²² Med alla till buds stående medel försökte man att säga ingenting alls, men snart nådde sanningen ut i alla fall, blinkade på alla skärmar och bidrog till det som kom att ske.

För Anne Wibble och mig återstod att åter gå ner i Bella Venezia i

22. »Socialdemokraternas taktik var att vinna tid, att undvika att svara på regeringen tills man kunde bedöma marknads och Riksbankens reaktion. Socialdemokraterna ville inte ha någon uppgörelse med regeringen och hade redan gett upp den fasta växelkursen« Dennis (1998, s. 130).

Rosenbad och hålla dagens andra presskonferens. Jag konstaterade det uppenbara – att vi alla hade misslyckats med kronförsvaret. Jag ville inte försätta mig i en löjlig situation där jag av media kunde framställas som att jag ville släta över det som hänt. Ett misslyckande var ett misslyckande.

För åtskilliga andra regeringar i Europa fortsatte det hårda arbetet att vinna trovärdighet för en fastvalutapolitik. Vi seglade alla på samma upprörda hav. Under den följande helgen tvingades såväl Portugal som Spanien bort från den fasta växelkursen. Jag hade flera samtal med statsminister Gro Harlem Brundtland i Norge i en strävan att inte göra hennes situation svårare. Hon klarade just denna omedelbara kris. Men redan den 10 december blev det nödvändigt för också Norge att göra det som först Finland och sedan Sverige tvingades till, nämligen låta valutan flyta.

Ny strategi för den ekonomiska politiken

För oss försköts nu perspektiven och politiken. Omedelbart efter presskonferensen drogs arbetet mer konkret igång med den inriktning som den ekonomiska politiken nu skulle ges. Hårdvalutapolitiken hade ofta beskrivits som en »grundbult« i den ekonomiska politiken. Nu var bulten borta, och vi måste snabbt skaffa oss en ny grund.

Hårdvalutapolitiken hade dessutom haft kopplingar till Europapolitiken som var starkare än vad de flesta inrikespolitiska bedömare tyckte inse. Jag ville inte föra in Sverige i EU som ett undantags- eller fotnotsland, utan jag ville att vi skulle in i det europeiska samarbetets kärna, då alldeles självklart inkluderande arbetet att skapa den gemensamma valutan. Också här behövdes en ny politik.

Redan några dagar tidigare hade jag ringt Assar Lindbeck och frågat honom om han var beredd att leda en ny kommission med uppgift att på ca tre månader lägga fram rekommendationer till en medelfristig inriktning av den ekonomiska politiken. Bakgrunden var, att jag var livrädd för att vi nu skulle falla ner i ett kortsiktigt konjunktorellt kolporterande som blåste bort varje möjlighet till

uthållig strukturpolitisk strategi. Jag insåg att vi just nu var i en situation där både Annes och min trovärdighet var skadad i den offentliga diskussionen i dessa avseenden. Vi hade nog haft rätt, men vi hade i alla fall fått fel. Sådan var i alla fall bilden.

Assar Lindbeck hade omedelbart tackat ja. Det var betydelsefullt. Efter vissa diskussioner sattes det som halvofficiellt kom att kallas Lindbeckkommissionen i sjön. Den redovisade sina 113 förslag i mars 1993. Lindbeckkommissionen kom att spela en avgörande roll för att återupprätta trovärdigheten och styrkan i en långsiktig spar- och reformstrategi.²³

Omedelbart efter kronfallet inleddes också en dialog mellan regeringen och Riksbanken om inriktningen av valutapolitiken. Ingen ifrågasatte att det var riktigt att nu låta kronan flyta fritt i alla fall under ett tag. Att omedelbart sträva efter en ny låsning var inte aktuellt – om inte annat så eftersom det europeiska läget ju fortsatte att vara upprört.

Mot bakgrund av de farhågor som fanns för att den depreciering med ca 10 procent som kronfallet lett till skulle leda till en ny våg av pris- och löneökningar var det naturligt att dessa diskussioner inriktades på någon form av åtminstone temporär prisstabilitetsnorm. Blott dygn efter kronfallet fördes detaljerade diskussioner om detta mellan statsrådsberedningen, finansdepartementet och Riksbanken. Detta blev som bekant också den politik som valdes.

Parallellt med dessa diskussioner fördes en delvis rätt livlig både intern och extern diskussion om hur räntepolitiken borde utformas. Inte minst från näringslivets sida, men också från dem som mer konkret arbetade med att rädda den finansiella sektorn, efterlystes en betydligt djärvare sänkning av räntan än vad Riksbanken var villig till. Att den höll emot hade sin grund i farhågor för att alltför låga korta räntor skulle leda till successivt stigande sådana med negativa följder inte minst för möjligheterna att klara statsfinanserna.

23. »Nya villkor för ekonomi och politik«. Ekonomikommisionens förslag. SOU 1993:16.

Till dem som sedermera offentligt har redovisat den kritik de då hade mot riksbankens enligt deras mening för höga räntor under denna period hör Göran Persson och Bo Lundgren.^{24 25} Men det skall i ärlighetens namn sägas, att Riksbanken hade stöd av finansdepartementet, och att dess chef hade stöd av statsministern.

Även om diskussionen om den omedelbara politiken så gott som omgående inriktades på en prisstabiliseringsnorm, bibehölls det långsiktiga perspektivet. När Olle Wästberg och Thomas Franzén den 22 november i Bryssel träffade EG:s monetära kommitté kom den att ägna betydande uppmärksamhet åt Sverige. De bägge företrädarna för regering och Riksbank meddelade, att vi nu inriktade politiken på »ett anti-inflationsprogram med syfte att så snart som möjligt återgå till en fast växelkurs och att finna en anslutning till ERM innan Sverige blir medlem av EU«. Inställningen från kommitténs ledamöter visade förståelse, även om den omedelbara frågan på deras dagordning då var nödvändigheten av nedjustering av Spaniens och Portugals valutor.

Samma signal sände jag i ett större offentligt anförande inför Aktiefrämjandet i Globen tisdagen den 22 november: »Det finns inget egenvärde i att den svenska kronan flyter. När vi har bringat reda i vår ekonomi och när ERM-systemet har funnit en hållbar form skall vi se till att vi kan medverka helt och fullt i detta samarbete, och att detta i sin tur kan utvecklas till en europeisk monetär union.«

Inriktningen var således tydlig. Omedelbar fokusering på prisstabilisering för att förhindra att deprecieringen gav fart åt en ny inflationsbrasa följd av en orientering mot ERM-systemet och en gemensam valuta. För oss som gått igenom krisens månader var inriktningen på denna nu om möjligt än starkare än tidigare – lik-

24. I *Den som är satt i skuld är icke fri* skrev Göran Persson 1997 att det var ett »misstag som i efterhand är uppenbart... att Riksbanken efter kronfallet inriktade penningpolitiken på att hålla kronans värde uppe. Riksbanken sänkte styrräntorna mycket långsamt, vilket sannolikt bidrog till att Sverige under lång tid fick dras med onödigt höga räntor.«

25. Bo Lundgren (1998) skrev att det var »uppenbart att en fortsättning av högräntepolitiken skulle hålla nere den ekonomiska utvecklingen samtidigt som situationen i det finansiella systemet skulle förvärras«.

som insikten att det skulle komma att ta betydligt längre tid.

Under början av 1993 stabiliserades så en ny inriktning av den samlade politiken. Med det inflationsmål som successivt formulerades i en dialog mellan regering och Riksbank gavs valutapolitiken en inriktning som kommit att bli bestående sedan dess. I och med den s.k. Lindbeckkommissionens förslag, som sedan följdes upp i regeringens kompletteringsproposition den 22 april 1993 med dess s.k. Nathalie-plan för långsiktig sanering av statsfinanserna, gavs den ekonomiska strukturpolitiken ny stadga.

Utmaningarna var dock inte slut med detta. Under första halvåret 1993 fortsatte oron på den europeiska valutamarknaden med spekulationsattacker på främst den franska francen, danska kronan och belgiska francen. Dessa ledde till att EG:s finansministermöte den 2 augusti 1993 beslutade att vidga bandbredden i ERM-systemet till 15 procent både uppåt och nedåt, vilket i praktiken innebar att man tillfälligt suspenderade hela systemet.

Sådant blev då facit av den fjorton månader långa europeiska valutastormen mellan 2 juni 1992 och 2 augusti 1993. G10-gruppens rapport talade om hur de internationella valutatransaktionerna trefaldigades under de gånga fem åren, med belopp kring 900 miljarder dollar dagligen i omsättning. Det var inte bara lilla Sverige som inte hade förmått att stå emot.

Successivt återupprättade emellertid EU-länderna ERM-systemet med dess inriktning på den gemensamma valutan. Vi kan konstatera, att betydande delar av den politik som lades fast under 1992 och 1993 har kommit att bli bestående. Det gäller först och främst inflationsmålet. Vad gäller de nödvändiga strukturella reformerna innebar regeringsskiftet 1994 först en rejäl period av »återställare« där allt skulle vridas tillbaka, men därefter under trycket av akut ekonomisk kris en förnyad inriktning på sanering av statsfinanserna, om än nu tydligt med tyngdpunkten på skattehöjningar i stället för på utgiftsneddragningar.

Vi har fått viktiga strukturella reformer. Socialdemokraterna släppte sitt motstånd mot en självständig Riksbank, vilket var av stor betydelse. Arbetet med nya former för beslutsfattande om statsbudgeten fullföljdes i ett arrangemang som mycket påtagligt stärkte

regeringsmakten i förhållande till riksdagen. En längre mandatperiod skapade bättre förutsättningar också för den ekonomiska politiken. Överenskommelsen om ett nytt pensionssystem kom successivt att föras i hamn. Så gott som allt detta har sin grund i det som initierats under åren i början av 1990-talet.

I början av 1990-talet var ambitionen – i alla fall från Ny Start-kärnan i den borgerliga koalitionen – att föra Sverige in i EU:s ekonomiska och monetära union utan reservationer. Vi slutförde förhandlingarna om medlemskap i EU i början av 1994 utan att göra någon reservation i förhållande till våra fördragsmässiga förpliktelser i detta sammanhang. Vi hade för detta också socialdemokraternas stöd.

Inför folkomröstningen om anslutningsfördraget i november 1994 fanns det från socialdemokraternas sida, liksom från näringslivets, en önskan om att just denna del av anslutningen skulle tonas ned. Jag tillhörde dem som ansåg att detta var felaktigt. Detta hade sin grund inte minst i erfarenheterna från den dramatiska hösten 1992. Jag bedömde det som att det fanns ett betydande stöd för tanken på en fast valutaregim. Jag såg dessutom betydande långsiktiga risker i att bara marknadsföra en »EU Light« när vi ju so oder so skulle komma att ställas inför dessa avgöranden relativt snart. Då skulle vi riskera att drabbas av en trovärdighetskris. Jag var mån om att i samtliga mina egna framträdanden i folkomröstningskampanjen också tala om den gemensamma valutan som ett starkt skäl för Sveriges medlemskap i EU.

Utvecklingen blev – som bekant – en annan. Hösten 1997 föreslog regeringen till riksdagen att Sverige inte borde ansluta sig till det tredje steget i den ekonomiska och monetära unionen. Därmed var det knappast heller aktuellt med någon svensk anslutning till det ERM2 som ju hade karaktären av »förrum« till den gemensamma valutan.

Nu står vi på nytt inför avgörandet om valutapolitiken. Det handlar om att återta ansträngningarna att också på detta område föra Sverige in i det europeiska samarbetets kärna. Samtidigt infinner sig åter frågor om vi gjort tillräckligt för att åtgärda de svagheter i vår struktur- och vår stabiliseringspolitik som tillsammans bär ansvaret

för den nominella devalvering av vår krona med närmare 90 procent som skett under det långa skedet sedan början av 1970-talet.²⁶

Referenser

- Bildt, Carl, (2001), »Det långsamma uppvaknandet – om skiftet i den ekonomiska politiken« i Nils G. Åsling (red.), *Maktskifte – regeringarna Fälldin och den politiska miljön i 1970-talets Sverige*, Ekerlids, Stockholm.
- Bildt, Carl, (1991), *Hallänning – svensk – europé*, Bonnier Fakta, Stockholm.
- Dennis, Bengt, (1998), *500%*, Bokförlaget DN, Stockholm.
- Jonung, Lars, (red.), (1991), *Devalveringen 1982: rivstart eller snedtändning: perspektiv på svensk devalveringspolitik*, SNS Förlag, Stockholm.
- Jonung, Lars, (1999), *Med backspegeln som kompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess*, (Ds 1999:9), ESO.
- Lundgren, Bo, (1998), *När bubblan brast – om den svåraste finanskrisen i Sveriges historia*, Bokförlaget DN, Stockholm.
- »Ny start för Sverige«, ekonomisk-politiskt program för Moderaterna och Folkpartiet Liberalerna, april 1991.
- »Ny start för Sverige – nu nödvändigare än någonsin«, ekonomisk-politiskt program för Moderaterna och Folkpartiet Liberalerna, augusti 1991.
- Persson, Göran, (1997), *Den som är satt i skuld är icke fri*, Atlas, Stockholm.
- Riksbankens Inflationsrapport 2001:3.
- SOU 1993:16 »Nya villkor för ekonomi och politik«.

26. »Sedan 1975 har kronans effektiva nominella växelkurs, mätt med TWT-index, försvagats med närmare 90 procent. Ungefär hälften av denna försvagning kan förklaras med att den svenska inflationen under en lång tidsperiod var högre än i vår omvärld. Den resterande delen av försvagningen beror på att den s.k. reala växelkursen deprecierat.« Riksbankens Inflationsrapport 2001:3.

3. I stormens öga med strid på flera fronter

»Jag hoppas att Anne Wibble ger sig tid att skildra hur hon upplevde det som hände hösten 1992«, skriver Bengt Dennis några år senare i sin bok 500%.¹

Den tiden fick den f.d. finansministern dock aldrig. Anne Wibble avled i cancer i mars 2000. Hade hon fått tillfälle hade hon haft tillgång till en samling av egna anteckningar, sparad e-postkorrespondens med andra statsråd i regeringen, uppteckningar från samtal med kolleger i andra länder, partikolleger och tjänstemän på finansdepartementet, sparade PM om krisförhandlingarna med den socialdemokratiska oppositionen och andra anteckningar från den skickensediga period då hon var ansvarig för den ekonomiska politiken i landet. Anne Wibble förde dessvärre ingen systematisk dagbok.

Detta är vårt försök att med hjälp av Anne Wibbles egna sparade papper kasta ett ljus över händelseförlopp och överväganden som hon själv inte fick möjlighet att beskriva och analysera. De anteckningar, PM etc., som finns i arkivet, vilket är offentligt sedan år 2000, är inte skrivna, sparade eller tillrättalagda för någon annan att läsa.² Det faktum att hon sparat just detta material får dock tas som indikation att det var just dessa anteckningar och texter som Anne Wibble själv skulle ha velat använda om hon fått tillfälle att

1. Dennis (1998, s. 8).

2. Anne Wibbles osorterade papper lämnades efter hennes död av Jan Wibble till Riksarkivet där de nu finns att läsa. Till detta arkiv har senare fogats Hamiltons och Stuarts sparade dokument från perioden.

skriva om denna tid. Materialet är kompletterat med våra egna anteckningar och verifierade minnen.³

En sommaravspänd minister augusti 1992

Fredagen den 28 augusti 1992 lunchar Anne Wibble hemma hos sin mammalediga stabschef och summerar läget. Anne Wibble är utvilad, solbränd och full av energi inför höstens arbete. Men en sak är inte bra: regeringsledamöterna, inklusive finansministern själv, hade inte alls förstått vilka förväntningar som omvärlden hade haft på att mötet på Harpsund tidigare i veckan skulle resultera i konkreta åtgärder för att minska budgetunderskottet. Verklighetsbilderna gick inte ihop: »Vi för inte kvartalspolitik«, betonar Anne Wibble och andra, medan marknadsaktörer och media anser att just nya åtgärder är vad som behövs i det oroliga läget. Anne Wibble är helt klar över att denna missbedömning av förväntningarna på Harpsundsmötet kostat regeringen en hel del i förtroendekapital.

Oron på de finansiella marknaderna hade under sommaren varit betydande och spred sig från land till land. Bengt Dennis menar i sin bok att värst utsatta var de länder som likt Sverige hade sina egna ekonomiska fundamenta i dåligt skick, och att man får gå ända tillbaka till Bretton Woods-systemets sammanbrott två decennier tidigare för att finna någon valutakris av jämförbart snitt.⁴ Med facit i hand kan man konstatera att paradigmskiftet var mer genomgripande än när Bretton Woods-systemet för fasta växelkurser övergavs i början av 1970-talet. (Se kapitel 1 i denna volym.) Valutakriserna i Europa 1992–93, och sedan Asienkrisen 1997–98, tydliggjorde att en ny tid kommit med möjlighet för marknadsaktörer att på mycket kort tid mobilisera valutaflöden av tidigare okänd storlek för att sättas in i spekulativa attacker mot länder med fast växel-

3. Carl B. Hamilton var 1991–93 riksdagsledamot (fp) och politiskt sakkunnig i finansministerns stab; i oktober 1993 efterträdde han Olle Wästberg som statssekreterare. Ulrika Stuart var stabschef hos finansministern 1991–94, men föräldraledig under ett antal månader 1992.

4. Dennis (1998, s. 140).

kurs och med någon form av problem – oftast självförvållade, men även utifrån givna. Ett exempel på det senare är Finlands förlust av den viktiga handeln med Sovjetunionen efter 1989.

Idag är den konventionella visdomen att länder har att välja en av två poler: antingen flytande växelkurs eller medlemskap i en valutaunion, typ EMU. En ensidigt deklarerad fastkurspolitik av det slag Sverige och flera andra länder hade 1992 har få tillskyndare anno 2003. Ett medlemskap i EMU är ett helt annat slags växelkursarrangemang än det som Sverige hade före den 19 november 1992. Länder som väljer ett mellanläge mellan polerna, och det har funnits flera varianter, riskerar i dagens globaliserade värld att förr eller senare få problem med trovärdigheten. Efter Europas valutakriser i början av 1990-talet kom Mexikokrisen, och framför allt Asienkrisen 1997–98. Men det uppstod även kriser i Ryssland, Brasilien, Turkiet, Argentina m.fl. Att vi trätt in en ny tid – med möjlighet till stora spekulativa attacker ofta i kombination med lättväckta kriser i ett lands finansiella system – insåg ingen den fulla vidden av år 1992.⁵

Vårens verklighetsbild

I början av 1992 publicerades en långtidsutredning med utblick över 1990-talet (LU 92).⁶ Ett viktigt tema i utredningen var Sveriges långvariga problem med en inflationistisk lönebildning. Utredningen förespråkade ökad rörlighet i pris- och lönebildningen och bl.a. förändringar i arbetslöshetsförsäkringen och förhandlings-systemet. LU 92 varnade även för att en högre inflation och växande budgetunderskott »kan sätta förtroendet för den svenska valutatan på spel«. Grundtonen i LU 92 var trots dessa varningsord påfallande optimistisk. Ett avsnitt bär rubriken »Den stabila återhämtningen«. Sammanfattningen av sammanfattningen har överskriften »Det goda årtiondet« om 1990-talet. LU 92 konkluderar att »En slutsats av [utredningens] scenarier är att det finns förut-

5. Se Fisher (2001).

6. SOU 1992:19, *Långtidsutredningen 1992*.

sättningar för en god ekonomisk utveckling under [1990-talet]«. ⁷ Sådan var verklighetsbilden när Lars Heikensten, i februari 1992, signerade Långtidsutredningens förord i sin egenskap av chef för den ekonomiska avdelningen på finansdepartementet. Få, om ens någon, anade vad som komma skulle.

Finland hade devalverat redan den 15 november 1991. Spänningar inom det europeiska systemet för valutasamarbete (EMS) och dess växelkurssamarbete ERM blev tydliga i början av 1992, särskilt när det sjönk in att danskarna faktiskt röstat nej till Maastrichtfördraget i början av juni 1992. Som ett slags politisk motoffensiv, med syfte att återställa förtroendet för valutasamarbetet och planerna på EMU, beslöt den franske presidenten efter det danska nejdet att hålla omröstning om samma fördrag den 20 september. Det ökade oron ytterligare eftersom få – särskilt i London City – kände sig lika övertygade som president Mitterrand om att det fanns en stor tyst majoritet hos det franska folket för Maastrichtfördraget. Istället för att lugna valutamarknaderna ökade därför pressen under sommaren på bl.a. den italienska liran och det brittiska pundet, som i likhet med de flesta europeiska valutor hade en fast växelkurs inom ERM-systemet.

Regeringschefens försommartankar

Inför sommaren 1992 försåg Carl Bildt regeringsledamöterna med en PM »för tankar under sommaren«. Anne Wibble hade i förväg fått tillfälle att ge synpunkter (den 24 maj). ⁸ Bildt konstaterar i utkastet till Anne Wibble att det behövs en uppdatering av »färdplanen« för regeringen. Bildt är också bekymrad för bilden utåt: »Här finns nu betydande brister. Bilden av regeringen riskerar att bli läckornas och tillfälligheternas fånge. Denna utveckling måste

7. Ibid., s. 23.

8. Bilaga till e-postmeddelande från Carl Bildt till Anne Wibble 25 maj kl. 11.35. Den uppmärksamme läsaren kommer att notera att vårt sätt att skriva datum varierar och kan verka inkonsekvent, men det finns goda skäl för variationen: om någon vill kunna hitta i Anne Wibbles – ännu osorterade – arkiv är dateringen en hjälp; vi har helt enkelt skrivit så som det står på respektive dokument.

styras upp.« Han är dock föga imponerad av den socialdemokratiska oppositionspolitikerna: »Wachtmeister [ledare för Ny Demokrati, (nyd)] är en bättre och effektivare oppositionsledare än Carlsson.« Under punkten »Besparingar/skatt« konstaterar Bildt att »[detta är] vid sidan av familjepolitiken den inom regeringen mest besvärliga frågan under återstoden av detta år.« Det är tolkningen av det redan aviserade sparmålet om 30 mdr kronor som Bildt oroar sig för – inte alls de avsevärt större krav som senare skulle komma att diskuteras. »Delade meningar råder [...] om vikten av att rejält reducera det strukturella [långsiktiga budget]underskottet, respektive att skapa ett utrymme för fortsatta skattesänkningar. Spänningar [finns] inom främst Fp. [Bengt Westerberg]-linjen tenderar att få stöd av främst C[entern] men även KDS [Kristdemokraterna] enligt principen om minsta motståndets lag«, skriver Bildt till Anne Wibbe.⁹ En allmän diskussion om den långsiktiga ekonomiska politiken på temat »Välfärdsstaten versus tillväxtstaten« är vad Bildt framöver vill se i regeringskretsen under sommaren och hösten. »Detta [skall] bilda underlag [...] för den ekonomiska höstproppen med ställningstagande bl.a. till LU 92.«

Var stod socialdemokraterna våren 1992? Trots ett redan betydande budgetunderskott förordar de en traditionellt expansiv finanspolitik. I den finansdebatt som avslutar vårens arbete i riksdagen yrkar Arne Kjörnsberg (s) för sitt partis räkning bifall till ökade offentliga utgifter inriktade på hushållen, kommunerna samt ökade infrastrukturinvesteringar om 40 mdr kronor över två år.¹⁰

När man som vi gör år 2003 skriver om valutakrisen 1992 och regeringens krishantering måste man hela tiden hålla i minnet att det parallellt med de skeenden denna bok handlar om för regeringen var »business as usual« på alla andra områden. Statsministern är samtidigt djupt engagerad i Baltikums utveckling, risken för att »St. Petersburg mycket väl kan bli ett nytt Calcutta«¹¹, och framför allt fördrivningarna och flyktingarna i f.d. Jugoslavien. Avtalsrörelsen 1993 uppfattas som ett orosmoln och, precis som LU 92 varnat för,

9. Ibid.

10. Riksdagsdebatt 10 juni 1992.

11. Bilaga till e-postmeddelande från Carl Bildt till Anne Wibbe 25 maj kl. 11.35.

ett hot mot den långsiktiga sysselsättningen. Bildt planerar därför en »informell dialog« mellan regeringen och LO om de ekonomiska förutsättningarna. I EU-frågan – statministerns hjärtefråga – »måste samrådsformerna [med socialdemokraterna] lösas på ett sätt som de uppfattar som rimligt« understryker han.¹²

Statsministerns majtext andas på det hela taget optimism och lugn – inga stora oväder på internationella marknader syns i hans lakoniska konstateranden om diverse tillkortakommanden inom olika politikområden, brist på samordnad marknadsföring av rege- ringspolitiken eller behovet av »färdplaner« för det politiska arbe- tet inför hösten.

Skiljelinjer inom folkpartiet liberalerna

Redan den 20 januari 1992 hade Bengt Westerberg offentligt tagit avstånd från Anne Wubbles första finansplan som finansminister i en tidningsintervju.¹³ »Min bedömning är annorlunda än den som görs i finansplanen. De preliminära bedömningar som det talas om där är jag inte säker på blir de som vi kommer att göra senare i vår, säger vice statsministern. Han medger att han har en annan syn på behovet av skattesänkningar än den som redovisas [...] i finansplan- en«, säger Bengt Westerberg i intervjun. Anne Wibble var inte informerad och blev chockad när hon samma morgon till frukosten i London per telefon från en medarbetare fick kunskap om inter- vjun.¹⁴ Ett långt intensivt samtal med Bengt Westerberg följde. Intervjun oroade även andra regeringsledamöter.¹⁵

Från Staffan Herrström i samordningskansliet och sin partiledare Bengt Westerberg fick Anne Wibble under maj 1992 långa texter med frågor kring, och stor skepsis till, besparingspolitiken, såväl den som presenterats i vårbudgeten 1992 (på den tiden kallad kom-

12. Ibid.

13. Intervju med Bengt Westerberg av Sigfrid Leijonhufvud i Svenska Dagbladet 20 januari 1992.

14. Mats Nyman, som beledsagade henne i London.

15. Se t.ex. Lundgren (1998, s. 79-80).

pletteringspropositionen, KP), som kraven på att ytterligare besparingsförslag skulle tas fram för att ha i beredskap.

I en PM till Anne Wibble och Carl Bildt, daterad 10 maj 1992, och efter att ha gjort en egen bedömning av omfattningen av de diskuterade besparingarna och kommit fram till att de nog i själva verket uppgår till 40 mdr kronor snarare än de 30 som angetts i vårpropositionen, konstaterar Bengt Westerberg att »min bedömning är att denna regering omöjligen kan klara av sparkrav av denna storleksordning, vare sig politiskt eller parlamentariskt«. ¹⁶ Hans slutsats blir att antingen får man konstatera att »så drastiska åtgärder är inte nödvändiga«, eller – om Sverige faktiskt skulle befinna sig i en så djup kris att de *är* nödvändiga – »man bör i så fall allvarligt pröva möjligheten att bilda en bredare koalition där också socialdemokraterna är med«. Westerberg förordar här den första slutsatsen: »inte bara för att den är den trevligaste utan därför att jag inte kan tro att Sveriges problem är så djupa att vi inte skulle kunna klara pensioner m.m. [...] Jag är övertygad om att krismedvetandet är otillräckligt inte bara hos mig utan hos svenska folket och de aktuella partierna för att en bred koalition nu [i maj 1992] skulle vara möjlig. Först om utvecklingen skulle leda till en räntechock eller liknande torde det finnas utrymme för att seriöst pröva denna lösning.«

Bengt Westerbergs politiskt-taktiska slutsats – i ljuset av hans mera optimistiska syn på det ekonomiska läget – blir därför att »vår hypotes måste vara att de åtgärder vi har vidtagit eller aviserat på nedskärningssidan i allt väsentligt är tillräckliga. De kommer att ge oss den absoluta merparten av de besparingar vi [regeringen] har talat om i [vårbudgeten]. I det läget vore det en politisk dumhet att börja ta fram besparingar på [ytterligare] 12–18 nya miljarder [kronor] i departementen. Vi kommer förr eller senare att få en debatt om förslag som inte vi själva eller våra egna accepterar. Jag är alltså mycket skeptisk till det lämpliga i att finanserna nu skall gå ut och begära in sådana förslag [från andra departement]. Om det skulle

16. PM, »Synpunkter på LUSEN m.m.«, daterad 1992-05-10. »LUSEN« står för »långsiktig utgiftsstrategi«.

visa sig att jag är för optimistisk och vi får problem av ett eller annat slag – men först då – finns det skäl att ta en seriös diskussion med socialdemokraterna om hur Sverige skall styras.«¹⁷. Bengt Westerberg vill här alltså ställa Carl Bildt och Anne Wibble inför valet att antingen spara mera – men i så fall tillsammans med socialdemokraterna – eller att *inte* alls spara mera.

Efter detta utbryter en intensiv – om än också ganska traditionell – diskussion om den egentliga innebörden av besparingsförslag och vårbudgetens sparmål. På ena sidan stod finansdepartementet och å den andra Bengt Westerbergs förlängda arm in i statsrådsberedningen, samordningsstatssekreterare Staffan Herrström. I frågan om departementens besparingar inlevereras – trots Bengt Westerbergs skepsis – besparingslistor, men av ojämn kvalitet. Till exempel inkommer det moderatledda försvarsdepartementet (Anders Björck) inte med ett enda besparingsförslag trots den internationella avspänningen efter Berlinmurens fall. Bo Könberg föreslår däremot lojalt bl.a. ökad självrisk i sjukförsäkringen till Harpsundsmötet i augusti 1992. »BW-linjens« företrädare – Staffan Herrström – är dock ovillig till några skattesänkningar netto, utan vill att finansdepartementet och regeringen skulle nöja sig med en sänkt skattekvot (skatternas andel av BNP) åstadkommen genom en ökning av BNP – dvs. genom ekonomisk tillväxt – och inte genom en minskning av skatteintäkterna (räknat i kronor).¹⁸

För att om möjligt lösa upp motsättningarna överlämnar Bengt Westerberg och Anne Wibble frågorna under sommaren och semestrarna till Staffan Herrström och Olle Wästberg, den senare statssekreterare i finansdepartementet. De två levererar en lång PM till folkpartiets partiledning i början av augusti 1992. Budgetunderskottet för 1992 angavs då bli 3,9 procent av BNP, och för 1993 ca 4,9 procent av BNP. (Dessa tal kan jämföras med den nu aktuella

17. Bilaga till e-postmeddelande från Bengt Westerberg till Anne Wibble, Carl Bildt och Staffan Herrström 10 maj kl. 14.53.

18. E-postmeddelanden från Staffan Herrström till Anne Wibble m.fl. 11 maj 1992 kl. 19.29 och 13 maj 1992 kl. 15.41 samt bilaga till e-postmeddelande från Staffan Herrström till övriga samordningsstatssekreterare och Olle Wästberg 15 juni 1992 kl. 21.40.

maxgränsen 3,0 procent, stipulerad av EU:s stabilitetspakt.) Texten är mager i fråga om makroekonomisk analys: »Vi har hittills haft kontroll över budgetens utgiftssida men har överraskats av snabba fall i inkomsterna. BNP för 1992 kommer att sjunka mer än regeringen beräknade i [vårbudgeten].« Det strukturella budgetunderskottet är »som lägst mer än 40 mdr kr (Finansdepartementet) och som högst mer än 70 mdr kronor (Riksbanken) *än vad som brukar anges*« (vår kursivering). Författarna själva ansåg att »såvitt nu kan bedömas [är de förslag om skatter och besparingar] som föreslås i denna PM förenliga med både en ansvarsfull ekonomisk politik och [folkpartiets] politiska strategi«. ¹⁹

Att förslagen inte räckte till för en ansvarsfull ekonomisk politik borde ha varit uppenbart för de inblandade redan när det skrevs. Dokumentet är en detaljrik kameral genomgång av utgifter och inkomster, kombinerad med en närmast total frånvaro av övergripande analys av den makroekonomiska utvecklingen. Inte minst saknas en diskussion av orsakerna bakom det konstaterade snabba fallet i inkomster och det snabbt ökade budgetunderskottet. Att åtgärder hastade, eller att förtroendet för den ekonomiska politiken skulle komma att bli ett problem, finns inte nämnt över huvud taget. Måhända invagar detaljrikedomen och kunskaperna i budgetfrågorna delar av folkpartiets partiledning i en känsla av trygghet och kontroll av läget, eller så förmår man helt enkelt inte mentalt ta in det snabbt försämrade makroekonomiska skeendet. Dokumentet innehåller t.ex. inget om den internationella utvecklingen, banksektorns situation, el. dyl. De två statssekreterarna förefaller ha suttit så djupt försjunkna i budgetarbetets labyrinter på Olle Wästbergs vackra sommarställe att de inte märker att det blåste upp till storm utanför fönstren.

Finansministerns Harpsundsförberedelser

Av Anne Wibbles egna förberedelser inför Harpsundsmötet 22–24

19. PM »Angående budgetunderskott, skattehöjningar och besparingar«, 1992-08-10, av Staffan Herrström och Olle Wästberg.

augusti framgår dock med stor tydlighet att hon är mycket medveten om den ekonomiska nedgången och vill undvika att fastna i budgetdispyter. Hon planerar noga för att försöka få regeringskollegerna att inse allvaret i den makroekonomiska situationen. Diga texter om »Det aktuella ekonomiska läget«, »Vad kostar arbetslösheten?«, »Arbetsmarknadspolitiken hösten 1992« och en genomgång av olika indikatorer och variabler över ekonomins utveckling tas fram för att undervisa de andra om hur det mesta förändrats till det sämre sedan vårbudgeten lades fram i april. Hon begär även underlag för förslag om höjd bensinskatt.²⁰

Den 17 augusti skriver Anne Wibble en PM som en del av förberedelserna: »I [vårbudgeten] antogs BNP krympa med 0,5% i år och växa med blygsamma 0,8% 1993. [...] Många tecken tyder på en något större krympning i år och likaså troligen svagare tillväxt nästa år [1993]. [...] Budgetunderskottet kommer säkert att bli högre än vad som angavs i [vårbudgeten]. [...] Marknadens reaktion på högre underskott kommer sannolikt att bli allt häftigare. [...] Den politiska osäkerheten har också ökat under sommaren. Debatten om karensdagarna, som symbol för regeringens svårigheter att få igenom sina förslag i riksdagen, har bidragit. Detsamma gäller nog en viss tendens hos statsråden (ingen nämnd och mig själv ej undantagen) att under sommaren uppträda mer som företrädare för sitt parti än företrädare för regeringen. Denna vecka har socialdemokraternas osäkerhet i fråga om den monetära unionen också drivit upp räntorna. [...] Sammantaget kan man säga att svensk ekonomi ligger och stampar i botten av konjunkturen. Det kan vända uppåt, men troligare är en mycket svag höst, med fortsatt negativa signaler, stigande räntor och stigande arbetslöshet. Även om 1993 blir bättre kommer vintern 92/93 att bli eländig.«²¹

I sitt förberedelsemanus går Anne Wibble sedan över till det som senare skulle betonas om och om igen: »Den ekonomiska politiken bygger på långsiktighet och strukturella förändringar för att få igång tillväxten.« Efter en genomgång av alla de reformer som

20. Se Lundgren (1998, s. 120).

21. PM daterad 92-08-17 av Anne Wibble med förberedelser för den ekonomisk-politiska diskussionen på Harpsund.

genomförts eller beslutats konkluderar Anne Wibble: »Den som så önskar skulle med gott samvete kunna säga att vi har gjort allt och litet mer än innehållet i regeringsprogrammet Ny start för Sverige. *Problemet är att svårigheterna var större än vi trodde och att verkligheten inte stått stilla*«²² (vår kursivering).

Till denna verklighet hör i allra högsta grad förväntningar och reaktioner. Anne Wibble skriver i sin bok *Två cigg och en kopp kaffe* från 1994: »Min plan var att i början av oktober lägga en proposition med bakgrundsbeskrivning och konkreta förslag för att stimulera tillväxten, och följa upp vårens besparingsförslag. Marknadsdramatiken skulle dock snart ta över alla planer och själv bestämma dagordningen. Den ökande oron kring det europeiska valutasamarbetet EMS och den finska marken smittade av sig på kronan. De sista veckorna i augusti registrerades valutautflöden på 30 miljarder kronor.«²³

Ordet »förtroende« är snart på var kvinnas och mans läppar när det gäller den ekonomiska politiken. Såväl ekonomer som politiker betonar behovet av ökat förtroende för den ekonomiska politiken som en förutsättning för lägre realräntor och framgång. »Vad är det som hindrar en uppgång? Delvis internationellt men realräntan värst. Realräntan efter skatt 10%! Jämför 1921. Räntorna borde inte ha gått upp som de gjort i Sverige. [Det har] skett på grund av politisk osäkerhet – om regeringens stabilitet, om vi klarar interna problem, om vi får igenom i riksdagen, etc.«²⁴ Nästa dags PM (18 augusti) om budgetpolitik återkommer till temat i en anteckning som får inleda: »Allt som ökar förtroendet är stimulerande ty får ner räntan! Fullfölj politiken 'den ekonomiska politiken ligger fast'.«²⁵

Anne Wibble fortsätter bekymrad och insiktsfull: »Om man bortser från den politiska dimensionen, borde [det] vara fortsatt minskade utgifter mer än [vi] tidigare sagt och 'fine-tuning' [finjustering

22. PM daterad 92-08-17 av Anne Wibble med förberedelser för den ekonomisk-politiska diskussionen på Harpsund.

23. Wibble (1994, s. 24).

24. PM av Anne Wibble 92-08-17.

25. PM av Anne Wibble 92-08-18.

av finanspolitiken genom] mer eller mindre skattesänkning. Men som sagt, obefintlig acceptans hos väljarna.« Tvärtom, konstaterar hon: »Det finns ett mycket 'stort reformtryck' [...] Det är mycket lätt att komma till summor som vida överstiger 20 mdr kr. Därtill kommer allehanda önskemål om sänkta skatter. Min slutsats är att vi bör göra allt tänkbart redan i [budgeten som läggs i januari 1993] och inte hålla på några förändringar/besparingsförslag till senare. [...] Om vi inte tror det räcker måste vi fundera på inkomstförstärkningar [...] samt omprövning av [redan] utlovade reformer. [...] Det centrala är att öka förtroendet för regeringen, hållfasthet, den ekonomiska strategin. Därför krävs fortsatta strukturella utgiftsändringar. De inkomstförändringar som bör övervägas är sådana som är förenliga med tillväxtstrategin. [...] I det politiska perspektivet är det nödvändigt för regeringens inre sammanhållning att alla partier gör uppoffringar.«²⁶

Den 19 augusti träffar bl.a. finansministern, statsministern och socialministern en rad ekonomer (däribland Assar Lindbeck, Lars Calmfors och Ulf Jakobsson) som är inbjudna till en lunch för att diskutera det ekonomiska läget. Av Anne Wibbles minnesanteckningar framgår att begreppet »förtroende« spelar en nyckelroll även här, och att hon vill ta fasta på deras resonemang om hur just förtroendet för den ekonomiska politiken ska kunna förbättras. »Allt som ökar förtroendet är expansivt. Ha läget under kontroll, bestämd utstakad linje...«, noterar Anne Wibble. Ulf Jakobsson påpekar att regeringen måste ligga »ett steg före händelserna«, men att finansdepartementet verkar vara »ett steg efter händelserna«, att realräntan är det stora problemet och att inhemsk efterfrågan är förvånansvärt hög, men sannolikt kommer att svikta senare. Jakobsson är tveksam till ytterligare expansiv politik. Om något, bör det i så fall vara arbetsgivaravgiftssänkningar hellre än något »massivt A-paket«, menar han. Mängden taktisk-politiska uppslag från ekonomerna är påfallande stor, vilket måhända återspeglar en viss vilshenhet i sak.²⁷

26. Ibid.

27. Anne Wibbles minnesanteckningar från ekonomlunch 92-08-19.

Ingemar Hansson, som nu efterträtt Lars Heikensten som chef för finansdepartementets ekonomiska avdelning, kommenterar diskussionen i en PM påföljande dag (20 augusti). Hansson avråder bestämt från en expansiv finanspolitik genom ofinansierade skattesänkningar under »denna höst« både med tanke på »budgetunderskottets storlek och förmågan att föra en ansvarsfull budgetpolitik.«

Diskussionerna gör avtryck två dagar senare i förberedelserna för en »tillväxtproposition« och Harpsundsmötet. Nu är planeringshorisonten närmare än januari 1993. I en PM, daterad 21 augusti, skriver finansministern att »det politiska syftet är att återta initiativet, visa att regeringen har kontroll, styra i stället för att styras. [...] [Det] som absolut inte får ske är att regeringen lägger fram en proposition med dystra framtidsutsikter utan åtgärder. Det var vad som skedde hösten 1990 [under socialdemokratisk regering med Allan Larsson som finansminister], med räntechock och krispaket som följd. Det bästa vore om propositionen kunde läggas tidigt i oktober med ett stort antal konkreta förslag. Det bör undersökas om detta är tidsmässigt möjligt.« Därefter radas upp en lång rad konkreta förslag. I slutet konstaterar Anne Wibble: »Att vänta med propositionen till november kräver något annat initiativ i början av oktober, annars ökar oron, misstron till regeringen, räntorna, etc. Detta [upplägg] förutsätter [dessutom] att omröstningen i Frankrike [den 20 september om Maastrichtfördraget] ger ett ja. [...] Ett nej skulle omedelbart leda till högre räntor, oro i Europa, större effekt i Sverige, pessimism om svenskt [EU-] medlemskaps tidtabell etc.«²⁸

Harpsundsmötet

Så kommer Harpsundsmötet. I pressen skämtas efteråt om kräftska och allmänt glam. I *Två cigg och en kopp* kaffe menar Anne Wibble att krisinsikten inte var tillräcklig, och att »några realdis-

28. »Tillväxtpropositionen och politisk strategi«, AW 92-08-21.

kussioner om budgetsaneringen fördes [...] inte«. ²⁹ Det kan vi knappast hålla med om, men om diskussionen var tillräckligt »real« och hade relevant fokus kan man naturligtvis tvista. Det fördes dock en ganska intensiv ekonomisk-politisk diskussion på Harpsund, förefaller det, och den interfolierades dels av frågan om hur regeringen skulle hantera det parlamentariska läget – samarbete eller inte samarbete? –, dels av frågan om höjd bensinskatt.

Den bredare diskussionen om ekonomisk politik inleds med inlägg av arbetsmarknadsminister Börje Hörnlund, skatteminister Bo Lundgren, Carl Bildt och den moderata riksdagsgruppens ordförande Lars F. Tobisson. ³⁰ De tre senare oroar sig för en alltför stark åtstramning och skattehöjningar, särskilt på bensin. Tobisson formulerar ståndpunkten bäst – i Anne Wibbles anteckningar – som att « finanspolitiken [bör vara] så lätt som försvaret av valutakursen tillåter« och att skattehöjningar är »brott mot strategin«. Tobisson menar i konstruktiv anda att det, om något, vore lättare att spara på försvaret än att höja skatterna. Olof Johansson, vars politiska fingertoppskänsla Anne Wibble hade stor respekt för och avundades, konstaterar att regeringen inte behärskar den parlamentariska situationen och omvärlden. Johansson förordar »ordentlig satsning på A-politik« [arbetsmarknadspolitiska insatser], som skulle »finansieras med inkomst- och utgiftsförändringar. [Regeringen] skulle inte genomföra beslutade skattesänkningar«, och man låg »farligt nära« när »[arbetslöshet blir] som ett ekonomisk-politiskt medel«. Anne Wibble replikerar i marginalen att »Ta tillbaka vore fel. A-paket och skattehöjningar fel.« Rimligen säger hon också detta vid mötet. Socialminister Bengt Westerberg varnar för en nedpressning av inhemsk efterfrågan: »[Vi har] redan gjort en del när vi hade uppgång.« Framför allt pekar socialministern på att det är »tufft i kommunerna« och förordar en kombination av skattehöjningar och besparingar. Beträffande kommunerna replikerar Anne Wibble med motfrågan »Var skall de nya jobben komma«, och ger

29. Wibble (1994, s. 26).

30. De fyra koalitionspartiernas gruppledare var regelmässigt adjungerade till regeringens allmänna beredningar.

själv svaret: »i andra delar av tjänstesektorn«. Vidare påpekar hon att det är »centralt vilka skatter« som i så fall skall sänkas och höjas.

I den parlamentariska frågan menar Bengt Westerberg att vid det här laget är »[socialdemokraternas] uträckta hand [en] satt bild« av läget. Anne Wibble verkar ha instämt, men mera på temat att överbudspolitik alltid ingår i socialdemokraternas roll: »[Det] går ej att övertrumfa opposition.« Per Westerberg, näringsministern, miss tror socialdemokraternas »intresse för att hjälpa«, men menar att »vi borde lyssna mer till representanter för fack, industri, etc.«. Alf Svensson definierar »karens, flyktingar, bistånd« som (nyd)-frågor, och »accepterar minskningar [av utgifter] bara där det är rättvist«. (Finansministern gör ingen kommentar till detta gottköpsuttalande). Kd-ledaren kan dock ge »OK för vissa inkomstförstärkningar« (»en höjd bensinskatt ger skrik i 14 dagar, sedan OK«), men »ogillar ultimatum« (av finansministern?) och understryker att »vi skall hålla ihop«. Europaministern Ulf Dinkelspiel gör ett inlägg som landar i »OK till strategin«, varpå Olof Johansson direkt replikerar att det råder »olika meningar om vad som är vår strategi«. Därefter tar Per Unckel tag i diskussionen: »[Regeringens] förhållningssätt mot (s) [bör] skärpas. Deras utsträckta händer [är en] bluff.« Unckel fortsätter: »Inte paket efter paket. Inte [höjd] bensinskatt. [Vi skall] lösa fördelningspolitiska prioriteringar genom profilen i neddragningar. Våra förslag måste knytas ihop, inte fragmenteras. Ju kortare ledtid [till riksdagsbeslut] desto bättre«. Anders Björck, försvarsminister, menar att »(nyd) [har haft] en medialt lyckad sommar. Vi har ingen strategi mot (nyd); de har blivit martyrer. [Besparingar på] försvar och bistånd ger för djupa sår i partierna.« (Det senare markerar finansministern särskilt genom understrykning).

Bo Könberg, i samklang med sin natur, förordar »snabb aktivitet, överens i svåra frågor«. Sedan replikerar han på Unckel: »Om folk nu tror att (s) menar allvar ...« [underförstått, vad gör vi då?], varpå Unckel svarar att en »inbjudan till (s) utan resultat är värst«. Bengt Westerberg bedömer att ett initiativ skulle få precis motsatt effekt: »[Det är] krisigt nu. Folk ser det. Carl [Bildt] måste ta initia-

tiv till samtal med (s), som kan åberopas oberoende av om [det blir] resultat eller ej. Stärker [under alla förhållanden] förtroendet.«³¹

Så blir också resultatet så småningom, som vi vet, men något referat av statsministerns sammanfattning finns inte i Anne Wibbles papper.

I samband med Harpsundsmötet den 22 augusti formulerar Anne Wibble den fundamentala, men empiriskt hopplöst svåra fråga som kom att förfölja regering och socialdemokrater: »Hur mycket åtstramning är bra? Hur stor utväxling finns det mellan finans- och penningpolitik? Hur mycket sjunker räntan om finanspolitiken skärps, dvs. om 'förtroendet' ökar? 'Lagom' mycket finanspolitik, men framför allt med 'svårt' (parlamentariskt) innehåll. Kanske [råder] det mer efterfrågan på 'svåra beslut' än på faktisk åtstramning.« Alltså: det krävs färre miljarder i budgetskärpning om dessa miljarder har åstadkommit på ett sätt som tyder på att det finns en stabilare parlamentarisk bas för den fortsatta politiken; frågan är inte bara *hur mycket*, utan även *hur*.

Bo Könbergs förslag om sänkt ersättningsnivå diskuteras i regeringen på Harpsund. Återigen påminns man vid läsningen av Anne Wibbles anteckningar om regeringens brydsamma parlamentariska ställning: »Nyd ej ordnad företeelse« konstaterar Bildt med karaktäristisk ironi. Lars F. Tobisson rapporterar från riksdagens horisont om ett splittrat (nyd): visserligen hade partiet gått till val på att införa karensdagar, men partiets representant i socialutskottet vill nu istället gå ihop med socialdemokraterna *mot* en karensdag. Arbetsmarknadsminister Börje Hörnlund hade talat med Björn Rosengren, TCO, och förefaller ha fått OK för en karensdag.

I den mycket tjocka pärm som tillställs statsråden inför Harpsundsmötet finns finansministerns anteckningar från mötet och inte minst på en promemoria om en helt annan kris: läget i Jugoslavien.³² Att döma av omfattningen på anteckningarna måste denna diskussion ha varit mycket ingående och framför allt mycket enga-

31. Anne Wibbles referat från Harpsund 1992-08-22.

32. Material inför Harpsundsmötet från statsrådsberedningen, finansdepartementet, arbetsmarknadsdepartementet m.fl. samt »Underlag för allmän beredning om Jugoslavien« från kulturdepartementet, alla daterade 920814-920819.

gerande. Visumfrågan för flyktingar och hur stora dessa flyktingströmmar är, och skulle komma att bli, står här i centrum för diskussionen. »Visum är signalpolitik, kan ändå inte hindra folk från att komma«, konstaterar Birgit Friggebo enligt Annes Wibble. Carl Bildt varnar för tilltagande risk för en militär konflikt som omöjliggör för flyktingar att återvända. »Hur tillfälligt blir ett tillfälligt uppehållstillstånd?«, frågar han. »Blir det ny underklass och 2/3-samhälle?«, noterar Anne Wibble att Bildt retoriskt funderar.

Omvärldens besvikelse

De besvikna marknadsreaktionerna och kommentarerna efter Harpsund föranleder regeringen att betona att den inte tänker föra veckopolitik. Men bedyrandena hjälper inte. Av Anne Wubbles dagsschema från måndagen den 24 augusti framgår att hon intervjuas av i stort sett alla nyhetsmedia. Ulf Jakobsson betonar i ett samtal med finansministern intrycket att regeringen inte vill göra ytterligare besparingar utan snarare verkar inställd på mera utgifter, medan LO och (s) enbart talar om ökade utgifter. Jakobsson drar slutsatsen att regeringen antingen måste samarbeta med (s) eller med (nyd). Strax därefter håller Allan Larsson, socialdemokraternas ekonomiske talesman, presskonferens. Socialdemokraterna är »beredda att diskutera«, men bara på villkoret att »det nu blir reformstopp«. Det innebär i klartext nej till alla skattesänkningar och nej till vårdnadsbidrag.

Anne Wibble talar med riksbankschefen Bengt Dennis kl. 21.30. De diskuterar läget inklusive det i Norge och Finland. Dennis lovar avvakta någon dag med eventuell räntehöjning (»kan inte desavouera mig omedelbart«, noterar Anne Wibble självironiskt). Finansministern åtar sig att kontakta bl.a. brittiske finansministern Norman Lamont i hans egenskap av ordförande vid ett Ekofinmöte den 4–6 september för att undersöka hans inställning till att kronan skulle kunna gå med i det europeiska valutasamarbetet, EMS.³³

33. Samtalsanteckningar från telefonsamtal med riksbankschefen, kl. 21.30 den 24 augusti.

Den svenska fastkurspolitiken är nämligen ett ensidigt åtagande, och frågan är om EMS-länderna kan tänkas hjälpa till med trovärdigheten för kronkursen genom att acceptera att Sverige tas in i EMS växelkurssamarbete (ERM) med dess regim av ömsesidiga åtaganden. Vice Riksbankschefen Thomas Franzén skall vid ett besök sondera hos Bundesbankschefen Tietmeyer.

Tisdagen den 25 augusti talar Anne Wibble med Bengt Dennis först efter det att penningmarknaden stängt för dagen: »-12 mdr kr idag«. Dennis rapporterar att man på Riksbanken inte känner igen storföretagens beteende: »djupare oro än tidigare«. ³⁴ Hon talar även med Carl Bildt, som är i Finland, och noterar Bildts fundering att »det räcker att det funkas i sex månader – ett år i väntan på en konjunkturuppgång« och att »borgerliga väljare ger upp annars«. ³⁵ Riksdagens finansutskott beslutar vid sitt möte denna dag att ta upp det ekonomiska läget till diskussion den 3 september.

Oron fortsätter med valutautflödet som det för Riksbanken mest synliga beviset för bristande förtroende för växelkursen. Den 26 augusti tvingas Riksbanken höja räntan.

Efter räntehöjningen och lunch den 26 augusti ringer Carl Bildt, rimligen med tungt hjärta, upp oppositionsledaren Ingvar Carlsson och en formell, om än hemlig, kontakt är upprättad. Kontakt skulle tas mellan Allan Larsson och Anne Wibble samma kväll. Som arbetsregel kom Bildt och Carlsson överens om att »inte ljuga, men inte heller volontera« information mellan parterna. Carl Bildt och Anne Wibble går ut med ett gemensamt pressmeddelande med en sammanfattning av vad man gjort på olika områden och markerar att »det allvarliga läget ställer krav på ansvar och samförstånd«. ³⁶

Som kommentar till pressmeddelandet som skickats ut från finansdepartementet inkommer snabbt en bekymrad e-post från Staffan Herrström till finansministern. Finansen »upprepar [i pressmeddelandet formuleringar om ytterligare besparingar]. Ni kanske bedömer det som nödvändigt att upprepa detta just nu när krisen

34. Samtalsanteckningar från telefonsamtal med riksbankschefen, kl. 18.00 den 25 augusti.

35. Samtalsanteckningar från telefonsamtal med statsministern, kvällen den 25 augusti.

36. Pressmeddelande från finansdepartementet 1992-08-26.

skakar oss. Jag vet inte om det ligger sådana överväganden bakom. Skulle vi komma igenom detta nu kommer det likafullt att vara ett bekymmer om vi inpräntar [detta med ytterligare besparingar].³⁷ Olle Wästberg skriver strax en ömsint kommentar till chef: »Puh. Livet är svårt. Olle«³⁸. Reaktionen från samordningsstatssekreteraren, precis som diskussionen på Harpsund, illustrerar hur olika verklighetsbilderna, trots all krisrapportering i media och på marknader, är – liksom den tendens som finns till att olika politikområden blir avskärmade från varandra.

Klockan 23.30 samma kväll diskuterar så Allan Larsson och Anne Wibble läget över telefon. För en gångs skull noterar Anne Wibble också vad hon själv säger. Finansministern betonar den höga realräntans åtstramande effekt, särskilt för »fel sektorer, fel delar av ekonomin. Dämpar investeringar, jobb, etc. Skärper risken för ytterligare arbetslöshet, mer budgetunderskott, räntan går upp ytterligare etc. Som jag ser det skulle en finanspolitisk skärpning göra det möjligt med lättare penningpolitik så att total effekt närmast blir expansiv. Gör du [Allan Larsson] en annan analys av hur man får ner räntan?«

Allan Larsson: »OK, men hur långt kommer räntan ned? [...] Verkningar på två saker: 1. statsfinanserna. 2. Näringslivets aktivitetsnivå.«

Finansministern: »Utgiftssidan?«

Allan Larsson: »Skall vi förhandla nu?«

Finansministern: Bestämna träff för »beskrivning av läget för att se om vi har ungefär samma bild?«

Allan Larsson: »Olle Wästberg + (s)«, dvs. Jan O. Karlsson och Leif Pagrotsky, »[träffas] för att se om vi ser ekonomiska läget, problem på samma sätt«.

Därefter en diskussion om hanteringen och Allan Larssons enträgna önskan om underlag. Anne Wibble konkluderar: »Min slutsats –

37. E-postmeddelande från Staffan Herrström till Olle Wästberg 26 augusti kl. 15.30.

38. E-postmeddelande från Olle Wästberg 26 augusti kl. 15.55.

som jag inte sa – är att AL inte riktigt har grepp över analysen.«³⁹

Den just upprättade kanalen med (s) till trots finns en mycket djup skepsis hos flera av statsråden. Anne Wibble noterar från allmän beredning i regeringen nästa dag – torsdagen den 27 augusti – att hennes kollega i finansdepartementet, Bo Lundgren, gör inlägg på temat »IC's stöd för CB's politik osannolikt«. Ulf Dinkelspiel öppnar dock offensivt med förslaget att regeringen skulle göra »ett strukturpaket som överträffar marknadens förväntningar«. Frågan är bara var det parlamentariska stödet finns. Olof Johansson, liksom Görel Thurdin, understryker vikten av att sätta press på (s) och (nyd), en gemensam hållning och »inga disparata budskap från regeringen«. Mot bakgrund av sin hållning på Harpsund bara några dagar tidigare är Alf Svensson djärv nog att högt fundera på temat att »väljarna förstår inte varför [vi] inte kunde ha varit mera offensiva på Harpsund; långsiktigt anfall är bästa försvar« och undrar vad som nu skall ske. Självklart är Alf Svensson, med all rätt, orolig för sin hjärtefråga, vårdnadsbidraget. Karl-Erik Olsson m.fl. vill nagelfara (s)-politiken och förklara varför det är »viktigt att göra rätt, snarare än bara göra«. Per Westerberg förespråkar en »offensiv mot oppositionen«, medan Per-Ola (Pekka) Eriksson, gruppleddare (c), menar att »tyckarna ändrar sig ständigt så det är ingen idé att försöka följa dem«. Lars F. Tobisson gör det i efterhand kanske mest intressanta inlägget. Efter att ha konstaterat inledningsvis att »det är bra med is i magen« pekar han på en rad komplikationer med den förda politiken: »[Man] klarar inte hur många smällar som helst. [Det blir] hög volatilitet inför [den franska folkomröstningen] den 20 september. [Vad sker om det blir] nej till realignment [inom EMS]? Många kommer att gå ur sina positioner inför 20 september.« Därefter några råd hur politiken med fast växelkurs kan drivas vidare.⁴⁰ Tobissons inlägg andas en djupare oro i den ekonomiska sakfrågan än de andras. Även denna gång saknas dock referat av en sammanfattning av Carl Bildts yttranden.

39. Orubricerad samtalsuppteckning, som börjar »Efter 22. AL ringde 23.30«, av Anne Wibble.

40. Minnesanteckningar »AB 92-08-27«, där AB står för allmän beredning.

Tillbaka på departementet kan Anne Wibble läsa ett av många stöttande e-postmeddelanden från kanslichefen i riksdagsgruppen, Anders Frostell: »Grattis. Så du vann första ronden.« Urban Bäckström, då statssekreterare hos Bo Lundgren, skriver också uppmuntrande, men i en mera orolig anda, och avslutar sin e-post torrt: »Än så länge fungerar det.«

Ingen växelkursjustering men begynnande s-samarbete

Samma augustidag (den 28:e) som finansministern har sin lunchdiskussion hemma hos sin stabschef om hur mediernas och marknadens förväntningar på ekonomisk-politiska åtgärder borde hantearas, möts EG:s finansministrar i Bath och förklarar efter sitt möte att en växelkursjustering inom ERM för bl.a. liran och pundet *inte* är aktuell som svar på de spänningar som råder inom EMS. Spänningarna på valutamarknaderna tycks ha motsvarats av minst lika påtaglig oro runt förhandlingsbordet, se bl.a. Dennis (1998, s. 140–142) för en målande beskrivning baserad på »ett antal vittnesmål«.

Anne Wibbles kortfattade noteringar från samtal med Bengt Dennis lyder: »Oro ERM. Spänningar. DM: högt i bandet. Lire: jobbigt. Pund: marknadsräntor upp 1 pe. [Riksbanken] gör ingenting måndag. Inga nya orosmoment under dagen. Läget labilt. Inte helt överraskande fredagsoro«, dvs. att placerare söker undvika att under helgen sitta inlåsta i riskfyllda positioner, om något skulle hända under helgen som ändrar läget.⁴¹

Samma fredag, den 28 augusti, träffas en hemlig arbetsgrupp bestående av Olle Wästberg, statssekreterare i finansdepartementet, Hamilton, Jan O. Karlsson och Leif Pagrotsky. Olle Wästberg faller dock bort första gången då han fått »startförbud« av Carl Bildt på grund av lösmynthet i pressen. Samtalet, som noga nedtecknas på Olof Johansson önskan, varar en dryg timme, och förs i en avspänd atmosfär. Socialdemokraternas första fråga är om det förs parallell-

41. Samtalsanteckningar från telefonsamtal med riksbankschefen 92-08-28.

förhandlingar med Ny Demokrati. Därefter ställer man två krav. Inga »ofinansierade« skattesänkningar och inget vårdnadsbidrag. Till detta fogas krav på en genomgång med finansdepartementets tjänstemän av det ekonomiska läget och en genomgång av budget-saldots utveckling. Dessa ämnen återkommer ständigt under de kommande veckorna.

Av nya anteckningar, sannolikt från helgen 29–30 augusti, framgår tydligt hur parterna plågas av vetskapen om det bräckliga i situationen. Ett referat av en diskussion med Allan Larsson (sannolikt under helgen 29–30 augusti) börjar med att Larsson välkomnar »Information om hur vi ser på läget inför måndagen och dess risker. Bra med direktkontakt. Vi är intresserade av villkors- och förutsättningslösa samtal. [...] Ingen kan svära sig fri. Alla har deltagit i 80-talets misstag.«

Den 31 augusti, på väg mellan riksdagen och finansdepartementet, stöter Hamilton ihop med Odd Engström. »Han gick direkt in på det ekonomiska läget och förklarade att han inte denna gång, vid denna valutakris, hade lyckats övertyga 'sin' riksdagsgrupp, men om ett par tre valutakriser till skulle det nog lyckas.« Det Odd Engström vill övertyga de sina om är att man bör övergå till grundtrygghetsprincipen i socialförsäkringssystemen och gå ifrån inkomstbortfallsprincipen. Han är också emot socialdemokraternas upplägg i det aktuella läget med krav på »inträdesbiljetter« och villkor för förhandlingar; han vill inte ha några »stoppklossar« i kontakterna.⁴² En kort tid därefter gör socialdemokraterna klart att Odd Engström inte tecknar firma för deras sida. Så småningom, under det yttre trycket, försvinner också talet och kraven på inträdesbiljetter och villkor för (s) att alls starta förhandlingar.

Hemliga gruppen träffas flera gånger de första veckorna i september. Även om »mötena ägde rum i en god anda, visade det sig svårt att komma någon vart. Jag [AW] fick rapporter om ständiga diskussioner om 'den enda spången' och olika 'inträdesbiljetter'. Socialdemokraterna ville att regeringen i förväg skulle lova att inte genomföra några nya reformer (läs vårdnadsbidrag) och avstå från

42. E-post till Anne Wibble från Carl B. Hamilton 31 augusti kl. 14.29.

skattesänkningar (läs egenföretagarnas del av skattereformen). Samma sak framfördes av Allan Larsson i några samtal med mig. De ville ha genomgångar av konjunkturläge och budgetsaldo. Vi hade en känsla av att de var angelägna om att åter kunna utnyttja finansdepartementets utredningsresurser och kände av en viss rege- ringsabstinens [...] En viktig effekt av samtalen var dock att en samsyn kring hur finanskrisen skulle hanteras växte fram.«⁴³

När sommaren övergår i höst går diskussionerna med (s) in i ett något intensivare skede, men än är det långt kvar till riktiga förhandlingar och den samsyn som krävs för det som skulle komma att kallas krispaket I. I början av september finns säkert inte en enda svensk politiker som kan ana att Riksbanken drygt två veckor senare skulle se sig tvingad höja marginalräntan till 500 procent.

Vardagen som statsråd och (s) »kanslihusabstinens«

Anne Wibbles material från denna höst är fyllt av noteringar om samtal med olika personer. Men det är också tydligt att det i mångt och mycket är »business as usual« som gäller: inplanerade anföranden externt (exempelvis på »Arbetsförmedlingens jubileumskonferens« i Helsingborg, och på Grossistförbundet Svensk Handels årsmöte på temat »Nordens framtid i Europa«), partistyrelsen har internatsammanträde 6–7 september och liberaler från hela landet ett representantskapsmöte den 25 september.

I ett underlag (1992-09-01), sannolikt för ett offentligt anförande, går Anne Wibble igenom det ekonomiska läget i Europa och ställer så småningom frågan beträffande Sverige: »Hur skall den långsiktiga finanspolitik se ut som skall drivas med konsekvens och uthållighet?«⁴⁴ Hon svarar själv: »Det centrala är utgiftsutvecklingen.« Efter att ha gallrat bort från analysen först utgifter för långsiktiga investeringar och automatiska utgiftsökningar på grund av

43. Wibble (1994, s 27).

44. Underlag, delvis handskrivet, daterat AW 92-09-01.

lågkonjunktur kommer hon så till utgifter för »konsumtion och transfereringar av skilda slag i olika system« och nämner besparingsåtgärder som vidtagits beträffande statsbidrag till kommuner, reducerade bostadssubventioner och reformerade socialförsäkringssystem. Efter att ha försvarat regeringens parlamentariska strategi öppnar hon dörren litet på glänt för samarbete: »En viss nymornad insikt hos (s) om behovet av minskade utgifter kan innebära nya öppningar. Jag vänder mig [dock] bestämt mot dem som säger att blocköverskridande samförstånd är förtroendeskapande oavsett sakinnehållet. [Det vill säga] en uppgörelse med (s) om höjda skatter och höjda utgifter.«

Olle Wästberg avrapporterar muntligen ett möte med (s)-företrädarna Jan O. Karlsson och Leif Pagrotsky den förste september, och Anne Wibble noterar att vad de vill ha är en »uppgörelse om den ekonomiska politiken under valperioden«. Detta hade föranlett Olle Wästberg att fråga om det innebär att de vill ha »samlingsregering«, men så är tydligen inte fallet för stunden, men »vi [dvs. (s)] har inte satt upp någon bortre gräns för samarbetet«, säger Leif Pagrotsky. Begreppet samlingsregering återkommer dock inte i samtalsredogörelsen.⁴⁵ Däremot vill de ha en bred uppgörelse om »kärnpunkterna i den ekonomiska politiken« som ska gälla »hela valperioden« och som bör föreligga före den 20 september. Dagen därpå har statssekreteraren författat en egen skriftlig redogörelse till statsministern, finansministern och Hamilton: »Jag [dvs. Olle Wästberg] sade [apropå s-krav om reformstopp] att inträdespeng i form av avskaffat vårdnadsbidrag föreligger inte. Det är inte ett pris regeringen i dagsläget är berett att betala. Pagrotsky konstaterade då att det inte fanns någon grund för fortsatta samtal. Detta till trots fortsatte vi en dryg timme till.«⁴⁶

Mötet fortsätter med ömsesidigt prövande och kännande på pulsen. Vad är den egentliga anledningen till att (s) nu vill hjälpa till?

45. Anteckningar från redogörelse av Olle Wästberg om samtalen med (s), daterad 92-09-01

46. »Anteckningar från möte med OW, Jan O. Karlsson och Leif Pagrotsky 1992-09-01 kl. 14.00–15.30« av Olle Wästberg, ställda till Carl Bildt, Anne Wibble och Hamilton, s. 1.

Skatterna? Hur ser opinionen i partiet på detta? Kommer Allan Larsson ta något initiativ i finansutskottet två dagar senare den 3 september, till vilket Bengt Dennis, Olle Wästberg och Ingemar Hansson är kallade? Pagrotsky vet inte säkert men tror att »Allan [Larsson] kommer att ligga lågt på utskottet, men att övriga s-ledamöter kan tänkas ställa frågor eftersom de inte vet att samtal pågår.« Olle Wästberg rapporterar sina egna tolkningar av motpartens bevekelsegrunder: »Jag tror inte att det för socialdemokraterna handlar om att för syns skull upprätthålla förhandlingar och visa sig öppna. De menar allvar. För detta finns tre skäl: för det första vill de visa att Sverige inte kan regeras utan socialdemokrater. För det andra vill de skjuta 'systemsiftet' i sank; det blir uppenbart ett annat klimat om politiken grundar sig på en bred uppgörelse. För det tredje, en viss kanslihusabstinens«⁴⁷.

Jan O. Karlsson tänker under mötet högt om rätt timing och psykologin kring en uppgörelse, med Olle Wästbergs ord: »Jan O. Karlsson sade rakt ut i luften att kanske en uppgörelse innan den 20 september inte var bra. Om läget efter den franska folkomröstningen blev kaotiskt skulle vi då redan ha spelat ut samverkanskortet. Kanske vore det bättre att låta krisen slå med full kraft. Både regeringen och den socialdemokratiska riksdagsgruppen skulle då vara mer samarbetsvilliga.«⁴⁸ Statssekreteraren avslutar sin redogörelse med en kommentar om det följande inplanerade mötet (den 7 september): »Jag tror att nästa sammanträde bör resultera i att vi i all vänskaplighet konstaterar att vi inte kommer längre, att vi håller en viss kontakt och lägger frågan i malpåse. Ingen bör i så fall gå ut och kommentera att samtal pågått. Eftersom det ekonomiska läget f.n. ser nattsvart ut kan ju situationer uppstå då båda parter ser saken i annorlunda dager.«⁴⁹

Vad Anne Wibble i detta läge innerst inne tror om framkomligheten när det gäller (s)-samarbetet framgår inte av hennes anteckningar. Som åtgärdsinriktad finansminister vill hon säkert mest av allt se till att lösa de ekonomisk-politiska problem som finns, om nödvän-

47. Ibid., s. 2–3.

48. Ibid., s. 4.

49. Ibid., s. 5.

digt tillsammans med (s). Dock hyser hon mycket stark grundmiss- tro mot socialdemokrater. Till skillnad från t.ex. Bengt Westerberg som efter uppgörelser om såväl skattereformen hösten 1989 som krispolitiken våren 1990 är positivt inställd till sådant samarbete, är (s)-kontakter inte något som ligger naturligt till för Anne Wibble.

Efter sitt möte i verkställande utskottet fredagen den 4 september går (s) ut med beskedet att »Socialdemokraterna ska ta initiativ till en diskussion om ny, ansvarsfull ekonomisk politik. Det är nödvän- digt för att återställa det internationella förtroendet för Sverige [...].«⁵⁰ Inte ett ord om att samtal redan pågår och att dessa är rege- ringens initiativ. Tvärtom understryker Ingvar Carlsson, enligt TT- meddelandet, att socialdemokraterna »vill avhjälpa regeringens brist på 'parlamentarisk strategi'«.

Så trots Anne Wibbles insikter om det centrala i att regeringen tar initiativ och inte låter sig styras av händelseutvecklingen, och trots att de blocköverskridande samtalen som redan varit i gång en tid ju faktiskt är just en »parlamentarisk strategi«, så lyckas regeringen inte kommunicera detta till omvärlden. I stället får socialdemokra- ternas VU – åtminstone temporärt – sätta bilden.

Samma dag höjer Italien diskontot och Finlands regering medde- lar ytterligare åtstramningar av den ekonomiska politiken.⁵¹

Krispedagogik på partistyrelsemöte

På söndagen och måndagen 6–7 september sammanträder folkpar- tiet liberalernas partistyrelse på kursgården Sänga-Säby. Bengt Westerbergs inledning om det politiska läget går tillbaka till 1988 och uppehåller sig vid varför opinionssiffrorna är så svaga för fp, varför demokratin är i kris och vilka framtidsuppgifter ett liberalt parti har (under denna punkt nämndes t.ex. Europasamarbetet, öka människors livschanser, valfrihet, de ideella krafternas roll, rättig- hetskatalog för medborgarna, jämställdhet och nyföretagandet). Enligt Anne Wibbles referat – som borde ha noterat ämnet – inne-

50. TT-telegram 1992-09-04 kl. 14:58.

51. TT-telegram 1992-09-04 kl. 11:47 resp. 15:24.

håller partiledarens anförande ingenting om det ekonomiska läget och den akuta kris som Sverige befinner sig i – inte ens i avsnittet om det dåliga opinionstödet.⁵²

När den ekonomiska politiken diskuteras under Anne Wibbles punkt i partistyrelsen, gör hon det under rubriken »Samhällsekonomi i balans« (som hon i sin egen dagordning för övrigt ändrat för hand till »i obalans«). Hennes manus från föredragningen innehåller en noggrann beskrivning av krisens uppkomst med tillbakablickar på två decenniers ekonomiska politik, en genomgång av alla obalanser och problem, kompletterad med pedagogiska OH-bilder över onda cirklar och krisförlopp. »Detta är innebörden av den enda vägens politik – att förvandla en ekonomi med låg tillväxt och hög inflation till en ekonomi med hög tillväxt och låg inflation. Det kallas ibland desinflationsprocess och det visar sig vara svårare än vi trodde, när vi skrev Ny start för Sverige.«⁵³ »[...] Under sommaren har [en tidigare] optimism övergått i pessimism. [...] Det tar tid att skapa förtroende. Vi betalar priset för en gammal felaktig politik. [...] Vi riskerar att komma in i en ond cirkel. [...] De tre problemen – arbetslöshet, budgetunderskott och bankernas kreditförluster förstärker varandra och leder till än högre ränta och än större problem, etc.«⁵⁴ Hon förklarar också, bl.a. med hänvisning till Finlands erfarenheter, varför devalvering inte är någon lösning, och mot slutet av sitt inlägg att: »En viktig sak har redan klargjorts. Krispaketets tid är förbi.«⁵⁵ Den långsiktiga strategin har också fått klart godkänt av internationella bedömare – OECD:s Sverige-rapport, IMF:s dito och EG-avin om Sverige.« Anne Wibble anger som metod att få ned räntorna: »För finanspolitiken betyder det fortsatta utgiftsminskningar. Framför allt socialförsäkringarna genom att se över självriskan och ersättningsnivåer efter välkända fp-parollen

52. Föredragningslista och Anne Wibbles anteckningar från partistyrelsens möte 6–7 september 1992.

53. »Anne Wibble på partistyrelsen den 7 september 1992«, s. 2, samt handskrivnen not av Ulrika Stuart med förslag till OH-bilder och illustrativa exempel.

54. Föredragningstext av Anne Wibble på fp:s partistyrelse den 7 september 1992, s. 2, samt handskrivnen not av Ulrika Stuart med förslag till OH-bilder och illustrativa exempel.

55. Ibid., s. 6.

'Det skall löna sig att arbeta.' Den lösning som jag förespråkar är att fatta beslut [i närtid] om strukturella utgiftsminskningar men att låta dem träda i kraft med viss fördröjning [för att undvika att i närtid driva ned inhemska efterfrågan].«

De pågående diskussionerna med (s) kommenteras också: »Fortsätta utgiftsminskningar är inte lätt, vare sig i sak eller i riksdagen. Kan bli nej-koalition i riksdagen. Därför angeläget att hålla samtalston med (s). De utsträckta händer som markerats både från regeringen och (s) är värda att ta fasta på även om jag har svårt att tro att (s) i opposition är beredda att medverka till minskade utgifter. Deras förslag hittills har varit mer utgifter och mer skatter. Men så sent som i lördags frågade Aftonbladet vilka besparingar (s) är berett att göra under rubriken 'Var finns alternativet?' Kanske är en tillnyktring på väg. Det som efterfrågas är mer parlamentariskt stöd för regeringens politik, inte en ändrad politik. Carlssons stöd för Bildts politik, Carlsson med C eller K kvittar, men C mer stabilt.»⁵⁶

Partistyrelseledamöterna verkar tänka högt snarare än driva ståndpunkter, och flera klagar över svårigheter att förklara skeendet för vanliga väljare. Antonia Ax:son Johnson beskriver läget för företagen som »kapitalförstörelse» och undrar om inte »politikerna kan tala med varandra [över blockgränsen]«. Hon efterlyser också »realignment«, dvs. att man inom det europeiska växelkursarbetet justerar kurserna i stället för att försvara övervärderade växelkurser med höga räntor.⁵⁷

På eftermiddagen, samtidigt med mötet på Sänga Säby, har Jan O. Karlsson, Leif Pagrotsky, Hamilton och Olle Wästberg ännu ett hemligt möte. Som kommentar till Olle Wästbergs förmodan om enighet i fråga om hanteringen av finanskrisen påpekar dock (s) att regeringen inte med automatik kan påräkna stöd från (s). Socialdemokraterna understryker också att man »vill inte bli lurad att offentligt lägga fram en besparingslista där vi [dvs. borgerliga regeringen] sedan plockar det som passar oss och sedan inte uppfyller

56. Ibid., s. 8. Karlsson med K var som den minnesgode läsaren lätt inser Bert Karlsson (nyd).

57. Anne Wibbles anteckningar från diskussionen på partistyrelsen.

någon motprestation«. ⁵⁸ Vårtnadsbidraget återkom som ett krav från (s) »och [Olle Wästberg] stred som en kds:are för vårtnadsbidrag som ett icke förhandlingsbart krav, men konstaterar att 'det blir ett billigt vårtnadsbidrag'«. Både Jan O. Karlsson och Leif Pagrotsky förefaller angelägna att fortsätta samtalen genom repliker som »bra att du tar upp«, och är beredda att tala om i princip allt. Jan O. Karlsson hävdar att det »finns en förvånande stark rörelse i rörelsen« för samverkan; »någon slags jordmån för samtal«. Nästa möte sätts till den 17 september.

Väl hemma på måndagskvällen sitter Anne Wibble i ett antal telefonsamtal mellan 21.30 och midnatt om Finlands beslut att nästa dag offentliggöra att den finska växelkursen inte längre försvaras och att valutan får flyta fritt. Anteckningar finns från Carl Bildt i London, Esko Aho, då statsminister, i Helsingfors (besked om de finländska planerna som skall offentliggöras kl. 08.00 finsk tid nästa morgon) och Bengt Dennis. Wibble och Dennis enas om formuleringen för nästa dags kommentar i pressmeddelande om att »svensk växelkurs ligger fast. Finlands beslut att låta marken flyta förändrar inte förutsättningarna för svensk växelkurspolitik«. Ordet »grundbulen« om den fasta växelkursen figurerar ånyo.

På tisdagen »chockhöjs« (TT:s språkbruk) marginalräntan från 16 till 24 procent. Enligt Riksbankens pressmeddelande är beslutet »avsett att klargöra för alla att den svenska kronans kurs mot andra valutor ligger fast och att Riksbanken är beredd att använda alla till buds stående medel för att försvara nuvarande kurs.« ⁵⁹ I sitt eget uttalande kommenterar finansministern också den socialdemokratiska öppenheten för diskussioner i positiva ordalag. ⁶⁰

Förbjudna tankar i tre PM

Någon gång i denna veva, då så mycket politisk och retorisk kraft går åt att försvara den fasta växelkursen, får Hamilton och Anders

58. Samtalsuppteckning av Carl B. Hamilton, daterad 7 september, 1992, kl. 21.02.

59. Pressmeddelande 35/1992 från Riksbanken 1992-09-08.

60. Pressmeddelande från finansdepartementet med uttalande av finansminister Anne Wibble 1992-09-08.

Palmér, finansdepartementets ekonomiska avdelning, i uppdrag att analysera vad en devalvering skulle innebära för Sverige.⁶¹ I en PM från första hälften av september med rubriken »Konsekvenser av en devalvering« går Hamilton på 2,5 tättskrivna sidor igenom frågan.⁶² Med tanke på konsekvenserna för trovärdigheten i försvaret av kronan om denna PM skulle läcka ut varken dateras eller förses den med författarens namn. Båda dokumenten kommer till slutsatsen att Sverige inte bör devalvera.

Hamilton påpekar att de fundamentala problemen – dels en lönebildning som successivt drev landet in i kostnadskriser och ökad arbetslöshet, dels det strukturella budgetunderskottet – skulle finnas kvar även efter en devalvering. En första devalvering skulle därmed leda till ytterligare kronförsvagningar senare, inflationsförväntningar och fortsatt höga realräntor eftersom båda dessa fundamentala problem skulle förbli olösta vid enbart devalvering. Krisen i banksektorn skulle kunna förvärras. Dessutom finns ingen lösning på den fördelningsfråga som uppstår vid en devalvering därför att vissa har sin inkomst bestämd i nominella termer – dvs. yrkesverksamma vanliga löntagare – och därmed får vidkännas realinkomstsänkningar, medan andra har inflationskyddade inkomster (främst pensionärer) och skulle vara skyddade mot en devalverings negativa verkningar på realinkomsterna. »Ett smärtsamt beslut om pensioner [måste i så fall] tas,« konstaterar Hamilton. I hans analys finns en oro över svårigheten att förutsäga fördelningskonsekvenserna av en devalvering, och oron motiveras bl.a. av Finlands erfarenhet. Finland hade devalverat den 15 november 1991 och har 1992 hela 18 procents arbetslöshet, ett fördubblat budgetunderskott och en akut nöd i vissa befolkningsgrupper. Finlands fall illustrerar att enbart en devalvering inte skulle lösa problemen. Sist men inte minst, det finns ett moraliskt åtagande att hålla en fast kurs, gjort av tio års svenska regeringar gentemot företag och andra som tagit utlandslån.

61. PM »Effekterna på den svenska ekonomin av en devalvering med 10%« av Anders Palmér, 1992-09-17.

62. PM »Konsekvenser av devalvering« av Carl B. Hamilton, första hälften av september 1992, s. 2.

Palmér menar i sin PM att företagen efter en devalvering främst skulle satsa på ökade vinster, dvs. sysselsättningen skulle inte gynnas särskilt av en devalvering; »stimulansen på exporten skulle bli blygsam«. Han påpekar att »hushållens disponibla inkomster kan komma att sjunka relativt mycket under det närmaste året«. För Palmér är dock »nyckelfaktorn hur räntorna påverkas«, och han skriver att »eftersom de flesta av de grundläggande problemen i ekonomin kvarstår (budgetunderskott, arbetslöshet, finansiell kris, etc.) är det knappast troligt att de korta räntorna skulle komma ned till de nivåer som rådde före krisen. [...] En ökad riskpremie för att hålla svenska kronor behövs. [...] De långa räntorna kan väntas stiga. [...] Därmed motverkas investeringar och konsumtion. Tillgångsvärdena fortsätter att falla. Arbetslösheten stiger.« Palmér understryker konsekvenserna för banksektorn: »Förmodligen kommer [bankerna] inte att klara av en tioprocentig höjning av sina utlandslån (i svenska kronor) på toppen av alla andra problem (möjligen med Handelsbanken undantagen), utan nya stora statliga insatser blir nödvändiga. Även försäkringsbolagen kommer i gungning.«⁶³

Något senare, den 23 september, dvs. direkt efter krispaket I, analyserar även Lars Jonung, professor och statsministerns ekonomiske rådgivare, växelkursfrågan i ljuset av devalverande konkurrentländer och en relativ kronförstärkning under augusti-september. Jonung går igenom olika växelkursregimer men konstaterar att »den nationalekonomiska vetenskapen kan inte peka ut ett visst [växelkurs]system som det bästa. Valet bestäms av en rad faktorer, historiska, institutionella och politiska. Varje val har sina för- och nackdelar. Dagens [vetenskapliga] debatt har dock framhåvt [fast växelkurs genom monetär union med gemensam valuta, eller sedelfond, eller fast kurs till guld] och [flytande kurs] som de två mest intressanta valen. Alternativ [med en peggad växelkurs, som Sverige har 1992] är i många avseenden det sämre alternativet. [...] Det är angeläget att ha handlingsberedskap där konsekvenserna för de

63. PM »Effekterna på den svenska ekonomin av en devalvering med 10%« av Anders Palmér, 1992-09-17.

olika alternativen noga kartläggs.«⁶⁴ I klartext: Lars Jonung lutar åt flytande valuta, men gör inga anspråk på att försöka väga in effekterna på det finansiella systemet, det kvarvarande strukturella budgetunderskottet, de fortsatta lönebildningsproblemen, fördelningskonflikten pensionärer/yrkesverksamma och risken för ännu högre arbetslöshet, dvs. det mesta av det som man tyngs av i finansdepartementet.

Interna motsättningar

Som en illustration till att egna partivänner kan vara nog så knepiga motståndare att hantera som den politiska oppositionen och de internationella finansmarknaderna, anländer ett vänligt e-postmeddelande från folkpartiets kanslichef i riksdagen, Anders Frostell, till Anne Wibble på morgonen den 8 september. Bakgrunden är att de liberala statsråden varje tisdagkväll träffas över en enkel måltid och tillsammans med de högsta tjänstemännen (statssekreterare, kanslichefen, partiledarens stabschef) diskuterar aktuella politiska frågor. I denna inre krets luftas regelmässigt statsrådets verkliga åsikter om regeringsarbetet, politiken och de frustrationer som alltid finns i politiskt arbete men kanske ännu mer så för den fyrapartikoalition i minoritetsställning som leder landet i den värsta lågkonjunkturen sedan depressionen på 1930-talet. I denna krets är partiledaren inte sällan en mycket tuff motståndare för finansministern att övertyga. Under de senaste veckornas tisdagsmöten har kretsen fått en gradvis alltmer allvarlig situation att hantera och ständigt nya förslag på vilka besparingar som är möjliga respektive nödvändiga. Detta har mötts med krav på bättre pedagogik och strukturerad information från finansministern, som tenderar att glömma bort att inte alla följer det ekonomiska läget dag för dag och marknadens reaktioner timme för timme och inte har de insikter hon har.

Anders Frostell skriver således under rubriken »Några råd«:

64. PM av Lars Jonung »Alternativ i växelkurspolitiken«, daterad 23/9 (»preliminär version«).

Tillåt mig att ge Dig några råd inför kvällens viktiga överläggning med statsrådsgruppen.

1. Låt Din föredragning utgå från vad partiledningen för några veckor kom överens om. Det är viktigt inte minst för Staffan [Herrström] och Lasse [Leijonborg, då gruppledare i riksdagen] att det inte verkar som Du börjar från början utan tar Din utgångspunkt i senaste consensus. Ta gärna med Dig detta på papper och dela. Men var säker på att Staffan inte hittar några fel!

2. Redogör för de förutsättningar som gällde då vi blev överens om ovan. Vad var budgetunderskottet då? Räntan?

3. Berätta kort för statsrådsgruppen att vägen med sossarna än så länge verkar stängd.

4. Redogör för hur förutsättningarna nu har ändrats. Nya prognoser, räntan, börsen.

5. Lämna förslag till nya åtgärder. Föreslå först några nya skattehöjningar, t.ex. avskaffat reallöneskydd (som ett sätt att förhoppningsvis slippa behålla förmögenhetsskatten), därefter sänkta ersättningsnivåer m.m. Jag tror fortfarande att det är olyckligt att Du tafsar på handikappreformen. Understryk i stället att Dina föreslagna åtgärder innebär att Du inte behöver angripa handikapp, bistånd eller införa visum. Gör en overheadbild på dina förslag där första raden är de under punkt 1. beslutade besparingarna.

6. Låt Dig inte provoceras av Bengt [Westerberg]. Försök att hitta dina bästa argument för att dina föreslagna åtgärder faktiskt får betydelse, även om de också föreslås i Finland och Australien.

*Lycka till, Kram
Anders«⁶⁵*

... men stark enighet utåt

Riksbanken höjer den 9 september marginalräntan till 75 procent.

65. E-postmeddelande från Anders Frostell till Anne Wibble 8 september 1992 kl. 07.52.

Från samtal med Eva Srejber kl. 10.50 den 9 sept. skriver Anne Wibble »öppnade pos. Marknaderna fungerar. In +20 mdr [...] skrämna – reaktion visar att det var rätt«. ⁶⁶

Tillsammans med statsministern går Anne Wibble ut med ett uttalande om Riksbankens åtgärder, som de ger sitt stöd. Bland annat sägs att »Den osäkerhet som uppstått efter det finska beslutet kan bara mötas med bestämda åtgärder för vilka det inte får finnas några gränser. Det är en styrka att det finns full uppslutning i såväl riksdagen som bland näringslivets och arbetsmarknadens olika företrädare för den fasta växelkursen. Det skapar förutsättningar för att den osäkerhet som nu utlösts kan skingras relativt snabbt.« ⁶⁷

Den 9 september håller också Allan Larsson presskonferens kl. 17.00 och passar på att markera mot regeringen. Samarbetsklimatet kan inte ha varit i fokus då han gick in till den pressträffen. Enligt den rapport som Anne Wibble får från statsrådsberedningens utsände spejare betonar Allan Larsson statministerns personliga ansvar för att den ekonomiska krisen fördjupats. »De kontakter som tagits ger inte intrycket av att reg vill bryta med blockpolitiken. Några förhandlingar pågår inte mellan reg och s. Vi har fått veta att vårdnadsbidrag skall införas och ofinansierade skattesänkningar genomföras samt att något underlag för den ekonomiska politiken i form av prognoser inte finns. Reg upplägg verkar vara att låta tiden gå. Reg visar prov på stor handlingsförflamning.« Ett antal repliker av Allan Larsson citeras och pressträffen sammanfattas: »AL gav ett samlat intryck. Det handlar om ett medvetet generalangrepp med syfte att ge regeringen skulden för allt ont och utmåla den som samarbetsovillig. Samt slå kilar mellan partierna. Den oerhörda vikt han la vid vårdnadsbidraget kan svårligen förklaras i ekonomiska termer.« ⁶⁸ I själva pressmeddelandet skriver Allan Larsson: »– Om

66. Samtalsnoteringar 92-09-09.

67. Pressmeddelande från statsrådsberedningen 1992-09-09.

68. E-postmeddelande från Torsten Svenonius, politiskt sakkunnig i statsrådsberedningen, till Olof Ehrenkrona och Lars Christiansson, planeringschef resp. presschef hos statsministern. Meddelandet har faxats till finansdepartementet.

regeringen verkligen vill åstadkomma en ny inriktning och ett bredare stöd måste detta arbete drivas på ett helt annat sätt.«⁶⁹

Medan socialdemokraternas ekonomiske talesman häftigt kritiserar regeringens hantering av krisen, sitter finansministern i överläggningar med Riksbankens företrädare, får nya föredragningar om fortsatt valutautflöde och om bankkrisens senaste utveckling. Spridda noteringar från samtal med Thomas Franzén, Eva Srejber och Bengt Dennis skvallrar om ett tilltagande problemkomplex med Gota Bank, Svenska Kredit, Sparbanken, osv.

En PM av Hamilton och Wästberg skrivs som underlag för de fortsatta s-diskussionerna och sänds över till (s) under fredagen den 10 september.⁷⁰ Realräntan identifieras som »grundproblemet«. »Alla åtgärder måste vidtas för att få ned denna, snabbt.« Därefter listas hela menyn av problem: förtroendet för växelkursen, inhemska aktivitetsnivån, sysselsättningen, budgetunderskottet och det finansiella systemet.

Inför regeringssammanträdet 10 september skriver Hamilton en not till finansministern under rubriken »Rättfram om läget i Sverige den 10 september 1992«, en förfärande gruvlig och kortfattad genomgång av läget. Den avslutas med »Den politiska slutsatsen är klar: Realförhandlingar med s måste nu omedelbart påbörjas för att utröna om de menar allvar med sina signaler om ansvarsfullhet. Eftersom vårdnadsbidraget ändå förefaller sakna majoritet i riksdagen får vi rimligen ge upp det och ge s den inträdesbiljetten«.⁷¹

Förstärkt internationellt stöd?

För att öka trovärdigheten för växelkursen arbetar både Riksbanken och finansdepartementet med frågan om en fastare koppling till

69. Pressmeddelande från Socialdemokraterna 1992-09-09.

70. PM »Det ekonomiska läget« av Olle Wästberg och Carl B. Hamilton 1992-09-10, enligt e-post från Olle Wästberg till finansministern skickad till (s) 11 september vid elvtiden på förmiddagen.

71. »Rättfram om läget i Sverige den 10 september 1992«, av Carl B. Hamilton.

D-marken eller det europeiska växelkurssystemet, ERM. I en annan not skriver Hamilton den 11 september till sin minister att »Vi måste få ett associationsavtal med ERM, om EMS finns kvar efter 20/9, och se om det finns ytterligare sätt/högre nivåer/högre intensitet i kontakterna [som kan] främja detta mål. Vi kan nu peka på att vi dels har behov av fastare 'solidaritetsarrangemang' och att den indifferent attityd som [vi] tyckt oss möta bygger på en missuppfattning, dels att vi kämpar som djur för att vara den mest lojala framtida ERM/EMU-medlemmen. Vi borde kunna få en liten belöning i form av särbehandling från Finland, som ju nu måste vara diskad i sammanhanget, medan vi tvärtom borde ha ytterligare kvalificerat oss för association.»⁷²

Den 12 september skriver finansministern ett utkast till föredragning för regeringsöverläggning på Haga några dagar senare (15/9). Utkastet sänds över till statsministern för synpunkter. Anne Wibble skriver att målet att eliminera det strukturella budgetunderskottet måste skärpas. »Oberoende av den exakta storleken på det strukturella budgetunderskottet – kring 50 miljarder kr – är det uppenbart att det är större än 30 miljarder kr. Därtill kommer den permanenta ökning i form av ökade statskuldräntor som följer av det konjunkturella underskottet.»⁷³ Beträffande budgetunderskottet »vore det [önskvärt] att kunna göra troligt hur 50 mdr kr kan elimineras fram till 1996/97. Det förefaller osannolikt att detta enbart kan göras genom utgiftsminskningar, varför även någon mindre del icke tillväxthämmande inkomstökningar måste övervägas. (Bensin, vissa basbreddningar inom företagsbeskattningen för att finansiera tillväxtfrämjande skattesänkningar, breddad bas för momsen enligt EG m.m. bör övervägas. [...] Ytterligare [arbetsmarknadspolitiska] insatser krävs. (Politisk trovärdighet – regeringen splittras om arbetslösheten blir 'för hög'. [...]). Förändringar för att stärka Riksbankens självständighet enligt riksbanksutredningen bör kunna offentliggöras omedelbart efter 20 september (särskilt om nej [i Frankrike], men även annars).»⁷⁴ Inom valutapolitiken föreslår

72. E-post till finansministern 11 september 1992 kl. 10.23 från Carl B. Hamilton.

73. PM av Anne Wibble, daterad 92-09-12, med »cc CB«, dvs. Carl Bildt.

74. Riksbanksutredningen lade sedermera fram sitt betänkande i februari 1993.

Anne Wibble »Intensifierade ansträngningar att få någon form av avtal med EMS/ERM, om detta består efter 20 september [...]« och att »i samband med [detta] bör utlandslånenormen kunna överges.«⁷⁵ Finansministern föreslår även att som en förtroendeskapande åtgärd: »partierna blev överens om större makt för [finansutskottet] i behandlingen av ekonomiska propositioner. [...] [Det] kan kanske falla ut bland partiledarna och tryckas igenom i samband med andra åtgärder.«⁷⁶

Äntligen en räntesänkning

På måndagen den 14 september är det åter dags för uttalande av finansministern och statsministern gemensamt om den ekonomiska politiken och ansträngningarna att finna bred förankring i riksdagen. »Regeringen strävar efter en så bred parlamentarisk förankring av denna politik som möjligt. Regeringen är öppen för diskussion om såväl det mer exakta innehållet som kompletterande åtgärder. Ingen går fri från sin del av ansvaret för de ekonomiska svårigheter Sverige i dag har.«⁷⁷ Allan Larssons sträva replik (via TT) kom snabbt: »Det är helt enkelt inte seriöst att tala om nya

Socialdemokraterna, dvs. Jan Bergqvist (riksbanksfullmäktiges nuvarande ordförande) och Anita Gradin (sedermera Sveriges första ledamot av EU-kommissionen), reserverade sig mot betänkandet i dess helhet, dvs. mot alla tankar på en självständig riksbank, lagfäst inflationsmål, etc. Det var desto märkligare och ynkligare som den svenska ansökan om EU-medlemskap baserat på Maastrichtfördraget innebar att Riksbanken skulle göras självständig, och det faktum att socialdemokraterna stod bakom ansökan.

75. Det som här kallas utlandslånenormen är samma sak som mera korrekt bör betecknas som valutalånenormen. Dess tanke var att lägga disciplin på politikerna. Ett offentligt budgetunderskott skulle finansieras inom landet. Finansieringen skulle medföra stigande räntor och den expansiva effekten av ett växande budgetunderskott skulle motverkas. Om man släppte denna restriktion och staten tog över privata utlandslån och lånade utomlands innebar det att staten tog över en stor del av kursrisken, vilket skulle innebära en markering att staten inte kunde tänka sig att devalvera, vilket ju i ett slag skulle öka statens egen skuld.

76. Sedermera infördes också en ny budgetlag med bl.a. en överordnad ställning för finansutskottet i riksdagen, utgiftstak, utgiftsområden, m.m., och avskaffad makt för riksdagen att göra s.k. ofinansierade utgiftsökningar och skattesänkningar.

77. Ur förberedelser till pressuttalande måndagen den 14 september, version 4. I slutversionen har också ordet »förutsättningslös« stoppats in före »diskussion« (Pressmeddelande från statsrådsberedningen 14 september 1992).

besparingar när man planerar ofinansierade skattesänkningar och reformer som vårdnadsbidrag.«⁷⁸

Denna dag kunde Riksbanken för första gången på länge sänka marginalräntan, till 20 procent. »Neddragningen skedde mot bakgrund av en gynnsam utveckling, både nationellt och internationellt. Valutaflödet var starkt positivt, marknadsräntorna hade börjat falla och marknaden förväntade sig att Riksbanken skulle sänka marginalräntan. [...] Riksbankens beslut om att gå ned till 20 procents marginalränta var en försiktig neddragning i förhållande till tidigare räntenivå. Försiktigheten visade sig vara motiverad«, konstaterar Bengt Dennis lakoniskt i sin bok.⁷⁹

Antonia Ax:son Johnsons vid partistyrelsemötet uttryckta oro över kapitalförstöringen kläs i mera ekonomisk-teoretiska ord i en promemoria från den stabiliseringspolitiska enheten, »Räntornas betydelse för den svenska ekonomins utveckling«. Denna PM, utformad på samma sätt som hundratals liknande PM från tjänstemännen på finansdepartementet som är experter på att analysera problem från olika utgångspunkter och utan politiska skyggglappar, är sannolikt beställd av ministern eller statssekreteraren och går på punkt efter punkt igenom hur olika sektorer drabbas: investeringar i allmänhet, fastighetssektorn i synnerhet, aktieplaceringar, lagerinvesteringar, prisfall på hushållens tillgångar och därmed minskande konsumtion, växande problem i den finansiella sektorn, kreditförluster etc. Den avslutande spiken i kistan är räntornas betydelse för det redan gigantiska budgetunderskottet. Den torra finansdepartementsprosa som här möter läsaren beskriver en ekonomi i en mycket allvarsam nedåtgående spiral. Dessa samband är självfallet inte någon nyhet för någon läsare, men sammanställda på detta sätt blir det hela ett koncentrat av, och en mörk påminnelse om, de svåra och långsiktiga skador svensk ekonomi utsätts för av det höga ränteläget.⁸⁰

Som en utveckling av tisdagens dystra PM om alla ytterligare pro-

78. Efter Lundgren (1998, s. 139).

79. Dennis (1998, s. 48).

80. PM 1992-09-15 av Anders Palmér, stabiliseringspolitiska enheten, finansdepartementet.

blem som det höga realränteläget medför, landar två nya PM från stabiliseringspolitiska avdelningen på finansministerns bord, denna gång med en något ljusare bild. De handlar om hur en ränteförändring påverkar hushållens disponibla inkomster och hushållens förmögenhet.⁸¹

Under dagen får statssekreterare Olle Wästberg ett brev från Leif Pagrotsky och Jan O. Karlsson inför överläggningen den 16 september, med krav på besked på tio olika punkter (egentligen bara sex). (s) vill till att börja med ha »prognoserna för samhällsekonomi och statsfinanser«. Därefter ställer (s)-sidan frågor om huruvida regeringen vill diskutera slopat vårdnadsbidrag, behållen förmögensskatt, ändringar i vårens [1992] försvarsbeslut »i syfte att långsiktigt minska [försvarsutgifterna]«, »ompröva pågående utdelningen av medel från allmänna pensionssystemet« (en omskrivning för att löntagarfondernas tillgångar skulle sättas in i AP-systemet), »återta beslut om att realisera statliga fastigheter och att sänka avdragsräntan för räntor på villor och bostadsrätter« och att »frysa planer på realisation av aktier i statliga företag«. ⁸²

Det är tisdagkväll igen. Anne Wibble svarar som vanligt på sina liberala statsrådskollegers skeptiska och undrande frågor om besparingar, fortsatt oro och höga räntor. Anne Wibble noterar vissa frågor som »beställning från förra tisdagen«. Denna gång tar hon även med avtalsrörelsen i sin föredragning. Bo Könberg menar att finansministern »varannan vecka [kommer med] olika besked«. Spridda anteckningar från mötet om att »inte vara destruktiv«, »ren skatteväxling ej politiskt gångbart« och invändningar mot framförda förslag tyder inte på någon större samsyn. ⁸³

... men säg den glädje som varar

Onsdagen den 16 september skulle komma att kallas »Black

81. PM 1992-09-16 av Mattias Hector, stabiliseringspolitiska enheten, finansdepartementet.

82. Brev till Olle Wästberg från Leif Pagrotsky och Jan O. Karlsson 15 september 1992.

83. Anteckningar vid tisdagsmöte med liberala statsråd och högre politiska tjänstemän 15 sept.

Wednesday«. I sin bok beskriver Anne Wibble dagen sålunda: »Ny valutaoro gjorde att riksbanken höjde marginalräntan gång på gång. Onsdagen den 16 september var den uppe i närmast otroliga 500 procent. Det var uppenbart att regeringen måste handla snabbt, annars var kronans fall oundvikligt. Vad som krävdes var förslag som minskade underskottet i statsfinanserna rejält. Det kunde vara nog så knepigt att nå enighet i regeringen. För att kunna återvinna marknadens förtroende stod det dessutom klart att förslagen behövde vara förankrade i riksdagen, som inte ens var samlad för hösten ännu.« På kvällen lämnade det brittiska pundet ERM, vilket Thomas Franzén meddelade finansministern per telefon. »De som befann sig i samordningsstatssekreterarens rum och lyssnade på samtalet påstår att jag för en kort stund tappade mitt normala lugn och blev vit i ansiktet.«⁸⁴

Riksbanksfullmäktige sammanträder kl. 8.00 på morgonen. Allan Larsson markerar vid sammanträdet och i media mot regeringen.

Finansdepartementets ekonomiska avdelning skriver i rasande takt PM om mängder av olika förslag och alternativa upplägg i stora såväl som mindre frågor.⁸⁵ Hamilton skriver PM om övergången till en oberoende riksbank.⁸⁶

Bankkrisen eskalerar och realförhandlingar börjar

Anne Wibbles första notering för dagen är att »Gota AB ställer in. Gota Banks fordringsägare garanteras av staten – påminnelse tillkännages snarast efter 13.30. [...] Generella åtgärder för bankerna, men separat extraordinär myndighet som tillämpar reglerna (inom 2 veckor).«⁸⁷

84. Wibble (1994, s. 28).

85. Nytt socialförsäkringssystem, räntebidrag, miljöskatter, tobaksskatt, förmögenhets-skatt, kapitalbeskattning, verkningar av rådande ränteläge, slopande av valutalånenor-men, växelkursförändringarna i Europas effekter på industrins internationella konkur-rens.

86. PM av Carl B. Hamilton, daterad 17-9-92.

87. Handskriven not av Anne Wibble, daterad 16/9. Se även Lundgren (1998).

Efter besked från Riksbanken om ett initialt valutautflöde när marknaden öppnat om ca 7 mdr kronor, skriver Anne Wibble att partiledarna ska informeras nästa dag. Bengt Westerberg, som är i Spanien, kallas hem. Statsråden informeras. »Regeringen lägger förslag. Testa krisuppgörelse (kortsiktig) på (s) och (nyd)«. Tanken var uppenbarligen att fråga de två partierna vad de skulle säga nej till.⁸⁸

Klockan 10.30 noterar Anne Wibble ytterligare valutautflöde och ställer frågan om »timing när Riksbanken gör mer, 500%?«, och att Bank of England sitter i överläggning med brittiska regeringen om räntehöjning med 4 procent, och att stora interventioner görs för att stödja pundet och liran. Anne Wibble avslutar lakoniskt sin anteckning med: »ej öppna för spekulation om att nu ger vi upp«. Ett samtal med gruppledaren Lars Leijonborg klaras också av i vilket de två diskuterar bl.a. vilken roll som Bengt Westerberg skulle kunna spela i fortsättningen. Allan Larsson är på telefon kl. 11.00 och talar om en uppläggning att »bryta igenom blockgränsen« på några dagar. Vårdnadsbidraget »förs åt sidan« och »[Alf Svensson] får inget inflytande« och krav på att »[Carl Bildt] måste säga något«. Därefter har Anne Wibble ett taktiksnack med Olle Wästberg och Hamilton om vad en överläggning med (s) borde utmynna i, och när de två skall samtala senare med Leif Pagrotsky och Jan O. Karlsson. Olle Wästberg refererar synpunkter från IMF, som uppskattar budgetunderskottet till 50 mdr kr, och IMF varnar vid rådande realränta för tankar på sänkta expansionsinriktade skattesänkningar.

Mötet mellan Wästberg, Hamilton, Pagrotsky och Karlsson den 16 september är föga produktivt. Gårdagens (s)-brev noteras knappast. Olle Wästberg konstaterar att Sverige »inte klarar ytterligare markeringar av det här slaget som [Allan Larsson gjort vid Riksbanksfullmäktiges morgonmöte] och ju inte heller stämmer med stämningen vid våra samtal här«. (s)-sidan replikerar att Allan Larsson reagerat skarpt mot ett uttalande av Bildt om att Allan Larsson har dubbla budskap, ett privat och ett offentligt. »Allan

88. Handskriven not av Anne Wibble, daterad 16/9.

Larsson känner sig kränkt i Aktuellt igår, och skall replikera. «Efter irriterat samtal av detta slag konstaterar så småningom Jan O. Karlsson att »vi talar om allt«, och att (s) kan göra upp på två-tre dagar och att det till och med kanske bör vara en uppgörelse över nästa val.⁸⁹ Peter Egardt, samordningsstatssekreterare hos Carl Bildt, meddelar Hamilton att han är mycket irriterad över att samtalet alls ägt rum.⁹⁰

Finansministern har återkommande samtal med Riksbanken, och efter de drakoniska räntehöjningarna – 500 procent kl. 15 – slutar dagen med ett nettoinflöde på 2 mdr kronor. »Åtgärderna hade åsyftad verkan.«⁹¹

Peter Egardt har förberett överläggningar med (s) genom att sammanställa en lista av åtgärder att testa på (s), bestående av utgiftsminskningar på drygt 40 mdr kronor, neddragning av försvaret (8 mdr kronor), höjd pensionsålder (2–16 mdr kronor), »totalt reformstopp under viss tid« (bl.a. vårdnadsbidrag, handikappreform, jordbruk), ett »stort A-paket« (arbetsmarknadspolitik) och moratorium på försäljning av statliga företag och fastigheter. Egardt inkluderar även Urban Bäckströms åtgärdslista för finanssektorn.

Wästberg och Hamilton intar kvällsmåltid på McDonald's och gör upp lista över personer som kan tänkas bli ny riksbankschef för den händelse Bengt Dennis skulle välja att avgå efter ett framtvingat kronfall. På listan står Staffan Burenstam Linder, Sten Westerberg och Ulf Jakobsson. Även om Lars F. Tobisson är synnerligen kompetent bedöms han som politiskt alltför stigmatiserad.

Lars Leijonborg kontakter Bengt Westerberg som befinner sig i Spanien. Westerberg är irriterad över att tvingas åka hem och klagar i bilen från Bromma flygplats på »IMF och ekonomer« och att »hela Välfärdssverige raseras«, etc. Något av detta återkommer vid senare fp-möte, »men [mötet var] i stort sett OK«. Bengt Westerberg menar dock att »fp kan inte vinna på detta, bara undvika förluster«. Peter Örn är dock mer positiv: »ett fp-beteende att samar-

89. Samtalsuppteckning av Carl B. Hamilton 1992-09-16.

90. Handskriven not av Carl B. Hamilton, daterad 16-9-92.

91. Handskriven not av Anne Wibble, daterad 16/9.

beta över blockgränsen legitimeras som modell«. Lars Leijonborg och Staffan Herrström diskuterar förhandlingsfällor (som vårdnadsbidrag mot handikappreform). Westerberg uttalar att »Bildt saknar drive« och det är »för mycket snackande runt«. »Nu gäller det att sätta ned foten men han [Bildt] är en smula svag. [Bildts] omgivning är emot (s)-uppgörelse, men han själv är ok.«⁹²

Dags att ge upp?

Samma svarta onsdagskväll ringer både Assar Lindbeck och Ulf Jakobsson till Hamilton och menar att vi inte ska »kämpa mera för en fast växelkurs eftersom den reala revalvering som Sverige nu gör, om både finska mark, pund, lire, m.fl. valutor devalveras mot DM, är för stor givet att vi i utgångsläget befinner oss i en kostnadskris. Bankernas utlandsskulder 'får lösas i särskild ordning' enligt [Jakobsson]. Den åtstramning, enligt [Jakobsson], som nu råder är alltför hård för att man skall kämpa längre«, rapporterar Hamilton i e-postmeddelande till finansministern kl. 22.28 om samtalet. Med tillägget »argumentet om det väsentligt svårare kostnadsläget är ju rätt, förutsatt att devalveringen av pund m.fl. i slutänden blir för stor. Men för oss måste det under alla förhållanden vara centralt att nu med kraft angripa och exploatera tillfället för att få ned det strukturella underskottet. Vi gör så gott vi kan där, och sedan klarar vi kanske inte kronkursen i alla fall.

Sov gott!

Carl«⁹³

Möte med alla partiledarna och riksbankschefen den 17 september.⁹⁴ Finansministern gör en PM som än en gång går igenom frågorna.⁹⁵ Ian Wachtmeister menar att »Riksbanken klarar bara denna vecka«, Lars Werner att man skall »försvara växelkursen men inte övriga ekonomiska politiken« och Ingvar Carlsson att

92. Handskriven uppteckning av Carl B. Hamilton, daterad 16–17/9.

93. E-postmeddelande från Carl B. Hamilton till Anne Wibble 16 september kl. 22.28.

94. Mötet finns utförligt beskrivet i Dennis bok s. 61–63.

95. PM av Anne Wibble, daterad 17-9-92.

»Riksbanken måste backas upp«. ⁹⁶ Folkpartisterna, dvs. Bengt Westerberg, Anne Wibble, Birgit Friggebo, Bo Könberg, Peter Örn, Maria Arnholm och Anders Frostell, samlas i samordningsstatssekreteraren Staffan Herrströms rum.

Assar Lindbeck förklarar i Dagens Industri dagen därpå (torsdagen den 18 september) att »valutakaoset i Europa berodde på att vi nu levde med ett växelkurssystem som var en kvarleva från en annan epok och inte passade i en värld med fria kapitalrörelser«. ⁹⁷ Samma dag sker ett nytt möte med regeringens partiledare och Peter Egardt. Presentation av uppgörelse förutses till på söndag 20 september. Socialdemokraterna sänder över ett »bud om förslag på skatteområdet«. ⁹⁸

Krispaket I i hamn

När det nu börjar dra ihop sig till möjlig uppgörelse med (s) blir också regeringschefens tankar kring dess avgränsning i tid och omfång aktuella. Till Anne Wibble skriver han inför kvällens möten på eftermiddagen den 18 september: »Detta papper – som jag nu kastat ner i en hast – ber jag Dig att med ett visst allvar och betydande noggrannhet titta igenom. Dessa formuleringar blir avgörande för om vi kommer att sitta i en expeditonsregering eller i en rikting regering – och innan dess om vi kommer att sitta i någon regering alls. Carl« ⁹⁹ I e-brevet går statsministern i sju punkter igenom »inriktning och avgränsning av en 'krisuppgörelse' mellan regeringen och socialdemokraterna«. ¹⁰⁰ Bildt anger syftet som »att genom neddragningar av offentliga utgifter påtagligt reducera det strukturella underskottet i syfte att göra en fortsatt fast växelkurs möjlig.« Sedan betonar Bildt den europeiska orienteringen av regeringens politik, att all arbetsmarknadspolitik »måste finansieras fullt ut

96. Handnotering av Anne Wibble, med största sannolikhet skriven den 17 september.

97. Dennis (1998, s. 60).

98. PM av Christer Persson, socialdemokratiska riksdagsgruppen, daterad 1992-09-18.

99. E-postmeddelande från Carl Bildt till Anne Wibble 18 september 1992 kl. 16.09, ärende »Avgränsning«.

100. Bilaga till e-postmeddelande från Carl Bildt till Anne Wibble 18 september 1992 kl. 16.09, ärende »Avgränsning«.

med inkomstförstärkningar« och ett nära samråd om finanskrisen. Alla eventuella ändringar i efterhand i en uppgörelse måste föregås av samråd, som »skall sträva efter samförstånd«. »Parterna får inte vidta eller föreslå åtgärder som försvagar [det strukturella budgetunderskottet]« och »uppgörelsen är i dessa delar långsiktig«.

På kvällen förhandlar så regeringen och (s). Inledningen är gamla surdegar och välbekanta ämnen. Ingvar Carlsson klagar på Bildts uttalanden i media, och Carl Bildt medger sin frustration över (s) långsamhet före onsdagen, men betonar att det nu är »annat ske- de«. Ingvar Carlsson återkommer till frågan om inte (m) driver parallellförhandlingar med (nyd). Allan Larsson vill ha en budgettotalsammanställning, prognoser och översikt över finanskrisen. Larssons återkommande önskan hela tiden i kontakterna med regeringen om mer underlag – trots att han också sitter i riksbanksfullmäktige och där får all information som Riksbanken har – tyder på beslutsvända hos Larsson snarare än brist på möjligheter att bedöma vad läget kräver.

Bengt Westerberg söker gjuta olja på vågorna, förefaller det, med påpekandet att »alla säger mer än lämpligt i känsliga lägen« och att han för sin del har »fp-mandat att göra upp med (s)« och att »inga parallellförhandlingar« drivs med (nyd). Anne Wibble skriver senare att »Jag vill bara bekräfta den avgörande insats som Bengt Westerberg gjorde för att uppgörelsen skulle komma till stånd. Bengt åtnjöt förtroende hos båda sidor, och förmådde lätta upp stämningen – inte minst genom att plocka upp sin kamera i kritiska stunder – och lösa upp svåra knutar. Det behövdes, socialdemokrater och moderater hade förvånansvärt svårt att samtala avspänt och att lita på varandra.«¹⁰¹ Bo Lundgren går igenom krisen i det finansiella systemet.

Förhandlingar pågår hela fredagsnatten och nästa dag. Långa listor med olika poster och förslag skrivs och diskuteras. Ett gemensamt uttalande presenteras söndagen den 20 september. Protokoll över uppgörelsen sammanställs. Annes Wibbles förmåga att arbeta utan sömn verkar ha kommit väl till pass.

101. Wibble (1994, s 30).

I boken från 1994 säger sig Anne Wibble vara ganska nöjd med uppgörelsen. Till Bengt Dennis uttrycker hon dock något annat. Dennis skriver: »Jag var i skärgården över veckoslutet och på söndagen den 20 september ringde finansministern och meddelade att en uppgörelse mellan regeringen och socialdemokraterna skulle presenteras kl. 18 samma dag. [...] Riksbankens policygrupp [...] var [...] besvikna över innehållet men också över lägesbeskrivningen. Finansdepartementet fortsatte enligt vår mening att underskatta storleken på den strukturella delen av budgetunderskottet. [...] Trots att uppgörelsen låg långt från vad vi ansåg vara erforderligt var vi ense om att föreslå fullmäktige en neddragning av räntan från de 500 procenten till 50 procent. [...] Senare på kvällen gick [...] över till finansdepartementet för att träffa finansministern. Överläggningen varade ca en timme och Anne Wibble förklarade att uppgörelsen låg relativt långt från vad hon eftersträvat.«¹⁰²

Från (s) är det officiella budskapet ett helt annat. I flygblad med rubriken »Efter 'den enda vägens' haveri: Sverige i arbete – en garanti för välfärden. Krisuppgörelsen som vi socialdemokrater drivit fram kommer att rädda Sverige från massarbetslöshet och ekonomiskt kaos. Priset för detta är högt och alla måste vara med och betala. Men vi har sett till att bördorna fördelas rättvist. Nu får vi kraft att bekämpa arbetslösheten och försvara välfärden.«¹⁰³ Bilden som sätts av (s) är med andra ord att regeringen inte har någon fungerande politik, att det är oppositionen som tagit initiativet samt att problemen nu är lösta. Inget av dessa tre budskap är sant.

Men fransmännen röstar samma dag »ja« till Maastricht. Hade de röstat nej hade sannolikt franc-kursen släppts och valutan flutit på måndagen 21 september. I det läget hade Riksbanken släppt écu-kopplingen och gått över till en D-markskoppling.¹⁰⁴ Nu blev det dock ett »ja« i Frankrike, och räntorna i Sverige sänks. Några dagars lugn inträder innan det är dags igen.

102. Dennis (1998, s. 69–70).

103. Flygblad från (s) om uppgörelsen den 20 september 1992.

104. Upppteckning av samtal med Thomas Franzén av Carl B. Hamilton omkring den 20 september.

... och den besvärliga eftervården

Redan på tisdagen håller Ingvar Carlsson och Allan Larsson pressträff igen för att reda ut några missförstånd. De nationalistiska bröstonerna är påtagliga i TT:s referat. »Ingvar Carlsson prisade åter uppgörelsen såsom en ekonomisk och politisk milstolpe.« Allan Larsson kommenterar förslaget om att föra ut sjuk- och arbetsskadeförsäkringarna ur budgeten till ett system som arbetsmarknadens parter får ansvar för. »Det är inte alls så att Gustav Möllers välfärdssystem ersätts av en modell i Bismarck-stil [...], försäkrade Allan Larsson. Det är en i hög grad svensk modell som vi lanserar. Han pekade på att den ska omfatta alla medborgare inte bara de som har anställning. [...] Jag känner mig som en god svensk då jag förespråkar detta, framhöll Larsson.«¹⁰⁵

Slutjusteringen av krisuppgörelsen är klar »strax före kl. 2 på tisdagsmorgonen« (22 september) mellan Anne Wibble och Mona Sahlin.¹⁰⁶ Anne Wibble noterar dock redan samma dag under rubriken »Eftervården« att det är »oklart vad göra resp inte får göra. Får vi avskaffa delpensionen? Kommer alltid [att] vara oklart.«¹⁰⁷ På frågor från kd:s samordningsstatssekreterare Sven-Gunnar Persson redan samma förmiddag svarar Anne Wibble: »Nej, det som Mona Sahlin säger är inte överenskommet. Vi har inte lovat samråda till dess vi är ense. Ingen har vetorätt enligt normal språklig tolkning av ordet 'samråd' men självklart är det också en fråga om förtroende och 'positiv anda' i någon ospecificerad mening. Detta måste vi snabbt klara ut med (s). Jag skall försöka få tag i Mona Sahlin under dagen.«¹⁰⁸

Hamilton börjar samma dag på en ny PM med rubrik »Utkast till krisprogram 2« tillsammans med budgetchefen Inga Britt Ahlenius, vilket naturligtvis återspeglar en osäkerhet om uppgörelsen verkli-

105. TT-meddelande 22 september 1992 kl. 15.46.

106. TT-telegram 22 september kl. 03:56.

107. Noteringar av Anne Wibble 1992-09-22 under rubriken »Eftervården«.

108. E-postmeddelande till Sven-Gunnar Persson med kopia till Peter Egardt 22 september 1992 kl. 11.39.

gen är tillfyllest. Även på annat håll i finansdepartementet funderas det på fortsättningen.

Gunnar Wetterberg, långtidsutredare 1992 och 1994, utvecklar i en längre PM till stats- och finansministern tankar under rubriken »Om läget förvärras – några funderingar«. Wetterberg betonar inledningsvis att åtgärder som vidtas inte får motverka den långsiktiga investeringslusten och avråder från en devalvering. Wetterberg argumenterar för byte till en annan valutakoppling än écu-korgen av valutor. Var och en av de i korgen ingående valutorna smittar och destabiliserar den svenska kronans kurs mot världsvalutorna när någon av dem utsätts för spekulation. Bättre då med en enda valuta, D-marken. Slutsatsen är en DM-koppling i kombination med ett »mycket starkt batteri« i en ytterligare politisk uppgörelse »om finansieringen av en rejäl [kostnads]förbättring«, dvs. sänkta arbetsgivaravgifter. Dessutom förespråkar Wetterberg sänkt kompensationsnivå i arbetsmarknadsåtgärder, såväl »försäkringen som de aktiva åtgärderna«, liksom samordning av nivåer och kvalifikationstider i olika försäkrings- och ersättningssystem.¹⁰⁹

I statsrådsberedningen filar man vidare på Carl Bildts formuleringar om uppgörelsens avgränsningar. Uppgörelsen diskuteras på regeringssammanträdet torsdag 24 september. Per-Ola Eriksson, gruppleddare för (c), menar, apropå flygbladet från (s), att [regeringen] »blir (s) valarbetare om vi inte passar oss.«¹¹⁰

Statsministern fattar åter pennan och låter Anne Wibble läsa igenom sitt utkast. Denna gång är det en artikel tänkt för Svenska Dagbladet som »helgdrapa om ekonomin« som landar i slutsatser om det europeiska samarbetet. Han antyder för mottagaren att dessa tankar ska utvecklas: »Chefen för Kohls utrikesstab kommer hit fredag eftermiddag för samtal, och det kommer nog att ge en del ytterligare i denna del.«¹¹¹

På fredagen rapporterar Bengt Dennis som vanligt hur dagen varit och konstaterar att det inte blir någon utländsk hjälp för att få

109. PM av Gunnar Wetterberg, daterad 1992-09-23.

110. Anne Wibbles handskrivna noteringar från allmän beredning 92-09-24.

111. E-postmeddelande från Carl Bildt till Anne Wibble 24 september kl. 23.30.

ned räntan ytterligare, även om fredagen varit betydligt lugnare på marknaderna. Att gå ned till 40% marginalränta på måndag betecknas som en »chanstagning«.¹¹²

Den ekonomiska avdelningen inkommer samma dag med en ambitiös genomgång av det ekonomiska läget med åtgärdsförslag.¹¹³ I den framkommer ovanligt tydligt den skillnad i analys som finns hela tiden mellan Riksbanken och den ekonomiska avdelningen på finansdepartementet. Riksbanken bedömer orsaken till räntedifferensen mot Tyskland som varande budgetunderskottet. Ekonomiska avdelningen, å andra sidan, lägger vikt vid både det relativa kostnadsläget och det växande budgetunderskottet.¹¹⁴ »Krispaketet förmådde inte att eliminera räntedifferensen«, enligt avdelningens chef Ingemar Hansson, bl.a. därför att det inte gjorde något åt kostnadsläget utan snarare »innebär [...] en försämring i den mån överflyttningen av kostnader för sjuk- och arbetsskadeförsäkring inte balanseras av sjunkande socialavgifter«.¹¹⁵

Bland de plikter som åvilar ett statsråd ingår det interna partiarbetet. Sedan länge är ett representantskap inplanerat till lördagen 26 september där bl.a. Anne Wibble skall delta. Det faktum att hela föregående helg (inkl nätterna) och alla kvällar och delar av nätter under veckan gått åt till krispaketering och dess eftervård påverkar inte detta faktum. Anne Wibbles anförande är mycket ideologiskt präglad och utstrålar stolthet över folkpartiets roll i krisuppgörelsen. Bengt Westerberg får extremt mycket beröm som medlare och förhandlare. Utkastet är skrivet av Pernilla Klein, en av de politiskt sakkunniga i staben, och Anne Wibble förstärker och understryker dessa berömmade delar i sin slutjustering av anförandet.¹¹⁶ Även om dessa två politiker haft många interna diskussioner, för att inte

112. Anne Wibbles anteckningar från samtal med riksbankschefen 1992-09-25 kl. 18.00.

113. PM om »EA:s bedömning av aktuellt ekonomiskt läge samt ev. ytterligare åtgärder«, daterad 1992-09-25.

114. Den som vill studera skillnaderna i uppfattning mera i detalj kan parallellt läsa Dennis (1998) och Lundgren (1998).

115. PM 1992-09-25 till finansministern m.fl. från Ingemar Hansson, ekonomiska avdelningen.

116. Anförande av Anne Wibble vid folkpartiet liberalernas representantskap lördagen den 26 september 1992, med Anne Wibbles egna anmärkningar i manus.

säga låsningar i bittra strider, om det mesta i politiken står Anne Wibble här som alltid upp lojalt för sin partiledare utåt.

Ungefär samtidigt träffar Urban Bäckström förre (s)-finansministern Kjell-Olof Feldt i Barcelona och diskuterar läget efter krispaketet med honom. »KOF anser att s naturligtvis skulle ha väldigt svårt att godta en sänkning av arbetsgivaravgifterna. Han ifrågasätter om de gör samma analys som vi att en sådan skulle behövas och bedömer att det krävs en ny räntechock innan de inser konkurrenskraftsproblemet. [...] KOF menar också att regeringen har låst in sig genom att ha en riksbankschef som är så envis – valutalånenormen. KOF menar också att det allmänna pratet i näringslivet nu börjar komma igång. Men det visste vi ju.«¹¹⁷ Bildts kommentar till Anne Wibble då han sänder rapporten vidare med e-post är: »Det [KOF] säger om (s) överensstämmer väl med vad man från andra utgångspunkter har anledning anta är sanningen. Allan Larsson är inte i närheten av rätt verklighetsbild om svensk ekonomi och vad som kommer att krävas.«¹¹⁸

Inför krispaket II

Men, »[g]anska snart stod det dock klart att marknaden alltjämt var misstänksam. Räntorna kom inte ned till de nivåer som krävdes och valutaflödena gick inte Sveriges väg. Det svenska kostnadsläget ansågs för högt. Från flera håll kom krav på sänkning av arbetsgivaravgifterna.«¹¹⁹

Sänkningen av arbetsgivaravgifterna, som skulle bli huvudnumret i krispaket II den 30 september, utmejslas vidare i en PM 1992-09-28 från stabiliseringspolitiska enheten »Ang. effekterna av en sänkning av arbetsgivaravgifterna.«¹²⁰ Avdelningen räknar på en fem-procentig sänkning.

117. E-postmeddelande från Olof Ehrenkrona till Carl Bildt 27 september, 1992 kl. 09:36.

118. E-postmeddelande från Carl Bildt till Anne Wibble 27 september 1992 kl. 11:38.

119. Wibble (1994, s. 32).

120. PM 1992-09-28 från Stabiliseringspolitiska enheten »Ang. effekterna av en sänkning av arbetsgivaravgifterna«.

Carl Bildt diskuterar den 28 september över telefon med Ingvar Carlsson »om uttalande från parterna« [om att inte höja lönerna om arbetsgivaravgifterna skulle sänkas för att på så sätt säkerställa en konkurrenskraftsförbättring], och om eventuella ytterligare ekonomisk-politiska åtgärder. Carlsson är dock skeptisk till det senare: »stärker ej trovärdigheten att gå ut en gång till«. Ingvar Carlsson »hade redan talat med Stig Malm« i den första frågan. Diverse telefonsamtal genomförs även direkt med parterna på arbetsmarknaden samma dag. »Björn Rosengren återkommer 16.00 för ett uttalande från parterna.« »[SAF-ordförande] Ulf Laurin är i Lettland!« »Björn Rosengren ringer [Carl Bildt] med idé 16.30.« »Björn Rosengren talar om prolongering; sänkning nu, betalning senare genom nya sjukförsäkringsmodeller.« »Bo Berggren vill inte rädda LO:s centrala strukturer.«¹²¹

Det senare är sannolikt en replik på ett förslag av Bengt Westerberg om reform av sjukförsäkringen som skulle betalas av företagen.¹²² Även Carl Bildt är emot detta: »Om (s) tar [Bengt Westerbergs] modell låser vi oss vid deras centrala sjukförsäkring.« Samtidigt verkar Anne Wibble tvivla på att (s) verkligen skulle acceptera Westerbergs förslag, men noterar att »(s) inte avvisar BW modellen«. Finansministern diskuterar med Hamilton möjligheten att göra en temporär skattesänkning, uppbackad av »en total trovärdighet att finansieringen kommer genom en politisk överenskommelse över blockgränsen f o m 1.1.1995 [när konjunkturen är bättre] om lägre barnbidrag. Men inga högre löneskatter senare.«¹²³ Diskussionerna böljar fram och tillbaka.

Ett spännande inslag i vardagen under hela regeringsperioden är statsministerns intellektuellt rörlige och spontane rådgivare Lars Jonung. Just i känsliga lägen är dock oron betydande i finansdepartementet och Riksbanken att han skulle yppa något olämpligt som skulle kunna stjälpa diskussionerna. I ett e-postmeddelande från Carl Bildt till Anne Wibble försäkras dock statsministern att:

121. Allt finns i handskrivnen not av Anne Wibble, daterad 92-09-28.

122. Handskrivnen not av Anne Wibble, daterad 09-29. Förslaget finns kort beskrivet i Lundgren (1998, s. 166-167).

123. Handskrivnen uppteckning av Anne Wibble, daterad 92-09-29.

»Jonung är inkapslad i Lund. Han vet mkt tydligt vad som gäller.«¹²⁴

Bakgrunden är det ytterst labila läget, naturligtvis. Bengt Dennis meddelar sålunda Anne Wibble på eftermiddagen den 29 september att vi »[har] tappat slaget om opinionen (Nils L[undgren]), r[äntan] kaotisk. [Har] testat med stor summa. Ingen effekt, flöden –11 [mdr kr], inga vapen kvar, pol[itiska] systemet kvar, men ingen garanti. Om [Dennis] bedömer trovärdigt, gå ner rejält, annars flyt.«¹²⁵

Det är mot den bakgrunden regeringen och socialdemokraterna samlas samma kväll. »Den 29 september var det dags för ännu en krisförhandlarnatt. Bengt Dennis gjorde en föredragning där han hävdade att Riksbanken inte klarade den fasta växelkursen med dagens kostnadsläge. Från finansdepartementet hade vi en tid krävt att regeringen och socialdemokraterna skulle träffas igen, men statsministern hade inte satt ut någon tid.«¹²⁶ Dock, redan på förmiddagen den 29 september noterar Hamilton i hissen på väg till Bildts kansli att han har sällskap av en leverans med extra mat till statsrådsberedningens två rymliga kylskåp. Det finns i alla fall någon i statsrådsberedningen som anser att det behöver dukas för nattmangling.

Direkt efter sedvanligt tisdagsmöte med statsrådsgruppen (fp) går Anne Wibble till överläggningar med Ingvar Carlsson, Mona Sahlin, Carl Bildt, Bengt Westerberg, Olof Johansson och Alf Svensson. Carl Bildt förespråkar »att vi måste försöka en gång till [med sänkta] löneskatter.«¹²⁷ Bengt Westerberg beskriver en modell för att förbättra kostnadsläget genom en s.k. intern devalvering, på – enligt Anne Wibble – minst 5 procent.

Därefter (kl. 21.30) kommer Bengt Dennis och gör sin föredragning. Den börjar med en redovisning av utflödet och fortsätter så med en diskussion av läget. Den tidigare uppgörelsen är ett steg i

124. E-postmeddelande från Carl Bildt till Anne Wibble 28 september kl. 09.42.

125. Anne Wibbles anteckningar från samtal med Bengt Dennis 29 september.

126. Wibble (1994, s. 32).

127. Anne Wibbles anteckningar från statsrådsgrupp och partiledaröverläggningar 29 september, senare delen tidsatt till 20.30–21.00. Därefter går hon för att tala med Bengt Dennis kl. 21.30.

rätt riktning, men kostnadsanpassningen blir för långsam och den »höga räntan gör mycket stor skada, slår blint«. Riksbanken »har egentligen passerat gränsen för vad man skall göra med räntevapnet. Riksbanken [har nu] förbrukat sin vapenarsenal. [En] ny [ränte]höjning går inte ty 'hur skall vi komma ned?' Säkraste bedömningen [är att vi] fortsätter att 'blöda', kanske i accelererande takt. Riksbanken kan vinna tid, men bara det politiska systemet kan leverera. Riksbanken kan inte lova att ens [ett] bra program lyckas, det har gått för långt. Snabbare kostnadsanpassning och kontroll på sikt ([...] löneskatterna) som har rimlig chans vinna trovärdighet [kan dock skapa] utrymme för räntesänkning för Riksbanken [...] till 20–25% [från 40%], men folk tror inte på 'betala i morgon'.«¹²⁸

Sedan frågar Ingvar Carlsson om konsekvensen av ett misslyckande. Dennis svarar att »om kronan flyter fordras mycket mer«. Ingvar Carlsson undrar om »suget [är] så starkt att vi ändå missar?«, och en jämförelse görs med Finland och Storbritannien. Bengt Westerberg frågar om Tyskland. Sedan verkar gruppen övergå till krisförhandlande.¹²⁹

Intern devaluering klar

Klockan 00.55 den 30 september noterar Anne Wibble att gruppen bestämt sig för att göra ett nytt försök och att »ta till häftigt«, särskilt första året. Sedan räknas det och presenteras förslag. Kl. 04.10 deklarerar Ingvar Carlsson sig »mycket skeptisk till besparingar, vill inte«. Kl. 05.30 beräknar Wibble och Hamilton en »slutgissning« på förhandlingen dittills: besparingar 5,5 mdr kronor och en relativ kostnadsförbättring om 5 procent. Efter att ha fått tag på riksbankschefen diskuterar Anne Wibble och Carl Bildt resultatet med Bengt Dennis kl. 07.00. Dennis avråder på en punkt (»luktar trix«), men resultatet är i »övrigt lättbegripligt«, och Dennis är »beredd att

128. Nedteckning av Anne Wibble, daterad 92-09-29.

129. Nedteckning av Anne Wibble, daterad 92-09-29.

sänka marginalräntan.« Uppgörelsen konfirmeras med socialdemokraterna kl. 08.00.

För att uppgörelsen skall fungera som en relativ kostnadsänkning måste dock arbetsmarknadens parter acceptera att inte ta igen/ge bort arbetsgivaravgiftssänkningen genom desto större löneökningar. Följaktligen träffar efter några timmar Bildt, Wibble och arbetsmarknadsminister Börje Hörnlund parterna. Stig Malm pekar på svårigheter i formfrågorna (»120 avtal går inte att sluta på kort tid«) och menar att SAF »skapar osäkerhet«. Ulf Laurin på SAF: »Bra åtgärder. Formfrågan inget problem.« Björn Rosengren, Jörgen Ullenhag, Sture Nordh, Inge Pettersson m.fl. gör inlägg, men verkar ställa mer frågor än kunna ge svar.

Krisuppgörelse II innebär en skatteväxling, s.k. intern devalvering. Momsen höjs och arbetsgivaravgifterna sänks. Dessutom dras de två semesterdagar som beslutats om efter LO-krav våren 1990 in. Ekonomiska avdelningen gör snabbt en fyllig analys av överenskommelsen.¹³⁰ Finansministerns kommentar till krisuppgörelse II några år senare är att »Det knepigaste med den andra krisuppgörelsen var att normpolitiken luckrades upp. Vi medgav genom den 'interna devalveringen' att kostnadsläget var ett problem.«¹³¹

I presskommunikén från statsrådsberedningen betonas att konkurrenskraftsförbättringen från krispaket II skulle komma utöver den som skedde genom låga svenska löneökningar i förhållande till de viktigaste konkurrensländerna och en snabb förbättring av produktiviteten. Riksbankschefen sammanfattar: »Sammantaget gjordes bedömningen att konkurrenskraften för svenskt näringsliv inför 1993 förbättrades med 11 procent jämfört med 1990. [...] Mitt förslag till riksbanksfullmäktige om en sänkning av marginalräntan från 40 till 24 procent [...] klubbades. När marknaden öppnade föll räntorna på penningmarknaden kraftigt. [...] Kronan stärktes och vid dagens slut noterades ett inflöde om ca 4 miljarder kronor.«¹³²

LO kritiserar uppgörelsen, men annars är de flesta ekonomer och

130. E-postmeddelande från Ingemar Hansson till Anne Wibble m.fl. 30 september 1992 kl. 12.48 och PM »Ytterligare EA-synpunkter ang. paket II« 1992-10-01.

131. Wibble (1994, s. 33).

132. Dennis (1998, s. 92-93).

andra bedömare positiva till den. Nils Lundgren, chefsekonom på Nordbanken, betecknar den som »en triumf för det politiska systemet«. ¹³³ »[Lundgren] hävdade att vi genom uppgörelsen hade upplöst det hot som valutakrisen inneburit för Sverige.« ¹³⁴

»Därefter följde en lugnare period. Regeringen lade fram de olika krisuppgörelserna i en proposition den 22 oktober. Räntorna föll till mer hanterbara nivåer, men de vill inte riktigt komma ned. Valutaflödena ville inte riktigt vända in till Sverige. Företagen började bli irriterade på högräntepolitiken. [...] Jag var dock alltså inställd på att fortsätta kronförsvaret. Marknaden har långt minne, den glömmer aldrig vilka länder som försöker devalvera sig ur svårigheter.« ¹³⁵

Nya försök att få till DM-koppling

Finansdepartementet och Riksbanken undersöker nu möjligheterna att krama ur ytterligare trovärdighet ur uppgörelserna genom att få accept för en knytning av kronan till EMS-systemet eller DM, och att lämna éucukorgen som ankare för kronan. Det gäller att förankra en sådan tanke såväl inom landet (riksbanksfullmäktiges ordförande Staffan Burenstam Linder, Allan Larsson, t.ex.) som i övriga Norden (framför allt Norge), Storbritannien, EG, Österrike, etc. ¹³⁶ Dock helt avgörande var att få accept från tyska Bundesbank och Staffan Burenstam Linder. Riksbanksfullmäktiges ordförande beskrivs av Dennis som »skeptisk, men ej stängd dörr« till DM-koppling. En myriad av telefonsamtal utförs. De svenska beslutsfattarna strävar efter att göra en gemensam framstöt med Norge. Dennis tar kontakt med Norges Bank och Anne Wibble håller finansministern Sigbjørn Jonsen informerad. Denne är dock negativ och »ej redo« för en DM-koppling. Den norske finansministern bedömer en DM-anknytning som riskfylld på grund av faran av att tvingas följa med i en appreciering av DM, och att en knytning visserligen är en

133. Ibid., s. 93–94.

134. Lundgren (1998, s. 164).

135. Wibble (1994, s. 33–34).

136. Handskrivna noter av Anne Wibble, daterade 92-10-01 92-10-02 och 92-10-04.

»hög ambition«, men »orealistisk«. Efter några dagar reagerar Bildt och kräver större ordning i kontakterna och bättre underlag för eventuell statsministermedverkan i vidare kontakter och samtal.¹³⁷

Måndagen den 5 oktober kommer nya protester från partiledarens stab inför slutarbetet på arbetet med att översätta krisuppgörelserna till en proposition: Olle Wästberg meddelar finansministern att »Staffan [Herrström] är ytterst bekymrad över tanken att vi i, eller i samband med, [en] krisproposition skall ange nya sparmål. Han menar att detta kräver en ekonomisk analys som övertygar statsrådsgruppen och honom själv. Hittills har det handlat om direkta beställningar av Riksbanken i akuta situationer. Om vi nu skall göra något – av typ [besparings]utfästelsen [som gjordes våren 1992] i KP – trots att [regeringen] redan gjort mer än [som sagts ett halvår tidigare] i KP, kräver det en mycket övertygande argumentering.«¹³⁸ Nästa dag debatterar Anne Wibble den ekonomiska situationen, och har som underlag bl.a. en PM från ekonomiska avdelningen.¹³⁹ Även om det nu finns flera ljuspunkter ger den en mörk bild. På tisdagskvällen, den 6 oktober, samlas folkpartisterna för överläggning, och Anne Wibble gör en föredragning.¹⁴⁰ Nivån på den inhemska efterfrågan 1993 – central för frågan om arbetslösheten – identifieras som helt avhängig av hushållens sparkvot (att den »sjunker något«). »Detta är en risk i kalkylen, som förutsätter att hushållen tror att minskningen i de disponibla inkomsterna är tillfällig.«¹⁴¹ (I efterhand vet vi att hushållen tvärtom ökade sitt sparande, vilket drev ned ekonomin kraftigt.) Fokus i föredragningen ligger annars på det strukturella underskottet i de offentliga finanserna (det sägs återstå 48 mdr kronor), budgetavdelningens grymma prognoser över budgetunderskottets utveckling, kravet på en

137. E-post från Carl Bildt till Anne Wibble 8 oktober 1992 kl. 21.13 under rubriken »Valuta«.

138. E-postmeddelande från Olle Wästberg till Anne Wibble 5 oktober 1992 kl. 13.27.

139. PM av Anders Palmér, daterad 1992-10-06.

140. PM av Anne Wibble daterad 1992-10-07. Samma PM verkar ha använts vid allmän beredning den 8 oktober, då hon antecknat »10-årsdagen av sista devalveringen« som ett memento högst upp.

141. PM av Anne Wibble, daterad 1992-10-07.

trovärdig plan för hur detta skall tas ned, och åtgärder för att få den konkurrensutsatta sektorn att växa.

De gamla interna motsättningarna kommer återigen upp, och Olle Wästberg konstaterar i en e-post till Anne Wibble att »Bengt [Westerberg är] definitivt inte mogen för en enda miljard till [i besparingar] just nu. Var på sitt värsta humör sedan du gått.«¹⁴² Till Bengt Westerbergs försvar kan sägas att han kan ha uppfattat läget som att hela regeringsperiodens möjligheter nu höll på att störta ned i en bottenlös avgrund. Som partiledare och vice statsminister kan man bli förtvivlad och på dåligt humör för mindre. Vid regeringssamanträdet den 8 oktober upprepar Bengt Westerberg sitt motstånd till nya besparingar.¹⁴³

»Grus« i samarbetet med (s)

Arbetet med krispropositionen fortskrider dock. Nya problem dyker upp. Socialdemokraterna markerar avstånd till regeringen. Enligt ett TT-telegram den 11 oktober säger Ingvar Carlsson: »Socialdemokraterna är ett oppositionsparti och bör uppfylla den rollen. Uppgörelserna med regeringen skedde i ett akut ekonomiskt läge. Ett fortlöpande samarbete är inte aktuellt. Så besvarar s ordförande Ingvar Carlsson statminister Carl Bildts förhoppning om ett fortsatt gemensamt ansvarstagande för att sanera den svenska ekonomin. [...] Någon fortsättning är inte aktuell. [...] Hans syn på vad som i framtiden ska hända med besparingarna i den första uppgörelsen växlar.«¹⁴⁴

Vid fp:s partistyreelse den 16 oktober diskuteras åter krispaketen och i vilken utsträckning man skall ändra politiken i ljuset av vad som hänt. Lars Leijonborg backar upp finansministern och menar att »huvudstrategin är OK«, att »om förutsättningarna visar sig vara fel måste vi tänka nytt« och att många års problem »har gjort oss sårbara«. Staffan Herrström är irriterad på att det presenteras flera problem att lösa samtidigt: »ibland dominerar underskotts-

142. E-postmeddelande från Olle Wästberg till Anne Wibble 7 oktober 1992 kl. 17:38.

143. Lundgren (1998, s. 166).

144. TT-telegram 11 oktober 1992 kl. 07:06.

problem, ibland konkurrenskraftsproblemet...« Det är en helt riktig iakttagelse. Beslutssituationen karaktäriseras av en betydande och 'legitim' osäkerhet om det faktiska läget, vilket man lätt glömer med facit i hand, och Riksbanken och finansdepartementet har dessutom olika syn.

Staffan Herrström vill fokusera på riktning snarare än en eliminering av underskottet. Bengt Westerberg klagar över att det »måste vara något fel när det samtidigt finns kommunala behov och arbetslösa.« (»Strukturellt« [problem], stoppar Anne Wibble in här). Bo Könberg menar »att det vore bra med mer Keynes, men ser inte heller [Bengt Westerbergs] alternativ«, och tillägger hoppfullt att »landstingen har hittills klarat bättre sjukvård till lägre kostnad. Kanske går det även i fortsättningen. Borde gå med skolan också.« Anne Wibble går även igenom frågan »Vad skall vi göra om det blir sämre?«, och ger en mycket uppriktig beskrivning av allt elände som kan drabba ekonomin, poängterar att det kan leda till ny valutakris och därmed eventuellt till en flytande kurs, men att en flytande kurs inte skulle lösa ekonomins grundläggande problem. Sedan avslutar hon med mildare tongångar om bl.a. bristen på infrastruktur.¹⁴⁵

I mitten av oktober börjar finansdepartementsmaskineriet, med planeringschefen Sune Davidsson och ekonomiska avdelningens chef Ingemar Hansson i spetsen, skriva PM med funderingar och förslag till ytterligare åtgärder, »Paket III« och budgetförstärkningar. »Bakgrunden«, skriver Ingemar Hansson, »är att Anne [Wibble] vill ha ett 'lager' med lämpliga budgetförstärkningar på sammanlagt 50–100 miljarder kr som kan aktualiseras i olika sammanhang.«¹⁴⁶ Hansson är dock orolig för en alltför svag efterfrågan 1993 och »åtgärder som reducerar efterfrågan [bör] i första hand träda i kraft tidigast 1/1 1995 eller möjligtvis till viss del 1/1 1994, medan man bör undvika åtgärder som ytterligare reducerar efterfrågan 1993«. Sune Davidssons förslag går delvis i samma tonart, med skattesänkningar som ligger före i tiden.¹⁴⁷ Hanssons PM inne-

145. Anne Wibbles anteckningar från partiledningsmöte 16 oktober 1992.

146. PM »Meny med samhällsekonomiskt lämpliga budgetförstärkningar« av Ingemar Hansson, ekonomiska avdelningen, 1992-10-20.

147. PM »Paket III« av Sune Davidsson, daterad 1992-10-16.

håller nästan 15 sidor med förslag. I en annan lång PM – producerad på beställning av Bo Lundgren – fokuserar ekonomiska avdelningen på analys av åtgärder som kan bromsa efterfrågefallet 1993.¹⁴⁸ På departementet är således framförhållningen och planeringen hyfsat god, men den politiska verkligheten är trögare.

Arbetet med krispropositionen fortskrider. Peter Egardt och Olle Wästberg förhandlar en lång rad detaljer med bl.a. Jan O. Karlsson och Leif Pagrotsky.¹⁴⁹ Anne Wibble går med Allan Larsson igenom de redan överenskomna åtgärdernas utlägg i tiden. En hel del meningsskiljaktigheter reds ut men »fonderna, försvar, kap skatter kvar« noterar finansministern strax efter midnatt.¹⁵⁰

Vid en annan överläggning presenterar Anne Wibble olika förslag, delvis baserade på idéer som (s) framfört i själva krisförhandlingarna. »Allan var tyst ganska länge och sa sedan att inget av detta uppfyllde hans villkor (precis det ordet). Allan höll sedan en längre föreläsning om att (s) aldrig beslutar om någonting utan att ha ekonomiskt underlag i form av försörjningsbalans m.m. Jag blev en aning häpen och frågade om detta innebar att hela överenskommelsen var preliminär och varför i så fall detta inte hade markerats från (s) tidigare. [...] Slut i något mera frostig anda än den tidigare övningen.«¹⁵¹ Olle Wästberg blir mer och mer orolig över vart alla diskussioner tar vägen. »Problemet med hela diskussionen om 'utlägg' [över tiden av de budgetförstärkande åtgärderna] är att vi riskerar att den enda förändring vi gör i paketet blir att vi enas om högre skatter längre fram och en omedelbar försämring av saldot. Det är just den typen av lösningar som har försatt oss i den nuvarande situationen.«¹⁵²

Allan Larsson skriver så ett slutbrev till finansministern med

148. PM av Ingemar Hansson daterad 1992-10-21.

149. PM av Peter Egardt, daterad 1992-10-16.

150. Anne Wibbles handskrivna minnesanteckningar från möte med Carl Bildt och Peter Egardt, statsrådsberedningen kl. 10.00 och sedan Allan Larsson i riksdagen, fr.o.m. kl. 17.00 den 20-21 oktober 1992.

151. Minnesanteckning från samtal med Allan Larsson 92-10-21 lö 00.00-00.30« (renskrivna).

152. E-postmeddelande till Carl Bildt och Anne Wibble från Olle Wästberg 21 oktober 1992 kl. 17.01.

begäran om besked före kl. 20.00 inför »vårt [s] avgörande gruppmöte«. ¹⁵³ Anne har noterat »OK« på de flesta punkter och har skrivit till »trycklov 19.30« längst ned. Krispropositionen är äntligen i hamn!

Dagen därpå talar Anne Wibble med ledningen för SAF. Hennes numrerade stolpar inför diskussionen är talande: »1 vx-kursen måste hållas (förekommer för mycket snack i företagen). 2 Avtalen. Inget förhandla om. Fasthet. Ej kostnadsproblem. 3 Marknaden. Ej [någon] skummis. Ej återgång till reglering.« ¹⁵⁴

I förberedelserna inför presskonferensen om krispropositionen skriver Anne Wibble den 23 oktober: »Uppgårelsen har redan givit resultat i form av stärkt förtroende för växelkursen och lägre räntor. Både innehållet och det politiska systemets förmåga att lägga motsättningar åt sidan och komma överens om nödvändiga åtgärder har väckt respekt.« Redogörelsen för innehållet avslutas med att »Jag hoppas på en fortsatt positiv dialog med socialdemokraterna. Jag är inte känslig för dagens höga tonläge. Ett högt tonläge hos vissa socialdemokrater är naturligt eftersom det för deras del handlar om ett radikalt omtänkande. Jag ser mer på vad de faktiskt gör än vad de säger. Det de gör genom att ställa sig bakom denna proposition är utmärkt för Sverige och en bra grund för fortsättningen.« ¹⁵⁵ Finansministern har en god förmåga att lägga konflikter bakom sig. De irriterade diskussionerna med Allan Larsson är härmed överstökade.

Den bild av det ekonomiska läget som tecknas i propositionen är dock allt annat än ljus. Såväl internationellt som i Sverige skulle 1993 bli ett dystert år, med fortsatt hög arbetslöshet, fallande produktion och neddragna investeringar.

Keynes är död

Den 27 oktober talar finansministern på ett möte på Liberala ekonomklubben med temat »Hur farligt är budgetunderskottet?«.

153. Brev från Allan Larsson till finansministern 21 oktober 1992, faxat kl. 16.03.

154. Anne Wibbles stolpar inför SAF-möte 22 oktober 1992.

155. Anne Wibbles manus »Presskonferens krisproppen 92-10-23«.

Fokus ligger på skillnaden mellan konjunktorellt och strukturellt. I debatten deltar, enligt Anne Wibbles anteckningar, Jonas Agell, Assar Lindbeck, Ulf Jakobsson, Lars Calmfors, Hans Tson Söderström, förutom »insiders« Hamilton och Davidsson.¹⁵⁶ I växelkursfrågan tycker visserligen Hans Tson Söderström att de två krispaketerna är bra men betraktar ändå inte växelkursen som trovärdig. Lars Calmfors förutser en valutakris förr eller senare, t.ex. om regeringen lägger förslag som får nej i riksdagen. Övriga verkar ha avstått från att yttra sig, möjligen av decorumskäl.

Anne Wibble filar på en artikel avsedd för DN-debatt som svarar på kritiken från bl.a. LO- och TCO-ekonomerna och deras krav på en mer »expansiv« ekonomisk politik. »Keynes tankar dominerade den ekonomiska debatten från 1930-talet ända fram till 1970-talets kriser då receptet inte längre fungerade. Nu tycks han komma i ropet igen.«¹⁵⁷ Finansministern vill här vara den goda pedagogen och förklara varför drygt 50 år gamla lösningar inte nödvändigtvis fungerar, även om problemen kan förefalla likartade. Sverige har inte idag handlingsfrihet: »Vi är låsta av gångna års ekonomiska politik som förts med utgångspunkt från bl.a. Keynes idéer. [...] Felet är egentligen inte Keynes. Ansvaret vilar på de politiker som trott sig följa hans råd – och som när det var lågkonjunktur ökade utgifterna och när det var högkonjunktur höjde skatterna. På så sätt har utgifter och skattesatser trissats upp. [...] Svårigheterna uppkommer när [...] skatter och utgifter är så höga att de inte kan höjas mer utan processen måste köras baklänges: minskade utgifter i högkonjunktur och sänkta skatter i lågkonjunktur. [...] Uppgörelsen med socialdemokraterna har som syfte att växla den kraftiga åtstramning som de höga räntorna orsakade mot en mindre kraftig åtstramning, åstadkommen genom minskade utgifter och sådana skattehöjningar som inte skadar tillväxten. [...] I detta läge måste den svenska politiken inriktas på att återupprätta mesta möjliga handlingsfrihet. Vi har hjälp av det rådrum som uppgörelsen givit oss. Det får inte användas till politisk positionering och bråk om

156. »Underlag Liberala Ekonomklubben«, sammanställt av Mats Nyman, inkl. Anne Wibbles handskrivna anteckningar från diskussionen, daterade 1992-10-27.

157. 1992-11-02, utkast till DN-artikel av Anne Wibble.

detaljer. Då försvinner det snart.«¹⁵⁸ De tankar om keynesianismens problem som finns i artikeln utvecklar finansministern sedermera i boken *Två cigg och en kopp kaffe*.¹⁵⁹ Anne Wibble känner i detta skede uppenbarligen ett starkt behov av att utöva sin pedagogiska talang på problemet att Keynes idéer drivits för långt när de kommit att genomsyra alla politiska partier och intresseorganisationer i Sverige.

Sedan artikeln publicerats några dagar senare (den 7 november) kommer från Bo Lundgrens statssekreterare Urban Bäckström ett uppskattande e-postmeddelande: »Gillar din artikel i dagens DN. Det avfärdar bestämt de keynesianska dumheterna som florerar i debatten. Samtidigt lyfter du fram de underliggande strukturella problemen som utgörs av de feldimensionerade sektorerna på ett förtjänstfullt sätt. Alla tycks ha glömt bort att vi faktiskt har två underskottsproblem: Det strukturella budgetunderskottet men också ett strukturellt bytesbalansunderskott.«¹⁶⁰ Även från statsministern inflyter beröm. »Anne, Mkt bra artikel i DN i lördags. Vi behöver lite mer närvaro i den ekonomiska debatten!«¹⁶¹

Den f.d. chefen för finansdepartementets ekonomiska avdelning och sedermera riksbankschefen, Lars Heikensten, skriver den 3 november som chefsekonom i Handelsbankens konjunkturbrev *Aktuell Ekonomi* att »De politiska uppgörelserna i september har visat sig lägga en god grund för lägre svenska räntor och har avlägsnat den akuta krisen för kronan«. (Anne Wibble stryker under denna mening.) Samtidigt pekar Heikensten på den politiska osäkerhet som »ett skenande budgetunderskott och fördjupad nedgång« skulle kunna skapa. »Visserligen visade sig det politiska systemet i september fungera bättre än många väntat. Men trots detta är det nog klokt att räkna med att tilltron till svensk ekonomisk politik är skör.« Även Heikensten avvisar traditionella keyne-

158. 1992-II-02 utkast till DN-artikel av Anne Wibble.

159. Wibble (1994, kapitel 4).

160. E-postmeddelande från Urban Bäckström till Anne Wibble 7 november 1992 kl. 11.47.

161. E-postmeddelande från Carl Bildt till Anne Wibble 9 november 1992 kl. 11.03.

sianska recept i läget med ett strukturellt bytesbalansunderskott, och skatte- och utgiftsproblemen i den offentliga sektorn: »Det är därför bakvänt att stimulera efterfrågan via offentlig expansion eller ökat bostadsbyggande. Åtgärder för att stimulera den privata konsumtionen framstår också som bakvända. Vi genomlider nu svifterna av ett decennium med just överkonsumtion.« Istället anbefaller Heikensten »åtgärder för att öka investeringarna och förbättra den konkurrensutsatta sektorns villkor. [...] För detta krävs insatser som direkt förstärker näringslivets konkurrenskraft, t ex sänkta löner eller ytterligare sänkta arbetsgivaravgifter [i tre år och med tio procent]. [...] Samtidigt behövs dock rejäla tag för att få ned det strukturella underskottet i de offentliga finanserna [med minst 30 mdr kr 1994–95].«¹⁶²

»PM Next« och ett tredje krispaket

Ekonomiska avdelningen på finansdepartementet jobbar på sitt håll vidare med planerna på ett »paket III«, med ett tänkt innehåll av sänkta socialavgifter, sänkt kompensationsnivå vid sjukdom, arbetsskada, föräldraförsäkring, lönegaranti, arbetslöshet och A-åtgärder, slopad delpension etc.¹⁶³ Den sammanlagda budgetförstärkningen av förslagen skulle bli avsevärd, men bland nackdelarna nämns »den andra interndevalvering innebär ackommodation, vilket kan reducera parternas ansvarstagande vid framtida löneförhandlingar«. (Ett problem som även berörs i Heikenstens artikel i *Aktuell Ekonomi*.) Anne Wibble noterar – i polemik – att sänkta arbetsgivaravgifter skulle underlätta förhandlingar om relativlöneförändringar på arbetsmarknaden. Ingemar Hansson konkluderar att »ytterligare sänkning av socialavgifterna och -förmåner [...] [är en] förhållandevis lämplig åtgärd. Paketet kan utgöra

162. Handelsbankens *Aktuell Ekonomi* den 3 november 1992. Artikel av Lars Heikensten. Anne Wibble noterar till en medarbetare att, förutom Heikensten, »förtjänar Carl Johan Åbergs artikel i Svenska Dagbladet söndag (92-11-08) att läsas.«

163. PM från Ekonomiska avdelningen 1992-11-04 om »Paket III«, av Ingemar Hansson.

ett förstahandsalternativ om vi åter skulle hamna i ett akut läge med misstroende mot den svenska kronan och/eller med en ännu svagare internationell eller inhemsk utveckling.«¹⁶⁴

Samma dag (4 november) skriver Anne Wibble ett utkast till text om den ekonomiska politiken i finansplanen, med extra påskrift »kan offentliggöras i dec«.¹⁶⁵ Behovet av att återigen visa handlingskraft och beslutsamhet är påtagligt. Inte heller denna gång vill hon antagligen invänta det ordinarie tillfället för att presentera den ekonomiska politiken, dvs. i budgetpropositionen först den 10 januari.

De finansdepartementala förberedelserna utmejslas vidare i något som kallas »PM Next«. I Anne Wibbles arkiv finns ett antal olika versioner av denna PM, vilka visar hur först Mats Nymans, politiskt sakkunnig, och sedan de andra medarbetarnas olika utkast bearbetas med tillägg, kompletteringar och strykningar och inte minst med Anne Wibbles egna kommentarer på alla ledder.¹⁶⁶ Återigen argumenterar finansministern emot enkla keynesianska lösningar om ökade offentliga utgifter. Istället föreslås i ett tidigt utkast av PM Next en sänkning av alla kompensationsnivåer rakt över till 70 procent vid sjukdom, arbetsskada, föräldraförsäkring, lönegaranti, arbetslöshet och arbetsmarknadsåtgärder, med konsekvensändringar i förtidspensioner och sjukbidrag och slopad delpension. Förutom detta finns förslag om en aktuariskt utformad »pensionsavgift« från 1995, minskat grundavdrag, en höjning av den lägre momsskattesatsen till den högres nivå, och allmänt »budgetgnet«. Allteftersom urvattnas och preciseras dock PM Next ganska väsentligt. När den underställs bl.a. Bengt Westerberg, Bo Könberg och Staffan Herrström för kommentarer vid tisdagsmötet med de liberala statsråden den 10 november, möts den icke desto mindre av en störtsjö med kommentarer, frågor och, sannolikt, protester. Nästa dag kompletteras de muntliga synpunkterna med e-post till finansministern. Staffans Herrströms sammanfattning av

164. PM från Ekonomiska avdelningen 1992-11-04 om »Paket III«, av Ingemar Hansson, s. 2–3.

165. AW 92-11-04 Ekonomisk politik i finansplanen, utkast.

166. Se även Lundgren (1998, s. 192–193).

diskussionen upptar två hela sidor.¹⁶⁷ »För övrigt anser jag att välfärdsstaten bör bevaras«, avslutar Bo Könberg karaktäristiskt sitt e-postmeddelande.¹⁶⁸ Bengt Westerberg lämnar sina synpunkter direkt på papperet och förefaller, smärre invändningar och kommentaren »för luddigt tänkt« på en punkt till trots, att ha accepterat det mesta.¹⁶⁹ Anne Wibble har noggrant sparat också det beröm, som denna PM i dess slutredigerade version fick från Lars Leijonborg: »Anne! Jag tycker PM:en är bra. Positivt att vi kommer vidare, trots att vår interna stämning inte alltid är den bästa. Hoppas partiledarna är positiva. Lars L. »¹⁷⁰ Partiledarna får PM Next presenterad för sig den 12 november, men då hade kronan redan kommit i rullning på marknaden.

Denna onsdag (11 november) är för finansministern delvis vikt för ett anförande vid »Tvärkontakt Stockholmsmässan«. Här är det vardagsfinansministern som är i sitt esse: anförandet handlar om det ekonomiska läget men framför allt passar hon på att tala om drivkrafter för tillväxt och har en optimistisk ansats till allt positivt som händer i Sverige. Betoningen ligger på kreativitet och småföretagens betydelse.¹⁷¹

Så inleds så den sista striden.

Sista veckan med fast kronkurs

Om torsdagen den 12 november skriver Bengt Dennis i sin bok: »Vi levde i ett osäkerhetstillstånd och det bröts torsdagen den 12 november. 'Vi har på nytt påmint om vår dödlighet – jag har inte skrivit dagbok sedan den 9 oktober. 12 miljarder kronor i utflöde av valuta denna dag.'«¹⁷² Samma oro finns hos Urban Bäckström

167. E-post från Staffan Herrström till Anne Wibble 11 november kl. 13.25 med rubriken »Försök till sammanfattning av igår«.

168. E-postmeddelande från Bo Könberg till Anne Wibble 11 november kl. 15.48.

169. AW 92-11-11 »Nya ekonomisk-politiska åtgärder – PM 'Next'«, »från BW«.

170. E-postmeddelande från Lars Leijonborg till Anne Wibble 11 november kl. 22.18.

171. Anförande av finansminister Anne Wibble vid Tvärkontakt Stockholmsmässan onsdagen den 11 november 1992.

172. Dennis (1998, s. 106).

»Idag har något börjat igen som gör att man får fjärilar i magen«, skriver Urban Bäckström i ett e-postmeddelande.¹⁷³

Riksgäldskontorets emission av statsskuldsväxlar den 12 november går dåligt, enligt Bengt Dennis bl.a. på grund av att marknaden överraskas av emissionens storlek. Dessutom har månadsstatistik över statens upplåningsbehov som släppts från Riksgälden den 10 november givit marknaden ny information om det fortsatt mycket stora upplåningsbehovet. Ett ytterligare orosmoment som riksbankschefen redovisar är de diskussioner som förs om de redan ingångna krisuppgörelserna. »Relationerna mellan regeringen och oppositionen var irriterade bland annat på grund av tolkningstvisiter om de två uppgörelserna.«¹⁷⁴ En illustration till detta är Bengt Dennis egen upplevelse: »Sökte finansministern på kvällen men hon var ute med sin hund. Fick tag i Allan Larsson och informerade honom men samtalet utmynnade i en hetsig ordväxling. Bakgrunden var uttalanden från socialdemokratiskt håll om att krisuppgörelserna skulle kunna rivas upp. Jag förklarade att uttalanden av det slaget i nuvarande marknadsläge var som att leka med elden. Larsson försvarade sig med att det var regeringen som bröt uppgörelserna om bland annat arbetsrätten. Jag svarade att marknaden gav fan i arbetsrätten då den inte påverkade statens upplåningsbehov men att ett socialdemokratiskt avhopp från budgetuppgörelsen skulle göra det.«¹⁷⁵ Man anar en angelägen och nervös riksbankschef och en envis partipolitiker i ett mycket spänt läge. Allan Larssons upplägg, som det beskrivs av Dennis, verkar inte rationellt. När väl (s) hade betalat det politiska priset som ligger i att samarbeta med den borgerliga regeringen, varför då underminera delar av förtroendet genom öppen kritik, och hot om avhopp? Detta gör att pakten faktiskt får mindre trovärdighet på marknaden och orsakar sämre stämning i landet. Ändå sitter Allan Larsson i riksbanksfullmäktige och har där full inblick i valutaflöden och de analyser som görs i Riksbanken.

173. Lundgren (1998, s. 193).

174. Dennis (1998, s. 107).

175. Ibid. s. 108.

Växande hemlig IMF-skepsis

I Anne Wibbles arkiv finns en utvärdering på en och en halv A4-sida gjord av två IMF-ekonomer daterad torsdagen den 12 november.¹⁷⁶ Den är i tre delar och med två författare. Den första bär titeln »Timetable against Sweden«. Anledningen till att kampen mot klockan inte är »in Sweden's favour« är enligt IMF:s Senior Economist Peter van Maydell, att det finns »a widespread awareness of Thursday's Krona outflows, which opens the door to speculation on Friday [dvs. dagen efter, den 13 november]. [...] Each of the next 3 days holds new pitfalls for the Swedish authorities. Any outflow over SKR 5 billion for the week would probably trigger an escalating series of rate hikes and Krona selling, leading to ultimate devaluation. The Krona is unlikely to withstand another bout of speculation on the scale seen in September. A controlled or pre-emptive devaluation would be most in Sweden's interest, and might allow the Riksbank to avoid floating altogether.«

Den enda rimliga tolkningen av texten är ett försiktigt förord för att devalvera kronan under helgen den 14–15 november.

IMF-författare nummer två, Chris Furness, Senior Currency Analyst, har satt titeln "Swedish Ripple« (Svenskt skvalp) på sitt bidrag. Han menar att vad de svenska myndigheterna än gör blir resultatet detsamma, och att »the question becomes: what happens after what some are beginning to see as the inevitable? As with September's action in the markets, we believe that a ripple effect could again begin.« Till valutor som riskerar att destabiliseras i en europeisk skvalpvåg igångsatt av ett svenskt kronfall räknar han främst irländska pundet, portugisiska escudon och spanska pesetan. (En destabilisering inträffade också. Efter kronfallet devalverades pesetan och escudon, och Norges Bank höjde dagslåneräntan.) Det tredje bidraget är en kort analys, »Grey Friday in Sweden« återigen av Peter van Maydell. Efter att ha beskrivit marknadsläget,

176. PM (i typisk IMF-stil), daterad 12 november, men sänd på en feldaterande fax-maskin.

bl.a. den skakiga emissionen omnämnd ovan av Dennis, konkluderar han att »This raises warning signals in both currency and bond markets about the sustainability of the current policy mix. The ebbing investor confidence makes it unlikely that interest rates can be brought down further without endangering the exchange rate peg.« IMF förefaller inte längre tro att Sverige ska klara kampen för kronan.

Bland Anne Wubbles noteringar denna dag finns ett kvällssamtal fört över telefon med Jean-Claude Trichet som befinner sig i Wien, efter rykten om att Frankrike och Nederländerna överväger att låta sina valutor flyta. Jean Claude Trichet är vid denna tidpunkt fransk ordförande i EG:s Monetära Kommitté. Återigen söker svenskarna utrona möjligheterna att nå en ökad trovärdighet i valutapolitiken genom en koppling av kronan till mera trovärdiga europeiska valutor, antingen genom ett särskilt avtal med EU-länderna om något slags svensk association (»skuggning«) till ERM i form av ett intervall för den svenska kronan, eller – alternativt – en koppling till DM. Trichet svarar att han skall »urgently examine« frågan, och »convey [Sweden's] message« till EG:s Monetära Kommitté vid mötet måndagen den 16 november.¹⁷⁷

Fredagen den 13 är också den en mörk dag. Utflöde. Oro. Räntepågång. Ösregn.¹⁷⁸ I ett nytt amerikanskt nyhetsbrev bedömer man att Sverige inte klarar att hålla kronkursen.

Hamilton, som varit på ett SNS-möte den 12 november, skriver förmiddagen därpå en rapport till sin minister. Det som Hamilton främst rapporterar om är Klas Eklunds analys av budgetunderskottet: Det växer snabbt, och även utan den akuta situationen finns det anledning att vara orolig på längre sikt, och de mått som används för att mäta strukturella budgetunderskott är behäftade med grava problem. Sedan följer en rad goda förslag av i huvudsak strukturell karaktär; dock »inga särskilt nya idéer«. Därefter debatt: »Bo

177. Handskriven not av Anne Wibble, daterad 92-11-12.

178. Väderobservationen är hämtad ur Dennis (1998, s 109) som tillfogar att »om vi skall släppa den fasta växelkursen skulle det väl vara i ett väder av detta slag«. Anne Wibble har ingenstans en rad om sådana triviala ting som väder eller andra aspekter av vardagen omkring arbetet.

Rydin och AGA-chefen [Marcus] Storch extremt pessimistiska: 'det kommer inte att räcka', 'krisen väsentligt allvarligare', etc., för att inte tala om Göran Ennerfelt. [...] Lars Wohlin argumenterade, som vanligt, för devalvering för att genom högre inflation 'lösa' fastighets- och finanskrisen: politiken bör enligt [Lars Wohlin] bygga på en serie oväntade devalveringar. Kommentarer: hur man kan göra mer än i stort sett en enda överrumplande devalvering vet jag inte, och hur man kan göra någon alls [överrumpling] i Sverige idag vet jag [dvs. Hamilton] ännu mindre. [...] Såväl Hans [Tson Söderström] som övriga nationalekonomer försvarade fast-växelkurspolitiken, och Hans och jag förklarade att med de utsikter som [företagsledarna] målar upp är lönesänkningar enda möjligheten (inte populärt hos företagsledarna!), och att det politiska systemet inte kan leverera frälsning från allt. Rune Andersson [Trelleborg] invände mot tanken på lönesänkningar.«¹⁷⁹ Intressant nog byter Söderström här åsikt om värdet av en fortsatt fast kronkurs, som han kritiserat så sent som vid Liberala ekonomklubbens möte bara drygt två veckor tidigare (27 oktober).

Urban Bäckström skriver en dyster promemoria om »Ny ränteturbulens – behov av åtgärder«, som skickas till bl.a. statsministern och finansministern natten till lördagen.¹⁸⁰ »De senaste dagarna har varit turbulenta och [marknads]räntorna har åter stigit vilket kan ge upphov till en ny räntechock. [...] Vad vi ser är en ekonomi i – eller på väg in i – en fundamental obalanssituation. Marknadsaktörernas – både inhemska och utländska – erfarenhet är att sådana situationer brukar lösas med växelkursjusteringar. Lågmälda diskussioner förs också sedan ett par veckor i många slutna rum om att en devalvering nog kommer. Därför förblir den svenska räntan också hög. Därför finns en latent risk för nya räntechocker. Det kan

179. E-postmeddelande från Carl B. Hamilton till Anne Wibble och Olle Wästberg 13 november 1992 kl. 10.36 med rubriken »SNS K-RÅD: PRE-VIEW 12/11«. Rapporten från Konjunkturrådet som presenterades i januari 1993 kom att heta »Fast kurs med flytande krona«, men det var förstas inte fastlagt ännu.

180. E-postmeddelande från Urban Bäckström till Carl Bildt, Anne Wibble, Bo Lundgren, Peter Egardt, Olof Ehrenkrona, Lars Jonung och Carl B. Hamilton 14 november 1992 kl. 01.02.

ta en dag, två veckor eller tre månader.«¹⁸¹ För att återupprätta förtroendet föreslår Urban Bäckström en rad åtgärder, bl.a. sänkta arbetsgivaravgifter, sänkta offentliga utgifter, att valutalånenormen slopas, en DM-koppling av kronan och specialåtgärder för den kapitalintensiva skogsindustrin.¹⁸²

Tidigare på dagen har Urban Bäckström och Bengt Dennis träffats och statssekreteraren då presenterat sina idéer om ytterligare arbetsgivaravgiftssänkningar, men finansiering utlagd över flera år. Den idén avvisas dock av Bengt Dennis som betonar full finansiering omgående.¹⁸³

I samband med ett telefonsamtal tidigt på kvällen den 13 november med vice riksbankschefen Thomas Franzén märks hos Anne Wibble viss uppgivenhet, något som inte funnits sedan september. »Vad kan stoppa? [Riksbanken] har inget räntevapen.« Bengt Dennis rapporterar senare på kvällen att man på kontinenten är ovillig att stödja Sverige med en valutakoppling: »Avgörande: [man] släpper inte in oss på fel nivå (gör ej om England).« I frånvaro av ytterligare svenska krisuppgörelser bedömer man situationen som sannolikt ohållbar för Riksbanken.

På söndagen talar Bengt Dennis och Anne Wibble som vanligt med varandra och konstaterar, igen, att Riksbanken inte har några vapen kvar.

Händelserna veckan då kronan föll har beskrivits av flera andra. I Anne Wibbles bok, skriven halvtannat år efter händelserna, låter det så här: »Måndagen den 16 november blev det tydligt att en ny kris var på gång. Bengt Dennis kom hem till mig på kvällen. Vi satt i min gillestuga och det var alldeles tydligt att Dennis var mycket orolig. Han hade aldrig tidigare sökt upp mig i hemmet. [...] Dennis pekade på stora utflöden och menade att räntevapnet inte längre var trovärdigt.«¹⁸⁴ I hennes egen uppteckning av samtalet är utgångspunkten dels stora utflöden på sammanlagt 71 mdr kronor

181. PM av Urban Bäckström 1992-11-13 »Ny ränteturbulens – behov av åtgärder«, bilagan till ovannämnda e-postmeddelande.

182. Ibid., s. 2.

183. Dennis (1998, s. 111).

184. Wibble (1994, s. 34–35).

torsdag–måndag, dels att EG:s monetära kommitté under dagen bordlagt Sveriges önskan om stöd i form av något slags koppling till ERM/EMS, dels att Staffan Burenstam Linder sagt nej till en koppling till DM. Hos Bengt Dennis är beskrivningen mer kortfattad: »Träffade finansministern i hennes bostad 21.30. Fick vänta en stund då hon kom från ett lokalt partimöte. Satt en halvtimme i hennes tillbyggda gillestuga och jag minns fortfarande att jag frös. Anne Wibble var som vanligt kort och koncis.

– Då får jag väl ordna det här. Men jag behöver två dygn på mig, var hennes reaktion på min information om läget.«

De flesta politiker skulle rimligen bli ganska oroliga om en riksbankschef med katastrofnyheter dyker upp hemma i ett ombyggt garage sent en kylig novemberkväll. Men faktum är att Anne Wibble hade som mest is i magen just när det blåste som värst. Att Bengt Dennis fick frysa lite i väntan på finansministern var nog för övrigt en effekt av familjen Wibbles mycket försiktiga förhållnings-sätt till onödiga hushållsutgifter. I ett rum som inte används så ofta behöver inte temperaturen vara behaglig för jämnan.¹⁸⁵

I Monetära Kommittén hade vid mötet tidigare på dagen en längre diskussion utspunnit sig i frågan om Sveriges önskemål om en närmare relation till ERM/EMS. Ordföranden Trichet hade stöttat Sveriges önskemål, inte minst efter ett samtal med Anne Wibble »som tydligen i ännu högre grad övertygat honom om ärendets

185. I Dagens Nyheters artikelserie hösten 1996 har dramatiken vässats något: »Strax före halv tio på måndagskvällen den 16 november 1992 tänder finansminister Anne Wibble alla lamporna i sin gillestuga. Hon är sammanbiten och spänd, nyss hemkommen från ett folkpartimöte i Täby. Det var hon tvungen att lämna i förtid sedan hon fått ett telefonsamtal som antytt ett nödläge. Nu förbereder hon sig för ett sammanträde i den sena novemberkvällen. Riksbankschefen Bengt Dennis har aldrig förut sökt upp finansministern i hemmet. Nu anländer han klockan halv tio för att diskutera de mycket kraftiga valutautflödena som förekommit de senaste tre dagarna. Riksbankschefen var mycket orolig. Kärnan i både Bengt Dennis och Anne Wibbles politik, den fasta växelkursen, håller på att sprängas i bitar. [...]Så här efteråt berömmar Bengt Dennis finansministern för hennes fighting spirit, men han tillägger [för DN 1996] – Redan då var det nästan för långt gånget. Ändå hade Bengt Dennis dröjt till måndag kväll med sitt förtroliga krismöte med finansministern. Tiotals miljarder hade redan runnit ur landet och timme för timme fortsatte valutahandlarna att sälja kronor.« Artikel av Ewa Stenberg i Dagens Nyheter, i den version som Anne Wibble fick kontrollera fakta, citat, m.m., den 24 oktober 1996.

'urgency'«¹⁸⁶, och Trichet önskar inte vänta längre med ett avgörande i frågan. Men Andreas Kees, föredragande, är negativ liksom ett antal sydeuropeiska länder. De och Kees ser Sverige med sina interventioner som »potentially turbulent« och känner mycket starkt för att inte få in mera turbulens i EMS-systemet. Kees tycker dessutom att »egenheterna i det svenska [interventions]systemet« behöver klaras ut, och konstaterar att den frågan redan varit uppe 1991, samt att »Gemenskapen [har] svårt att förstå varför den svenska riksbanken kontinuerligt, återkommande och massivt intervenerade på det sätt man gjort. Dock«, skriver den svenska representationens ekonomiske attaché i Bryssel, Anders Calmfors, »hade även detta 'problem' turnerats i positiva termer av ordförande Trichet.« Beslutet blir dock bordläggning till nästa kommittémöte den 1 december. Dessförinnan ska Trichet ha ett möte med Olle Wästberg och Thomas Franzén, så snart som möjligt i Paris.¹⁸⁷

Anne Wibble skriver om fortsättningen: »De två följande dagarna förvärrades läget. Jag hade kontakt med Allan Larsson både per fax, telefon och öga mot öga. Jag lade fram förslag om att ytterligare permanent sänka arbetsgivaravgifterna med 7 procentenheter från 1 april 1994. Finansieringen skulle träda i kraft i huvudsak 1995. Vi diskuterade ett antal förslag utan att binda oss; bl.a. skulle förbudet för staten att låna i utländsk valuta för att finansiera budgetunderskottet avskaffas [dvs. valutalånenormen]. Allan Larsson efterfrågade som alltid mer underlag, men var inte avvisande. Socialdemokraterna ansåg sig dock behöva diskutera frågan i sin riksdagsgrupp innan vi kunde få något besked.«¹⁸⁸ I hennes egen PM till Allan Larsson den 17 november nämns dessutom att hon ville få till stånd en DM-koppling av svenska kronan liksom att »[f]inansieringen [...] måste vara absolut trovärdig i ett medelfristigt perspektiv. Annars utlöses nya negativa effekter av det ökade upplåningsbehovet och hela operationen riskerar att misslyckas. Det

186. Kryptofax från Anders Calmfors (f.ö. bror till professor Lars Calmfors) till Wästberg, Franzén, Hall, och Adlercreutz, daterat 17 november 1992.

187. Kryptofax från Anders Calmfors till Wästberg, Franzén, Hall, och Adlercreutz, daterat 17 november 1992.

188. Wibble (1994, s. 35).

vore tragiskt med hänsyn till den stora politiska investering som både ni och vi har gjort i den fasta växelkursen, men i första hand för de svenska hushållen«, samt ett lakoniskt »jag hoppas höra av Dig under dagen« på slutet.¹⁸⁹

På ömse håll utbyter man in i det sista analyser av förord politik och levererade förslag. Anne Wibble skriver en tresidig kommentar, med inskjutna tolkningar, och ett brev till Allan Larsson med kommentarer till socialdemokraternas motion i riksdagen med anledning av prop. 50 (»krisprop:en«). Hon konstaterar mycket samsyn men också att »Jag har svårt att se hur detta kan förenas med grundtanken i 'paket I' om minskade offentliga utgifter. Den fråga som ställdes i vårt telefonsamtal är i högsta grad relevant, nämligen hur vi skapar trovärdighet för åtgärder som överensstämmer med 'paket II' « osv.¹⁹⁰ Anne Wubbles kommentar till (s)-motionen utmynnar i förslag om nya åtgärder i ett tredje paket: »att vi kan visa att med denna kostnadsänkning blir kostnadsnivån 'rätt', dvs. möjliggör slopande av det strukturella bytesbalansunderskottet, att vi kan visa upp en strukturellt riktig finansiering, dvs. en som huvudsakligen innebär minskade offentliga utgifter, att vi genom infasningen i tiden av finansieringen tar hänsyn till behovet av att öka aktivitetsnivån i första hand under 1993, [och] att vi kan visa att åtgärderna sammantaget fullföljer den tidigare strategin att successivt eliminera det strukturella underskottet i de offentliga finanserna i ett medelfristigt perspektiv.«¹⁹¹

Socialdemokraterna, å sin sida, skickar genom Jan O. Karlsson en PM till statssekreterarna Peter Egardt och Olle Wästberg med rubriken »Uppstädning av krispaket I–II«.¹⁹² Stådbetinget omfattar beskattning av småföretagen, bostadssektorn, sjukförsäkringsavgift, arbetarskyddsavgift, reglering stat – kommun, kapitalinkomstskatten, arbetsrätten, högskolan, privatisering, AP-fonderna och

189. Brev till Allan Larsson från Anne Wibble 92-11-17.

190. AW 92-11-17/18 Den ekonomiska politiken m.m., kommentarer till s-motion maa prop. 50, sannolikt avsedd för Allan Larsson.

191. AW 92-11-17/18 Den ekonomiska politiken m.m., kommentarer till s-motion maa prop. 50.

192. Från Jan O. Karlsson till Peter Egardt och Olle Wästberg 1992-11-17 kl. 23.44 »Uppstädning av krispaket I–II«.

förtroendet för uppgörelserna. På alla dessa områden vill Jan O. Karlsson se ytterligare åtgärder för att överenskommelserna ska »anses fullföljas«, alternativt att regeringen avbryter pågående arbete. Den sista punkten i betinget lyder kort och gott »All offentlig polemik mot krisuppgörelserna från enskilda statsråd avbryts«.

Medan uppstädning och synpunkter på detta sätt bollas mellan regeringskansliet och (s) i riksdagen fortsätter valutan att strömma ur landet. »Minus 23 Mdr när USA kom in«, noterar Anne Wibble kl. 16.15 den 17 november efter samtal med Bengt Dennis.¹⁹³ Carl Bildt överlägger med Staffan Burenstam Linder på kvällen den 17 november, rapporterar till Anne Wibble att han angivit en limit för valutareserven, och att en DM-koppling bara har hans stöd om det backas upp av »ett starkt program«.

Strax efter sju på kvällen ringer Allan Larsson och ger OK när det gäller valutalånenormen, bedömer DM-kopplingen som en fråga för riksbanksfullmäktige, men vill inte gå med på de ytterligare ekonomisk-politiska åtgärderna utan vill att »(s) bredare [upplägg] från [s]motionen [anvisar] inriktningen som grund för fortsatta samtal.«¹⁹⁴ Vad detta i praktiken skulle kunna innebära förblir dock höljt i djupt dunkel.

På eftermiddagen den 18 november träffas Allan Larsson, Jan O. Karlsson, Olle Wästberg och Anne Wibble och går igenom PM Next om ett nytt krispaket, »nyckelformuleringar«, »reaktion på gruslistan« m.m. Riksdagsgruppen (s) träffas kl. 21.00.¹⁹⁵ Jan O. Karlsson skriver till Peter Egardt och vill ha en reaktion på sin PM om stadbeting. Hans meddelande innehåller f.ö. fyra sidor med tilläggsdirektiv till den arbetsrättsliga utredningen, sannolikt en beställning från LO för att exploatera nationens ekonomiskt utsatta läge.¹⁹⁶ En slutsats är att (s) och regeringen i slutfasen har helt olika fokus. Oppositionen vill passa på att flytta fram positionerna fram-

193. Anne Wibbles noteringar från samtal med Bengt Dennis 1992-11-17 kl. 16.15.

194. Anne Wibbles noteringar från samtal med Allan Larsson 92-11-17 kl. 19.00.

195. Anne Wibbles noteringar från möte med Allan Larsson, Jan O. Karlsson och Olle Wästberg 92-11-18 kl. 16.00.

196. E-postmeddelande från Jan O. Karlsson till Peter Egardt 18 november 1992 kl. 18.24.

för allt inom arbetsrättens område, medan regeringen är helt inriktad på att lösa akuta problem för att rädda kronan och långsiktigt få tillbaka tillväxten. Efter mötet talar Anne Wibble med Riksbanken. »Bengt Dennis orolig. [Flödena] skiljer sig från tidigare.«¹⁹⁷

Regeringen samlas kl. 18. Olof Johansson ställer frågan om en samlingsregering, eftersom »trovärdigheten blir mindre och mindre för varje paket«.¹⁹⁸ Senare på kvällen kl. 21.10 träffar statsministern oppositionsledaren Ingvar Carlsson, förre finansministern Kjell-Olof Feldt »+ ngn«. Enligt Anne Wibbles knapphändiga anteckningar visar sig »Allan Larssons bild ej [vara] förankrad hos Ingvar Carlsson, nära att ge upp. Om flyter – hur [kan Sverige] komma tillbaka? Utlöser ny internationell oro. Inflation.«¹⁹⁹

Under tiden arbetar ekonomiska avdelningen och dess chef Ingemar Hansson in i det sista intensivt på två PM, dels en med titeln »Angående det ekonomiska läget«, levererad kl. 21.18 till finansministern, dels en »Ord på vägen ang. paket III«, levererad kl. 23.16. I den första rekommenderas – efter analys – sänkta sociala avgifter, slopad valutalånenorm, och DM-knytning. »Kombinationen av dessa tre åtgärder [...] utgör ett av få åtgärdspaket som har en god chans att återskapa förtroendet för den svenska valutan, vilket i sin tur är fundamentalt för räntan och den allmänna ekonomiska utvecklingen i Sverige.« Den andra är mera en budgetteknisk genomgång av möjliga åtgärder.

Väntan och förberedelser inför (s)-reaktioner på regeringens PM om ett nytt krispaket finns beskrivna av såväl Carl Bildt (i kapitel 2 i denna bok) som av Bengt Dennis (i 500%). I sin bok skriver Anne Wibble: »Hela natten till den 19 november satt jag hos Carl Bildt på Rosenbad och väntade på besked från socialdemokraterna. Vi skrev ett utkast till pressmeddelande med utgångspunkt från de diskuterade förslagen, faxade till s-kansliet och väntade på svar. [...] I arla morgonstund ringde jag Allan Larsson, som meddelade att Ingvar Carlsson för länge sedan hade gått hem för att sova. De trodde inte

197. Handskriven not av Anne Wibble daterad 18/11 kl. 15.40.

198. Anne Wibbles anteckningar under rubriken »Reg. 92-11-18 kl. 18.00«.

199. Anne Wibbles anteckningar från samtal med Carl Bildt 92-11-18 kl. 21.10.

på fler gemensamma paket, utan valde att stå vid sidan om. Ganska märkligt att de inte kunde ringa själva och tala om det!»²⁰⁰ I Anne Wibbles egen anteckning är klockslaget angivet till 05.45, att Ingvar Carlsson av Allan Larsson påstods ha givit »hålltider« för den 19 november till Carl Bildt för möten med (s) verkställande utskott och riksdagsgrupp, och att »någon [socialdemokratisk] reaktion var ej avsedd att ges dessförinnan«.²⁰¹

När Hamilton träffar finansministern på morgonen talar hon som hade hon givit upp, och hon är förgrymmad över vad hon uppfattar som brist på rakryggat uppträdande från (s) sida i och med att de inte haft kurage nog att ta kontakt under natten och meddela henne eller Bildt sin inställning. I sin bok fortsätter dock Anne Wibble i ett litet mera optimistiskt tonläge: »Carl Bildt och jag hade på förmiddagen en egen presskonferens. Den gick inget vidare, det var uppenbart att kronans position var skakig och att socialdemokraterna höll sig undan. Åter till Rosenbad. Nu fanns det faktiskt inte mer att göra, det var bara att vänta. Under natten hade utflödet av kronor varit stort, men under förmiddagen var det ganska lugnt. Riksbanksfullmäktige ansåg sig kunna gå och äta lunch, så det gjorde även vi. När vi återkom från lunchen [...] ringde Dennis igen. 'Det håller inte länge till, men vi kan kanske avvakta någon timme.' Marknaden i USA skulle öppna kl. 14.00 och då var det risk för 'stora ting'. [...] I praktiken anade nog både statsministern och jag att loppet var kört. Stämningen i rummet var smått makaber som den kan blir när man är oerhört trött och inte kan göra mer. Vi diskuterade närmast uppsluppet vad som skulle hända om kronförsvaret misslyckades. Kvart i två ringde Bengt Dennis igen. När marknaderna i USA öppnade forsade valutan ut.«²⁰²

Klockan 14.28 meddelar Riksbanken att kronan flyter.

Kampen för den fasta växelkursen hade förlorats. Kl. 14.45 skickar Carl Bildt och Anne Wibble ut ett gemensamt uttalande och kl. 16.00 kallas till ny presskonferens. »Riksbankens beslut att

200. Wibble (1994, s. 35).

201. Handskriven not av Anne Wibble, daterad 19/11, kl. 05.45.

202. Wibble (1994, s. 35–36).

överge den fasta växelkursen och låta kronan flyta innebär ett misslyckande för de nationella ansträngningar som gjorts att värna kronans värde«, inleder de med. Efter att ha konstaterat att man just gjort ytterligare ett försök för att klara kronan går de vidare med sin skrivning för historieböckerna: »Vi kan med gott samvete säga att vi gjorde allt vad på oss ankom för att hålla fast vid den politik som det rått bred nationell uppslutning kring. En uppslutning från socialdemokraternas sida kring denna politik hade i detta läge varit av värde. Vi har under de senaste dygnet lagt ner betydande möda på att åstadkomma detta. Vi har ännu i denna stund inte fått någon reaktion eller någon kontakt från deras sida.«²⁰³

Det sistnämnda är ju inte riktigt sant med tanke på Anne Wibbles samtal med Allan Larsson 05.45, men någon formell reaktion har inte statsministern eller finansministern fått från oppositionsledaren när pressmeddelandet skickas ut. Exakt varför socialdemokraterna inte reagerade och hur de beslutade att inte ställa upp en tredje gång får vi nog inte veta förrän Ingvar Carlsson och Allan Larsson skriver memoarer.

Ett helt nytt läge

Direkt efter kronfallet går hela apparaten igång igen för att formulera nya mål och medel i den ekonomiska politiken. Carl Bildt hade redan tidigare varslat professor Assar Lindbeck om att hans tjänster skulle kunna komma att behövas, och snabbt tillsattes också den s.k. Lindbeck-kommissionen. Finansministern borstar bort stridsdammet och talar som planerat inför folkpartistiska kommunalpolitiker dagen efter kronfallet. »Någon kanske undrar hur jag och Bengt [Westerberg] har tid att stå här i denna turbulenta tid. Jag hoppas att ni ser det som en markering av hur betydelsefulla kommunerna och ni liberala kommunalpolitiker är för att vi ska få ordning på de allvarliga ekonomiska svårigheter som Sverige befinner

203. Pressmeddelande från statsrådsberedningen med gemensamt uttalande av statsminister Carl Bildt och finansminister Anne Wibble kl. 14.45 torsdagen den 19 november 1992.

sig i. « Kronfallet nämns som nederlag och hela resten av anförandet handlar om kommunernas ekonomi.²⁰⁴

Bildt rapporterar till Anne Wibble om sina diskussioner med riksbanksfullmäktiges ordförande Staffan Burenstam Linder dagen efter kronfallet,²⁰⁵ Anne Wibble diskuterar med sina partikolleger vid partiledningen den 22 november,²⁰⁶ och riksdagen debatterar det hela under en extrainsatt debatt den 25 november.²⁰⁷ Folkpartiet liberalernas partiledningsdiskussion den 22 november handlar i mångt och mycket om det nya läget och hur det politiska landskapet har förändrats. Det är en lång och inträngande diskussion. Regeringen har förstås drabbats av »svagare auktoritet«, konstaterar Bengt Westerberg, men samtidigt att det »kan vara svårt för (s) slå undan regeringens utsträckta händer«. Partisekreteraren, Peter Örn, ställer den högst relevanta frågan om vilken ekonomisk politik som nu krävs och hur den skall fås igenom riksdagen, och »vem lyssnar på regeringens nystart«? Anne Wibble betonar i sitt svar om vilken ekonomisk politik som behövs att »vi behöver lägre ränta och då måste det finnas ett medelfristigt besparingsprogram«, men att ekonomin kan se bättre ut till 1994, vilket bidrar till chansen att vinna riksdagsvalet då.²⁰⁸

I regeringsfrågan är Bengt Westerbergs perspektiv hur fp skall komma i samarbete med (s), och frågan hur man undviker att (s) genom sitt agerande nu blockerar sådan samverkan efter 1994 års val: »(s) får inte slå igen dörren nu för då är den stängd även efter 1994« och hur frågan om moderaternas debacle som regeringsbärande parti »kan smitta av sig på fp«. Dessa temata har Bengt Westerberg sedan dess utvecklat många gånger.²⁰⁹ Lars Leijonborg förordar att fp ska fortsätta »i denna regering som förut« och »att vi måste komma i hårdare konfrontation med (s)«, att »Bengt

204. Talutkast 92-11-19 inför fp kommunala toppmöte 20 november.

205. E-postmeddelande från Carl Bildt till Anne Wibble och Urban Bäckström 20 november 1992 kl. 11.03.

206. Anne Wibbles anteckningar från partiledning söndagen 22 november 1992.

207. Carl Bildts anförande i aktuell debatt onsdagen 25 november 1992

208. Anne Wibbles anteckningar från partiledning söndagen 22 november 1992.

209. Se t.ex. så sent som 2002 i tidskriften *Liberal Debatt*, nr 1 och nr 8.

[Westerberg] oftare borde [ta upp] ekonomisk politik«, och påpekar »att [Bengt Westerberg] och [Anne Wibble] motverkar varandra [på ett för fp skadligt sätt]«. ²¹⁰

En julauspänd minister december 1992

En knapp månad senare är det julavslutning i finansministerns politiska stab. Hela gruppen samlas på Källhagens Vårdshus på Djurgården: statssekreterare, talskrivare, brevsvareare, assistent, planeringschef, politiskt sakkunniga och stabschefen. Anne Wibble tittar ut över denna skara av närmaste politiska medarbetare och konstaterar i ett improviserat tacktal att vi alla varit med om en historisk höst. Hon är inte de stora åthävernans och gesternas person. Att blicka framåt ligger henne avsevärt närmare till hands än sentimentala minnesord över strider som utkämpats på flera fronter i stormens öga. Ändå passar hon på att summera en oerhört intensiv höst, vars händelseförlopp, påpekar hon, skulle få betydelse långt fram i tiden och på många olika områden av ekonomin och politiken. Kampen för kronan har förlorats, men den motgången tynger inte hennes humör nu. Tvärtom är hon lika avspänd denna gång – om än inte solbränd och utvilad – som vid den lunch som inledde detta kapitel fyra månader tidigare. ²¹¹

Några avslutande reflexioner

Syftet med denna uppsats har varit begränsat, nämligen att presentera krishösten 1992 primärt ur finansministerns perspektiv. Vi har inte eftersträvat någon total ekonomisk eller politisk utvärdering. Flera ekonomiska analyser har gjorts under årens lopp, och några ytterligare finns i övriga kapitel i denna bok. Däremot saknas alltså jämt analyser av andra viktiga politiska aktörers resonering och agerande under denna kris. Om vårt bidrag kan provocera eller stimulera till sådana inlägg skulle det glädja oss.

210. Anne Wibbles anteckningar från partiledning söndagen den 22 november 1992.

211. För ett eftermäle om Anne Wibble, se Hamilton (2002).

Mycket handlar om förhandlingar och konflikter. Vi bör kanske påminna om att politik på denna nivå till sin natur handlar om att utstå tillfälliga och ständiga konflikter, att kunna hantera dem och, förhoppningsvis, även att kunna lösa en del av dem.

Den viktigaste lärdomen av 1992 (och även tidigare svenska devalveringar) är att enbart en kronförsvagning (devalvering eller depreciering) inte löser stabilitets-, tillväxt- och fördelningsproblemen i en ekonomi med fundamentala, långsiktiga problem. Den kan istället försämra förutsättningarna för en långsiktigt god tillväxt och fördelning. De politiska ansträngningarna hösten 1992 gällde uppgiften att snabbt rätta till den svenska ekonomins obalanser. Åtgärderna skulle möjliggöra en utveckling med fortsatt fast växelkurs på det sätt som Danmark har lyckats med. Detta misslyckades dock av flera skäl. Utmaningen var större än någon då riktigt begrep.

För det första avslöjade Europas valutakriser 1992 att en ny internationell situation inträffat där – allt annat lika – det hade blivit svårare för en finansminister att sköta sitt lands ekonomi utan att straffas på ränte- och valutamarknaderna. Det innebar – sett i backspeglarna – bl.a. att en fast växelkurs av svenskt snitt sannolikt var dömd att överges senare, om inte Sverige *både* hade haft tur *och* snabbt hade kunnat uppvisa samma goda ekonomiska fundamenta som t.ex. Danmark.

För det andra, en växelkursförändring (devalvering eller depreciering) är i praktisk politik mycket mer än bara en förändring av relativpriset på landets valuta. De som är fostrade i ett nationalekonomiskt seminarierum glömmer lätt bort att ett tvådimensionellt diagram inte kan fånga flera andra aspekter som också är viktiga. I efterhand tycker många att kronkursen 1992 aldrig skulle ha försvarats utan att man skulle ha givit upp från början. Det är dock att göra beslutssituationen för lätt för sig. Som väl illustreras i avsnittet »Hemliga tankar« var det andra faktorer som i grunden bekymrade finansdepartementet – det strukturella budgetunderskottet, den regelmässigt inflationsdrivande lönebildningen, den epidemiskt växande finanskrisen, konflikten som skulle uppstå vid ett kronfall mellan den yrkesverksamma generationen med nominella inkom-

ter och pensionärer och andra med indexerade inkomster – för att nämna några av de viktigaste komplikationerna. En ny kravlös devalvering var ingen lösning på dessa fundamentala problem. Inte nog med att en depreciering bara kortsiktigt kan dölja olösta fundamentala problem, den kan som 1992 skapa nya, annorlunda, problem. Ett exempel är pensionärernas inkomster: först fick de sänkta, sedan återställda pensioner, och deras inkomstutveckling blev en fördelningspolitisk följetong under resten av 1990-talet.

För det tredje, många insåg 1992 att en devalvering inte skulle lösa problemet med Sveriges strukturella budgetunderskott, men ingen visste bestämt hur stort det egentligen var. Finansdepartementet sade ca 50 mdr kr, Riksbanken minst 70 mdr kr, och IMF ännu mera. Dessutom ändrades dessa bedömningar över tiden. För politiker som skall mobilisera väljarna till stora uppoffringar är sådan osäkerhet otroligt svårhanterad. Om politikerna faktiskt genom impopulära beslut skulle lyckas reducera ett budgetunderskottet med, säg, 70 mdr kronor, kan de därefter ändå inte vara säkra på – eller lova väljarna! – att uppgiften är löst och uppoffringarna tillräckliga. Till en början trodde svenska politiker på begreppet »strukturellt budgetunderskott«, men allteftersom tiden gick och begreppet visade sig empiriskt helt otillförlitligt, blev det en tung börda i stället för ett hjälpmedel för finansministern och regeringen.

För det fjärde, utan erfarenheterna av krisen 1992 hade det knappast gått att mobilisera en riksdagsmajoritet för den nya stränga budgetordning som idag gäller med bl.a. utgiftstak och en ny budgetprocess i riksdagen som har flyttat finansmakt till regeringen, och som implementeras av ett stärkt finansutskott. Förslagen om detta kunde utarbetas – det arbetet pågick redan under den borgerliga regeringen – och läggas fram i det ögonblick i historien då det fanns en riksdagsmajoritet starkt präglad av besvärliga och destabiliserande budgetunderskott. Den disciplin som numera råder i svensk budgetpolitik hade sannolikt inte gått att införa tidigare om man hade försökt, eller senare när minnet av 90-talskrisen börjat blekna. Denna institutionella reform är sannolikt den enskilt viktigaste förklaringen till den ökade stabiliteten i svensk ekonomi under resten av 1990-talet. Må den reformen icke trixas bort!

För det femte, krisen medförde att Sveriges problem med en lönebildning som inte var (är?) förenlig med ekonomisk balans återigen blottades. Arbetslöshet på en nivå som ingen trodde var möjlig i Sverige bröt ut och politikerna kunde inte »rädda sysselsättningen« med några till buds stående medel. Ansvaret för arbetslöshet och sysselsättning drevs tillbaka till parterna på arbetsmarknaden och deras löneuppgörelser. Priset har varit skrämmande högt: utslagning och arbetslöshet. Insikten om att massarbetslöshet även kan inträffa i Sverige är en andra, disciplinerande, erfarenhet som – vid sidan av den nya budgetlagen – är en viktig förklaring till den ökade stabiliteten i ekonomin.

För det sjätte, tanken på Riksbankens självständighet fick inte stöd inom socialdemokratin som resultat av krisen 1992. I februari 1993 reserverade sig socialdemokraterna mot hela analysen och samtliga förslag i Riksbanksutredningen (SOU 1993:20). Riksbankens självständighet blev istället en konsekvens av Sveriges EU-medlemskap, som är baserat på bl.a. Maastrichtfördraget. I det föreskrivs att medlemsländerna bl.a. skall ha självständiga centralbanker. Att sedan Erik Åsbrink som socialdemokratisk finansminister hade en positiv inställning till Maastrichtfördragets krav på en självständig riksbank underlättade naturligtvis politikomläggningen.

För det sjunde, finanskrisen 1992 var väl så djup och dramatisk som valutakrisen.²¹² Politiskt förefaller den dock ha varit enklare att hantera, kanske främst därför att den traditionella budget- och fördelningspolitiken med skatter och utgifter spelade en tämligen undanskymd roll, och att politikernas mål också var lättare att definiera eftersom det ofta inte fanns några alternativ, men väl risker för schabbel och misstag. Icke desto mindre förefaller den krisen att ha hanterats smidigare och på ett mer konstruktivt sätt mellan regering och opposition än vad som visade sig möjligt i budget- och valutakriserna.

För det åttonde, fristående policyorienterade akademiska ekonomer, analytiska chefekonomer i bankerna och analytiska ekonomi-

212. Lundgren (1998).

journalister är viktiga. De spelade roll som bollplank och referenspunkter för diskussioner och argument inom departementet och regeringen.

TABELL 1. Kalendarium

1982 8 oktober:	(s)-regeringen devalverar med 16 procent; »sista devalveringen«
1991 17 maj:	Kronan knyts till écu
1991 15 september:	Riksdagsval. (s)-förlust. Ny Demokrati väljs in i Sveriges riksdag
1991 oktober:	Borgerlig fyrpartiregering (m, fp, c, kd) tar över
1992 10 januari:	Anne Wibbles första budgetproposition
22–24 augusti:	Regeringen träffas på Harpsund
26 augusti:	Marginalräntan 16 procent; Carl Bildt kontakter Ingvar Carlsson för diskussioner om läget
28 augusti:	Första mötet med (s)
8 september:	Finska marken flyter
15 september:	Regeringsmöte på Haga
16 september:	»Black Wednesday«, räntan 500%. Pundet lämnar ERM
17 september:	Gemensamt uttalande av statsminister Carl Bildt och oppositionsledaren Ingvar Carlsson; alla partiledarna (inkl. de från nyd och v) träffar Bengt Dennis
20 september:	Folkomröstning i Frankrike om Maastrichtfördraget. Krispaket I
30 september:	Krispaket II
6 oktober:	Regeringsförklaring, riksdagens öppnande
23 oktober:	Krispropositionen lämnas till riksdagen
13 november:	Fortsatt valutaoro; stora utflöden
16 november:	Riksbankschefen söker upp finansministern hemma p.g.a. allvarligt läge
17–18 november:	Nya krisförhandlingar med (s) om ett tredje paket
19 november	Kronan faller kl 14.28; gemensamt uttalande av Carl Bildt och Anne Wibble kl 14.45: »Ett misslyckande«
22 november:	Folkpartiets partiledning träffas
23 november:	Folkpartiets partistyrelsemöte
25 november:	Extra debatt om det ekonomiska läget i riksdagen

Referenser

- Dennis, B., (1998), *500%*, Bokförlaget DN, Stockholm.
- Hamilton, C. B., (2002), »Anne Wibble 1943-2000«, i R. Findlay, L. Jonung och M.Lundahl (red.), *Bertil Ohlin. A Centennial Celebration (1899–1999)*, MIT Press.
- Fisher, S., (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Journal of Economic Perspectives*, våren 2001, vol. 15, nr 2.
- Lundgren, B., (1998), *När bubblan brast*, Bokförlaget DN, Stockholm.
- Wibble, A., (1994), *Två cigg och en kopp kaffe*, Ekerlids förlag, Stockholm.

Offentligt tryck

- SOU 1992:19, *Långtidsutredningen 1992*, Stockholm.
- SOU 1993:20, *Riksbanken och prisstabiliteten*, Stockholm.

Arkivmaterial

Anne Wibbles arkiv som förvaras i Riksarkivet, Stockholm. Till Anne Wibbles arkiv har fogats dokument inlämnade av Carl B. Hamilton och Ulrika Stuart.

4. Första året med flytande krona

Riksbankens presskommuniké den 19 november 1992 på eftermiddagen var i sin operativa del kort:

Riksbanken har beslutat att med omedelbar verkan låta kronans växelkurs flyta. Det innebär att Riksbanken upphör att köpa och sälja kronor i syfte att försvara den fasta växelkursen mot ecu.

Sverige var tillbaka i flytande växelkurs efter ca 60 år med fast växelkurs i skiftande former. Ingen i eller utanför Riksbanken hade några minnen från den tiden. Men andra centralbanker praktiserade flytande växelkurs och redan inom en timme efter riksbanksfullmäktiges beslut att låta kronan flyta ringde Krister Andersson, bankens chefekonom, till sina vänner och kolleger i den kanadensiska centralbanken i Ottawa. Krister Andersson hade ett brett internationellt kontaktnät efter mer än fyra år i Internationella Valutafonden, IMF. Fler internationella samtal följde. Andras erfarenheter skulle bli värdefulla när nya riktlinjer för den svenska penningpolitiken skulle utformas.

Denna uppsats syftar till att redovisa Riksbankens politik efter den 19 november 1992. Två frågor står i centrum. Den ena är tillkomsten av de nya riktlinjerna för penningpolitiken och beslutsprocessen kring prisstabilitetsmålet. Den andra är räntepolitiken. Den utsattes för hård kritik från stora delar av det svenska samhället. Den förda politiken redovisas liksom kritiken och påtryckningarna mot Riksbanken. Framställningen sträcker sig till utgången av 1993.

Inget alternativ till flytande krona

Riksbankens fullmäktige tog beslutet att upphöra med kronförsvaret utan någon längre diskussion. Loppet var kört. Regering och opposition hade inte kunnat komma överens om ett tredje krispaket. Riksbankens interventioner i valutamarknaden hade inte kunnat stoppa utflödet av valuta. Inte heller hördes någon röst för att söka etablera en ny och fast nivå för kronan. Tanken på en ny fast kurs, som kanske skulle kräva flitig användning av räntevapnet, lockade inte. En flytande krona var vad som stod till buds.

Efter beslutet uttalades på några håll att en återgång till fast växelkurs skulle ske när tiden var mogen. Men det låg längre fram i tiden. Uttryck för det var t.ex. statsminister Carl Bildts och oppositionsledaren Ingvar Carlssons uttalanden. Bildt sade i *Financial Times* att »we will be floating for some time« och »you cannot run an economy with a floating exchange rate«.¹ Carlsson uttryckte det tillspetsat i *Dagens Industri* genom att säga att Sverige inte var att likna vid Kanada och Nya Zeeland, två länder som praktiserade flytande valuta.² Från Riksbankens sida angavs också att det var naturligt att återgå till fast kurs men med tillägget att flytande kurs skulle bestå under avsevärd tid. I finansplanen den 11 januari 1993 uttalade regeringen att Sverige bör sträva efter att på sikt återgå till en fast växelkurs. Budskapet upprepades i den reviderade finansplanen i april 1993.

I förstone kan det synas märkligt att Riksbanken efter så lång tid med fast växelkurs – visserligen med sex devalveringar under de sista 15 åren – valde ett flytande tillstånd för kronan. Men något alternativ framstod inte som trovärdigt. En ny fastkurs skulle omedelbart komma att testas av marknaden och Riksbanken skulle på nytt kunna komma att utsättas för pressen att försvara den nya nivån. Omvärlden förväntade sig inte heller något alternativ till flytande krona.

Läget på de internationella finansmarknaderna inbjöd inte heller till att pröva ett nytt fastkursarrangemang. Efter Danmarks nej

1. *Financial Times* 1992-11-20.

2. *Dagens Industri* 1992-11-23.

i folkomröstningen om Maastricht-avtalet den 2 juni 1992 och Frankrikes besked följande dag om att folkomrösta den 20 september var de västeuropeiska valutamarknaderna i gungning. Liran och pundet kom under stark press och stora valutainterventioner följde. Den 8 september släppte Finland sin fasta koppling till écu och den 16–17 september flöt också liran och pundet. Andra valutor devalverades eller försvarades med räntehöjningar.

Kronan var under hård press men två krispaket med uppgörelser om den ekonomiska politiken mellan regeringen och den socialdemokratiska oppositionen den 20 och 30 september skapade andrum. När så kronan kom under förnyat tryck i mitten av november blev det slutet för en lång fastkursepok.

Intressant att notera är reaktionen på Riksbankens beslut. Ingen röst höjdes för att en ny fastkurs för kronan i stället skulle ha valts. Läxan från vad som hänt och hände internationellt hade satt djupa spår. På sikt kunde återgång till fast kurs prövas men som läget såg ut den 19 november var flytande krona enda alternativet. Om det rådde enighet i den offentliga debatten.

Oförändrat slutmål

Riksbanken behövde sålunda inte försvara valet av växelkursregim den 19 november. Däremot uppstod en livlig debatt om vad Riksbanken skulle styra efter när växelkursen inte längre kunde fungera som styråra.

Det fanns för Riksbankens del ett starkt behov av att redan från början slå fast att slutmålet för penningpolitiken inte förändrats genom övergången till flytande växelkurs, att slutmålet fortsatt var prisstabilitet. Den fasta växelkursen var en norm för politiken, ett intermediärt mål, inte slutmålet. Genom att hålla kronan i ett fast förhållande till andra valutor skulle Sverige inte annat än tillfälligt kunna avvika från pris- och kostnadsutvecklingen i andra länder. Det var grundtanken bakom den fasta växelkursen.

Redan vid mötet med Riksbankens fullmäktige dagen efter beslutet om att låta kronan flyta betonade jag att vid flytande växelkurs ställs penningpolitiken inför nya uppgifter och ansvarsfördelningen

mellan finans- och penningpolitik förskjuts i sådan riktning att ett större ansvar faller på Riksbanken.³

Penningpolitiken styrs inte längre av det krav på balans i valutaflödena som följer av en fastkurspolitik. Vid flytande växelkurs måste Riksbanken uppmärksamma en rad indikatorer och målet fokuseras på prisstabilitet.

Fullmäktige aviserades också om att en promemoria skulle utarbetas som underlag för en diskussion om penningpolitiken framöver.

Att målet om prisstabilitet låg fast betonades gång på gång i offentliga uttalanden från riksbanksledningens sida. Det markerades också tydligt i Riksbankens räntepolitik. När fullmäktige på eftermiddagen den 19 november tog beslutet om att upphöra med kronförsvaret fastställdes räntan till 12,5 procent. Räntehöjningen till 20 procent som beslutats på morgonen återtogs men den nya räntenivån sattes en procentenhet högre än vad som gällt dagen innan. Därmed markerades att någon lättsinnig räntepolitik inte skulle följa i spåren av att fastkurspolitiken övergivits. Vid presskonferensen kl. 17 samma dag underströks det i en mera utmanande form i mitt svar på en fråga om vad som nu skulle följa.

– Jag tänker i varje fall inte åka till London för att få exempel på hur penningpolitik skall drivas.

Bank of Englands mycket lätta penningpolitik framstod för oss som den vi minst av allt såg som förebild. Men skillnaderna var förståeliga. I London kändes det som en lättnad att komma ifrån fastkurspolitiken, i Stockholm var det ett nederlag. Riksbanken gjorde också klart att den nya räntenivån valts med omsorg och skulle uppfattas som en signal för det fortsatta agerandet.⁴ Detta noterades också i finansmarknaderna.

Inom Riksbanken fruktade vi att det tryck som försvaret av kronkursen skapat på det politiska systemet skulle försvinna och att behovet av en stramare finanspolitik inte skulle uppfattas lika tyd-

3. Särskilt protokoll från fullmäktiges möte 1992-11-20, nr 50.

4. Riksbankens pressmeddelande nr 73/1992.

ligt som tidigare. Regeringen och oppositionen hade visserligen bundit sig för de två krispaketen men det politiska läget var spänt. Relationerna mellan de två maktblocken var mycket dåliga. Det förekom spekulationer om att krisuppgörelserna inte skulle leda till riksdagsbeslut. På många håll i det politiska systemet vädrades morgonluft, tvångströjan var borta, det politiska livet skulle kunna återgå till vardagen. Behovet av smärtsamma besparingar i statsbudgeten kändes inte längre pressande.

Det gällde för Riksbanken att pedagogiskt förklara skillnaden mellan mål och medel i penningpolitiken och att föra en politik som tydliggjorde målet, prisstabilitet. Uppgiften framstod inte som lätt. Den kraftiga deprecieringen av växelkursen, som följde omedelbart efter det att kronan började flyta, skulle ge en inflationsimpuls i den svenska ekonomin. En löne- och prisspiral hotade och Thomas Franzén, vice riksbankschef, varnade för en upprepning av utvecklingen under 1980-talet.⁵

Den allmänna debatten efter den 19 november präglades av osäkerhet om vilken politik som Riksbanken borde slå in på. Journalisterna var rådvilla, ekonomerna studerade litteraturen och politikererna koncentrerade sig snart på att hamra in att räntan skulle sänkas. Det fanns ett stort behov av att tillföra diskussionen ett bra sakunderlag. Tidigt dök tanken på ett seminarium upp, baserat på ett antal uppsatser om de nya förutsättningar för den ekonomiska politiken som den flytande växelkursen skapat. Min otålighet var stor. Jag ville ha allt arrangerat inom två veckor. Att få en samling akademiska ekonomer att producera sina artiklar inom den angivna tidsramen visade sig dock omöjligt och seminariet fick skjutas framåt i tiden. Den 15 december kunde det emellertid hållas med deltagande av alla som Riksbanken bedömde ha ett inflytande i debatten och i marknaden. Flertalet ledamöter av Riksbankens fullmäktige var också närvarande.

Sju uppsatser förelåg i tryckt form.⁶ Centrala ämnen var för- och nackdelar med rörlig växelkurs, mål och indikatorer för penning-

5. Riksbankens pressmeddelande nr 72/1992.

6. Riksbanken, *Penningpolitik under rörlig växelkurs*, december 1992.

politiken, erfarenheter från andra länder med flytande valuta och förutsättningarna för den ekonomiska politiken efter bytet av valutaregim. Där fanns också en historisk tillbakablick på prisstabiliseringspolitiken på 1930-talet. Likaså uppmärksammades budgetutvecklingen. Uppsatserna fick ett starkt genomslag i den offentliga debatten och bidrog verkningsfullt till att styra in den på centrala frågeställningar.

Långt innan seminariet hade den offentliga diskussionen startat i frågan om hur prisstabilitet skulle definieras. Flera röster höjdes. Thomas Franzén hade i ett tal i Finansanalytikers Förening den 27 november nämnt 2 procents årlig inflation som en rimlig approximation för prisstabilitet med hänvisning till Kanada.⁷ Det var dock inte ett policyuttalande från Riksbankens sida utan avsett som ett inlägg i en pågående debatt men det reflekterade riktningen av tänkandet i banken.

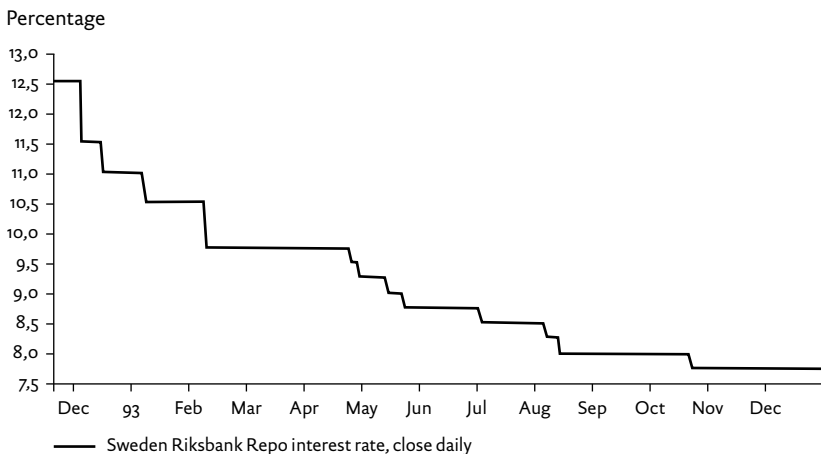
I *Dagens Industri* den 5 december talade Olle Lindgren, chefsekonom på Skandinaviska Enskilda Banken, också om 2 procent, professor Johan Myhrman om 2,5–3,5 procent och Dan Andersson, en av LO:s ekonomer, om 3 procent. Det fanns en viss spridning men fältet var relativt väl samlat.

Räntestriden inleds

Efterhand vändes intresset alltmer mot Riksbankens räntepolitik. På sina håll markerades besvikelse över att Riksbanken inte redan den 19 november sänkt räntan ordentligt. Att Riksbanken skulle få en svår räntedebatt var nog alla i banken inställda på, men inte den storm mot politiken som skulle komma.

LO var inte oväntat först på plan med att vädra sitt missnöje. Dan Andersson förklarade redan den 27 november i tidningen *Arbetet* att Riksbankens marginalränta skulle sänkas med 3 procentenheter och Magnus Lemmel, VD i Industriförbundet, sade dagen därpå i *Dagens Industri* att räntan skulle ned till ungefär den tyska nivån. Det skulle betyda ungefär tre procentenheters räntesänkning. Men

7. Riksbankens pressmeddelande nr 72/1992.



FIGUR 4.1. Riksbankens marginalränta 20/11 1992–31/12 1993

Källa: EcoWin.

Lemmel hade ett tillägg, finanspolitiken skulle stramas åt. Det sakenades i Dan Anderssons budskap.

Vid seminariet den 15 december tydliggjordes motsättningarna och Sigfrid Leijonhufvud summerade i Svenska Dagbladet följande dag diskussionen på denna punkt:

Även om utfallen var förhållandevis hovsamma vid riksbankens seminarium är det uppenbart att räntestriden redan är i full gång mellan riksbanken och delar av regeringen på den ena kanten och en lös koalition av näringsliv, fackföreningsrörelse och politisk opposition å den andra.

Vid Riksbanksfullmäktiges sammanträde den 26 november hade jag försökt stämma i bäcken genom en längre utläggning om vad som nu krävdes av penningpolitiken. Valda delar återges här då budskapet kom att upprepas åtskilliga gånger.⁸

Oklarhet råder omkring den fortsatta ekonomiska politiken och klarhet härom kan skapas endast successivt. Penning-

8. Särskilt protokoll från fullmäktiges möte 1992-II-26, nr 51.

politikens utformning är beroende av med vilken stramhet som finanspolitiken kommer att föras och vilka övergripande mål som sätts upp för denna. Det blir därför nödvändigt att successivt och med stor omsorg och eftertanke utforma penningpolitiken.

Vid utformningen av penningpolitiken måste vi utgå från de obalanser som svensk ekonomi dragits med under en längre tid och som består även efter det att kronkursen släppts fri.

Målet för den ekonomiska politiken påverkas inte av valet av valutakursarrangemang. För Riksbanken blir det övergripande målet även fortsättningsvis prisstabilitet. Tidigare var ankaret för denna politik den fasta växelkursen, nu måste målet uttryckas tydligare och hävdas med en penningpolitik som genom den flytande kronan fått ett större utrymme.

För närvarande finns inte underlag för en lättnad i penningpolitiken.

Vi måste undvika att genom en snabb räntesänkning i en osäker situation – internt och externt – dra ner växelkursen. Det betyder inte att vi nu låser fast kursen för kronan men växelkursutvecklingen är en av de indikatorer som vi måste beakta när penningpolitiken utformas.

På sikt bör en viss neddragning av Riksbankens marginalränta kunna ske men tidpunkten för och takten i neddragningen måste noga övervägas. En neddragning nu kan inte motiveras då den i marknaden skulle skapa osäkerhet om politikens framtida inriktning.

Riksbanken bör sålunda inte nu vidtaga någon förändring av marginalräntan. Vi saknar i dag sakliga motiv för en politikjustering och skulle sålunda inte kunna motivera den gentemot marknaden. I det nya läge, som Riksbanken befinner sig i, ställs stora krav på entydighet och klarhet om vart politiken syftar.

När jag följande dag och senare tog del av den offentliga debatten kände jag tillfredsställelse över att i så klara ord redovisat för fullmäktige min syn på politiken.

Vid sammanträdet med fullmäktige en vecka senare, den 3 december, noterades att penningmarknadsräntorna låg 2 procentenheter under den nivå som gällde före den 19 november och obligationsräntorna 1,25 procentenheter – det senare en nedgång som visade sig vara snabbt övergående. Riksbankens besked till marknaden om politikens inriktning på kort sikt hade gett resultat. Marknaden hade uppträtt lugnt, ingen överdriven reaktion hade inträtt. Riksbankens marginalränta föreslogs sänkt från 12,5 till 11,5 procent. Det blev också fullmäktiges beslut. Se figur 4.1.

Den 14 december togs nästa steg i nedtrappningen av räntorna, nu med en halv procentenhet till 11 procent. Nästa steg togs den 4 januari då räntan sattes till 10,5 procent. Vi hade därmed sänkt marginalräntan med två procentenheter sedan beslutet att låta kronan flyta. Räntedifferensen mot den korta räntan i Tyskland var nu knappt 1,5 procentenheter.

Beslutet om prisstabilitetsnormen⁹

Inom Riksbanken fortskred arbetet på att formulera riktlinjerna för penningpolitiken under kommande år. Krister Andersson redovisar i följande kapitel i denna bok hur tänkandet i denna fråga utvecklades och vilka internationella kontakter som föregick beslutet. Det var ett arbete som bedrevs under stark tidspress: dels behövde Riksbanken ge besked till alla aktörer om vad som skulle vara styrande för penningpolitiken, dels fanns i den allmänna debatten en otålighet om att få besked.

Inom Riksbanken hade vi förståelse för behovet av att snabbt komma fram med riktlinjerna men fullmäktige behövde ett väl genomarbetat beslutsunderlag. Riksbanken skulle också ha en dialog med finansdepartementet och när väl riktlinjerna presenterades skulle banken vara väl förberedd på den kritiska granskning som skulle följa.

Det fanns också ett visst värde i att det dröjde. Den offentliga

9. Genomgående används i denna uppsatts begreppet prisstabilitetsmål. Det följer det språkbruk som fullmäktige använde i beslutet 1993-01-14.

debatten kunde gå vidare, nu med vårt seminarium och uppsatserna som ett bra underlag. Insikten om att förutsättningarna för den ekonomiska politiken i ett slag ändrats i och med övergången till flytande krona, behövde spridas i vida cirklar, vilket krävde tid. Vi stod inför en stor uppgift och det var viktigt att förarbetet gjordes grundligt. Vi bestämde oss för att driva arbetet så skyndsamt som möjligt men inte hasta fram ett dåligt underbyggt beslut.

I fullmäktige kändes inte behovet av att snabbt ta fram nya riktlinjer för penningpolitiken pressande. Där var man dels upptagen av hur snabbt vi kunde ta ned räntan, dels av en del andra och stora frågor, bland annat om den planerade omstruktureringen av Wasakoncernen och Bohusbanken. Riksbanken hade starka invändningar mot att Bohusbanken förvärvade FinaxGruppen då det kraftigt skulle vidga bankens risktagande.¹⁰

Fullmäktige bestod av åtta ledamöter. Sju ledamöter var valda av riksdagen medan den åttonde, riksbankschefen, utsågs av fullmäktige. Det var en på politiska grunder vald fullmäktigeförsamling och flertalet var aktiva politiker.

Ordförande var Staffan Burenstam Linder, rektor för Handelshögskolan i Stockholm. Han hade som moderat kollega i fullmäktige advokaten Johan Gernandt. Folkpartiet hade vice ordförandeposten genom Gustaf Lindencrona, professor i skatterätt vid Stockholms universitet. Centern representerades av riksdagsledamoten Bengt Kindbom. Socialdemokraterna hade tre ledamöter, samtliga med plats i riksdagen: Allan Larsson, Jan Bergqvist och Birgitta Johansson. Jag hade suttit som riksbankschef sedan 1982.

Den 14 januari var så fullmäktige redo för beslut om riktlinjer för penningpolitiken. Underlaget bestod av en 30-sidig promemoria skriven av Krister Andersson men ingående diskuterad och manglad i Riksbankens ledningsgrupp. Förslaget till ställningstagande byggde på promemorian och fullmäktige följde förslaget till beslut. Det återges här i sin helhet.¹¹

10. Riksbankens pressmeddelande nr 3/1993.

11. Särskilt protokoll från fullmäktiges möte 1993-01-14, nr 3.

Under fast växelkurs är prisstabilitet övergripande mål för penningpolitiken. Den fasta växelkursen fungerar som ett intermediärt mål och utgör en norm för penningpolitiken och den ekonomiska politiken i stort.

Under rörlig växelkurs är prisstabilitet allttjämt övergripande mål för penningpolitiken.

Trovärdigheten i prisstabilitetsmålet är beroende av den samlade ekonomiska politikens utformning.

Det har skett en markant nedväxling av den underliggande inflationstakten under senare år. Den uppgår nu till ca 2 procent. Därmed har Sverige uppnått en prisstegringstakt som ligger på en låg västeuropeisk nivå. Det svaga efterfrågeläget medför att den inflationsimpuls som uppstår till följd av deprecieringen av kronan och ändringen i de indirekta skatterna, kommer att begränsas. Finansplanen anger att den underliggande inflationen skall förbli låg och att en prisstegring överstigande fem procent under 1993 inte kan tolereras.

Riksbanken kommer för sin del genom penningpolitiken att hävda de resultat som uppnåtts i kampen mot inflationen. Riksbanken preciserar målet för penningpolitiken som att förändringen i konsumentprisindex från och med 1995 begränsas till 2 procent, med en tolerans om ± 1 procentenhet. Detta svarar mot den nuvarande underliggande inflationstakten. Under såväl 1993 som 1994 inriktas penningpolitiken på att förhindra att den inflationsimpuls som uppstår till följd av deprecieringen av kronan och förändringar av de indirekta skatterna, leder till en ökning i den underliggande inflations-takten.

Pristabilitet skapar goda förutsättningar för ekonomisk tillväxt, hög sysselsättning och motverkar en godtycklig inkomst- och förmögenhetsomfördelning.

Fullmäktiges beslut hade förberetts omsorgsfullt och jag hänvisade i min föredragning också till de diskussioner som förts underhand med fullmäktige. Fullmäktige var också vid beslutstillfället eniga



FIGUR 4.2. Konsumentprisernas förändring över 12 månader, 1992–1995

Källa: EcoWin.

om beslutet. Underhandsdiskussionerna hade däremot präglats av osäkerhet och betydande motsättningar om hur prisstabilitetsmålet skulle formuleras.

Ordföranden lutade tidigt åt uppfattningen att målet för 1995 och följande år skulle vara 2 procent \pm 1 procentenhet.¹² Socialdemokraterna tvekade in i det sista om de skulle vara med om en uppgörelse av det slaget.

Flera informella överläggningar med fullmäktiges ledamöter ägde rum. Från Riksbankens sida deltog för det mesta Thomas Franzén, Krister Andersson och jag själv. Krister Andersson fick formulera om förslaget till beslut åtskilliga gånger.

Vid ett möte med Allan Larsson och Jan Bergqvist den 13 december 1992, där tidtabellen för fullmäktiges behandling av de nya riktlinjerna för penningpolitiken skisserades, fick jag det bestämda intrycket att Larsson inte avsåg att ansluta sig till någon gemensam målformulering.¹³ Det bådade inte gott inför den fortsatta behandlingen av frågan.

12. Krister Anderssons anteckningar.

13. Egna anteckningar.

Vid en lunch med fullmäktige följande dag, den 14 december, diskuterades, på basis av ett skriftligt underlag, frågan om hur målet skulle definieras. Ingen konklusion nåddes men tanken på 2 procent \pm 1 procentenhet prövades.¹⁴ Mötet var det första i en serie där frågan diskuterades underhand i syfte att nå fram till en gemensam uppfattning.

Nästa lunch med fullmäktige, också av informell art, ägde rum den 8 januari 1993. Fullmäktige tog del av ett nytt utkast till målformulering, som klargjorde att målet skulle avse 1995. 1994 skulle ses som övergångsår, som ett infasningsskede. Diskussionen spände över ett stort fält. Vad skulle konsekvenserna av en omläggning av indirekta skatter och deras prispåverkan bli för tolkningen av prisstabilitetsmålet? Hur skulle infasningsperioden se ut? Hela frågan om ett mål för penningpolitiken upplevdes som svår och Birgitta Johansson talade för att beslutet skulle senareläggas tills det internationella läget klarnat. Burenstam Linder uppträdde däremot mycket bestämt. Han ville ha ett enkelt och tydligt mål – krångla inte till det, var hans uppfattning – och han ville ha fram beslutet till sammanträdet med fullmäktige den 14 januari.¹⁵

Vid påföljande möte på eftermiddagen den 13 januari, som var en informell förberedelse inför fullmäktiges sammanträde nästa morgon, gick uppfattningarna vitt isär och såväl Allan Larsson som Jan Bergqvist förklarade att de kände tveksamhet och behövde betänketid. Bergqvist antydde kanske var skon klämde när han tog upp frågan om vad som skulle hända om prisstegringen 1993 blev 6 procent och inte 5 procent. Skulle räntan då höjas? Det skulle vara mycket skadligt. Bättre att ange målet i termer av BNP-deflator. Bergqvist menade också att en lägre marginalränta skulle stärka kronan. Han var den ende i fullmäktige som hävdade denna tes men han återkom inte till den vid något senare tillfälle. De borgerliga ledamöterna tryckte på och ville ha fram ett beslut om de nya riktlinjerna.¹⁶

14. Krister Anderssons anteckningar.

15. Krister Anderssons anteckningar.

16. Krister Anderssons anteckningar.

Mot slutet av överläggningen gav Allan Larsson en öppning. Han ville ha in en skrivning om att det skett en kraftig nedväxling av inflationen och att det nu rådde prisstabilitet på västeuropeisk nivå. Efterfrågeläget var svagt. Krister Andersson skrev snabbt om texten och Allan Larsson ansåg den vara en klar förbättring. Mötet avslutades därmed efter drygt två timmar.

Vid fullmäktiges sammanträde den 14 januari på morgonen kom ett genombrott i diskussionerna genom att Allan Larsson förklarade att socialdemokraterna var beredda att vara med om ett uttalande. Han ansåg att texten förbättrats men han var tveksam till målets precisering. Han menade dock att det fanns utrymme för en diskussion om bred enighet visades. Lindencrona nappade omedelbart och föreslog att ordföranden, Larsson och riksbankschefen skulle mötas i syfte att finna en gemensam text.¹⁷

Så skedde efter fullmäktiges möte kl. 14.15. Även Thomas Franzen deltog.

Allan Larsson var ense med övriga om att målet för penningpolitiken skulle uttryckas i termer av prisstabilitet men ville inte ha det formulerat i nominella termer, dvs. det skulle inte finnas en siffermässig definition av målet. Han ville i stället att målet för penningpolitiken skulle uttryckas som en prisstegring »på god västeuropeisk nivå«, en formulering som han tidigare använt sig av i den politiska debatten. Jag upplevde därmed att diskussionen började om från början.¹⁸

Det framkom aldrig riktigt klart varför Larsson ville ha denna formulering. Det kan vara så att han inte ville binda Riksbanken vid ett preciserat mål men det kan också ha sin bakgrund i den politiska diskussion han varit engagerad i tidigare. I riksdagen den 14 december 1992 pläderade han för 3 procent och i en artikel i Aftonbladet den 8 december, i polemik med finansminister Anne Wibble, menade han att hans uttalande i finansplanen 1991 att inflationsbekämpningen skulle överordnas andra ambitioner och krav för att värna sysselsättning och välfärd inte längre gällde då läget förändrats.

17. Krister Anderssons anteckningar.

18. Egna anteckningar.

Allan Larsson fortsatte i riksdagen att använda sig av begreppet god europeisk nivå även efter Riksbankens ställningstagande, t.ex. i riksdagsdebatten den 12 mars 1993.

Förslaget att inte siffersätta målet mötte starka invändningar från Riksbanksledningens sida. För det första var begreppet »god västeuropeisk nivå« oklart. Vad var god? Vad var västeuropeisk?

Vår andra invändning var att det rent operativt skulle bli omöjligt att styra penningpolitiken då god västeuropeisk nivå hela tiden förändrades. Riksbanken skulle i praktiken få arbeta med ett rörligt mål.

Vår tredje invändning var att vad som var god nivå i fråga om prisstegringstakt skulle bli känt först i efterhand medan Riksbankens politik måste inriktas på läget om 12–18 månader, dvs. den tid det skulle ta för penningpolitiken att få fullt genomslag. Riksbanken måste hela tiden ligga före i utvecklingen, söka bedöma vad oförändrad politik skulle ge för inflation i framtiden och justera politiken så att målet nåddes.

Överläggningen förde frågan framåt och Allan Larsson accepterade den målformulering som till sist blev fullmäktiges beslut. Skrivningen om att målet 2 procent svarar mot den underliggande inflationstakten och att Sverige uppnått en prisstegringstakt som ligger på en låg västeuropeisk nivå underlättade säkerligen beslutet för Larsson. Han var också medveten om att det i fullmäktige fanns en majoritet som var beredd att rösta igenom en målformulering om 2 procent \pm 1 procentenhet. En socialdemokratisk reservation framstod sannolikt inte som lockande.

En viktig punkt försvann på Allan Larssons initiativ; regeln att om inflationen blev högre än tillåtet intervall, dvs. över 3 procent, skulle den bli motsvarande lägre påföljande år. Den tanken begravdes och återkom inte senare i den penningpolitiska diskussionen. Vi fick därmed ett inflationsmål, inte ett prisnivåmål.

Vid slutbehandlingen av texten vid fullmäktiges sammanträde på eftermiddagen samma dag ville både Burenstam Linder och Larsson komplettera förslaget till beslut i syfte att förklara varför prisstabilitet var önskvärt. Därför tillkom slutraderna om att prisstabilitet skapar goda förutsättningar för ekonomisk tillväxt, hög sysselsätt-

ning och motverkar en godtycklig inkomst- och förmögenhetsfördelning.

Allan Larsson ville inte ha med formuleringen om att prisstabilitet skulle vara övergripande mål för penningpolitiken. Han retirerade dock inför påpekandet att formuleringar med samma innebörd använts i en proposition i oktober 1990 då han själv var finansminister.

Det hade varit oklart ända in i det sista om det skulle gå att samla hela fullmäktige bakom en målformulering. Det lyckades och vid presskonferensen följande dag markerades att fullmäktige var eniga om beslutet.

Beslutet om nya riktlinjer för penningpolitiken, som publicerades på förmiddagen den 15 januari, togs emot väl i finansmarknaden.¹⁹ Räntorna och växelkursen blev i stort sett opåverkade. Reaktionen i övrigt blev överlag positiv men det uppstod en viss förvirring om övergången. Att målet var 2 procent \pm 1 procentenhet uppfattades av alla, men att målet skulle uppnås stegvis fick inte genomslag överallt.

Parallellt med överläggningarna med fullmäktige skedde samråd med finansdepartementet. Det tog flera former. Den 11 december 1992 träffade representanter för Riksbanken finansminister Wibble och hennes närmaste medarbetare till ett tidigt morgonmöte. Wibble vädrade tanken på att ange prisstabilitetsmålet som ett intervall. Hon ville också se en infasning till målet.²⁰ Hennes tankar låg i linje med Riksbankens. Thomas Franzén och Krister Andersson hade under den följande tiden ytterligare samtal med Anne Wibble. I övrigt samrådde Riksbanken med departementets tjänstemän. Kontakterna med finansdepartementet på tjänstemannanivå var dock begränsade och i Riksbanken hade vi intrycket att finansministern själv vill sköta dialogen med banken.

I den reviderade finansplanen framlagd den 22 april 1993 gav regeringen sitt stöd för prisstabilitetsmålet men det skedde inte explicit utan framkom indirekt i en enda mening: Finansplanens

19. Riksbankens pressmeddelande nr 5/1993.

20. Krister Anderssons anteckningar.

inriktning stöder målet om prisstabilitet. Vid behandlingen i riksdagen återgav finansutskottet vad finansplanen sagt.

Dystra prisprognoser

Några tunga invändningar mot själva målformuleringen hördes inte men Dagens Nyheter ville att nettoprisindex skulle användas i stället för konsumentprisindex när prisstabilitet definierades.

Däremot möttes Riksbanken av misstro på flera håll om möjligheterna att uppnå målet, både det som var utstakat för 1993 och det för 1995. Sven-Arne Svensson, United Securities, hade enligt Dagens Industri en pessimistisk syn på Riksbankens möjligheter att följa sina riktlinjer.²¹ Om de visar sig stå i konflikt med andra mål kan de lätt skjutas åt sidan, menade han. Någon ansåg att riktlinjerna, för att få tyngd, skulle ha en legal bas.

Den allvarligaste misstron kom dock till uttryck i de prisprognoser som presenterades på olika håll under första kvartalet 1993. Se tabell 4.1.

Aragon gjorde mätningar av inflationsförväntningarna och i januari 1993 förväntades en prisstegring om 4,2 procent på två års sikt och 4,6 procent på fem års sikt.

De prisprognoser, som publicerades under första kvartalet 1993, ingav bekymmer. Alla utom Nordbanken låg i intervallet 5–6 procents prisuppgång 1993. För 1994, som skulle bli infasningsåret till målet om 2 procents inflation, var också prognoserna dystra. Riksbankens interna prisprognoser låg i linje med andras.²²

Kraftig kronförsuagning

Medan arbetet på att ta fram beslut om nya riktlinjer för penningpolitiken fick ta den nödvändiga tiden så kunde inte penningpolitiken ligga still. Den krävde fortlöpande uppmärksamhet och Riks-

21. Dagens Industri 1993-01-16.

22. Uppgifter om Riksbankens prognoser finns i Riksbankens Working Paper nr 120, 2001, *Forecast-based monetary policy in Sweden 1992-1998: A view from within* av Per Jansson och Anders Vredin.

TABELL 4.1. 1993 års inflationsprognoser för 1993 och 1994

	1993	1994
Finansdepartementet		
april	5,5	3,5
oktober	4,6	2,6
Konjunkturinstitutet		
december 92	5,0	3,0
mars	5,2	3,3
september	4,6	1,9
Gota		
mars	5,8	3,9
Handelsbanken		
februari	6,3	3,9
juni	4,8	2,6
september	4,3	2,3
HUI		
februari	5,5	3,7
augusti	4,8	3,7
Industriförbundet		
januari	6,1	—
maj	5,5	2,5
Nordbanken		
mars	4,2	2,9
Skandinaviska Enskilda Banken		
juni	5,1	4,0
september	4,7	2,7
Riksbanken		
mars	5,6	3,2
augusti	4,8	3,2
Faktiskt utfall	4,7	2,3

Källa: Underlag till *An evaluation of forecasts for the Swedish economy* av Mårten Blix, Kent Friberg och Fredrik Åkerlind, nr 3-02 av Riksbankens Penning- och valutapolitik.

banken ställdes inför allt svårare avvägningar. Särskilt utvecklingen på valutamarknaden komplicerade Riksbankens penningpolitiska agerande. Den inledande kronförsvagningen om ca 9 procent på eftermiddagen den 19 november 1992 överensstämde väl med vad

banken förväntat sig men den fortgående försvagningen betraktades med olust och oro.

Riksbanken såg små möjligheter att motverka kronfallet. Neddragningen av räntenivån fick ske försiktigt så att inte växelkursen försvagades alltför mycket. Effekten på växelkursen och långa räntan av varje räntesänkning avvaktades med stor spänning. Den allmänna opinionen hade dock ringa förståelse för denna balansgång.

Kronfallet väckte betydande uppmärksamhet och kraven på att Riksbanken skulle ingripa var högljudda, främst från finanssektorn. Flera av dem som ville se Riksbanken agera mot kronförsvagningen krävde också räntesänkning. Tanken på interventioner i valutamarknaden som stöd för kronan väckte ingen stor entusiasm i Riksbanken men frågan kom då och då tillbaka i bankens interna policydiskussioner och vid fullmäktiges sammanträde den 14 januari anmälde jag att Riksbanken skulle pröva att intervensera i valutamarknaden till stöd för kronan.

Bakgrunden var att de inflationsimpulser, som deprecieringen



FIGUR 4.3. TCW index 18/11 1992–31/12 1993

Källa: EcoWin.

skulle leda till, kunde skapa tveksamhet om Riksbankens ambitioner i fråga om antiinflationpolitiken. Ytterligare räntesänkningar bedömdes i detta läge inte lämpliga. Vår uppfattning var att kronförsvagningen var överdriven och att kronkursen skulle vända uppåt igen. Det var sålunda oron för deprecieringens effekter på inflationen som fick Riksbanken att pröva interventionsvapnet. Men interventionerna skulle bli begränsade, max 5 miljarder kronor, och spridas över tiden.

Min föredragning för fullmäktige på denna punkt avslutades med följande:²³

Jag vill markera att avsikten med interventionerna inte är att etablera en ny fast nivå för kronan. Interventionerna syftar till att genom signaleffekten uppnå en självgenererande effekt som stärker kronan. Interventionerna måste tillgå på ett sådant sätt att vi inte heller indirekt etablerar en ny nivå för växelkursen som vi genom stora interventioner skall försvara. Kronan fortsätter att flyta men vår närvaro i marknaden kommer förhoppningsvis att medföra en annan marknadsvärdering av kronan. Det kan kanske också få en lugnare effekt på kursbildningen.

Kommentaren om kursbildningen i valutamarknaden var betingad av den ryckighet i marknadskursen som rått under senaste tiden. Vår bedömning, som framfördes i fullmäktige av Thomas Franzén, var att transaktionsvolymen på valutamarknaden hade varit mycket stor och att transaktionerna med icke-banker, så kallade kundtransaktioner, varit mycket omfattande. Företagen avvecklade sina skulder i utländsk valuta.

Interventionerna genomfördes och vid sammanträdet den 5 februari fick fullmäktige rapport om att resultatet bedömdes positivt, så positivt att Riksbanken ville gå vidare med dem och till ett större belopp än 5 miljarder kronor.²⁴ Marknaden hade tagit ett visst intryck av Riksbankens närvaro i marknaden.

23. Särskilt protokoll från fullmäktiges möte 1993-01-14, nr 2.

24. Särskilt protokoll från fullmäktiges möte 1993-02-05, nr 4.

Beslutet om interventionerna tolkades på flera håll som att fullmäktige kört över Riksbankschefen då jag tidigare vid upprepade tillfällen avvisat tanken på interventioner. Flyter kronan så flyter den, hade varit temat. Nu svängde Riksbanken och Dagens Industri ansåg i en ledare den 15 januari, dagen efter interventionsbeslutet, att jag borde avgå för att markera att jag allt oftare tvingades handla i strid med min övertygelse.

Sanningen var att fullmäktige inte utövade något tryck i denna fråga. Anledningen till omsvängningen var att kronan försvagats så mycket mera än vad Riksbanken haft anledning att räkna med. Banken fick ompröva sin hållning i ljuset av vad som inträffat. Vid tillfället för beslutet att intervensera hade kronan försvagats med ca 16 procent mot en bred valutakorg. Riksbankens bedömning om att kronförsvagningen gått för långt delades allmänt, även i utlandet. Darren Cullen, Salomon Brothers, London, som noga följde utvecklingen i Sverige, uttryckte samma uppfattning, så gjorde också andra internationellt verksamma ekonomer.²⁵

Ett misslyckat försök

Kritiken mot Riksbankens räntepolitik inleddes nästan omgående efter beslutet att låta kronan flyta och den tilltog snabbt i styrka. Kritiken kunde inte bara avvisas. Självprövning var på sin plats. Hade Riksbanken fel? Hade våra kritiker rätt? Överdrev vi farhågorna? Kanske det inte skulle gå så illa om vi gick litet snabbare fram med räntesänkningarna? Svaren kunde bara ges genom att vi prövade oss fram.

Inför riksbanksfullmäktiges sammanträde den 5 februari hade bankens policygrupp ett mycket långt sammanträde där alternativet med en snabbare räntesänkning dryftades. För första gången gick jag emot en enig policygrupp och förklarade efter den långa diskussionen att jag nästa dag avsåg att lägga fram förslag om att sänka räntan med 0,75 procentenheter, en avvikelse från mönstret att

25. Financial Times 1993-01-13.

sänka med en halv procentenhet. Jag motiverade mitt ställningstagande med att enda sättet att hantera den pågående diskussionen var att pröva en större räntesänkning. Tillfället var också gynnsamt. Läget inom EMS var lugnare och Bundesbank hade sänkt räntan dagen innan.

Samtliga ledamöter i policygruppen förutspådde att det skulle gå illa. Det gjorde det också.

Fullmäktige tog beslut om att sänka räntan i enlighet med mitt förslag. Till en början hände inte så mycket men så inleddes en mycket kraftig försvagning av växelkursen som höll i sig ända tills Riksbanken tre veckor senare med alla krafter signalerade att en stor och snar sänkning av marginalräntan inte skulle komma. Den långa räntan klarade sig däremot bra.

Vad som inträffade på valutasidan var ett skolboksexempel på vad som sker när förtroendet för centralbankens politik rubbas.

Några av kritikerna tystnade när de såg effekten av räntesänkningen men långt ifrån alla. Efter haveriet den 5 februari med en snabbare räntesänkningsspolitik tog Riksbanken en lång paus och återkom inte med någon räntesänkning förrän den 23 april. Inget tvivel råder om att banken tappade tempo genom den alltför stora sänkningen i början av februari.

Efter några veckor var vi redo för en summering av vad som inträffat. Vid sammanträdet den 25 februari med riksbanksfullmäktige redovisades först erfarenheterna av interventionerna i valutamarknaden.²⁶ Interventionerna hade uppgått till totalt 14 miljarder kronor. Effekten på marknaden betecknades som begränsad. Inledningsvis hade en viss förstärkning av kronan skett men ganska snart kom en försvagning. Riksbanken bedömde det inte som möjligt att bryta trenden genom större interventioner. Den från början positiva reaktionen i marknaden hade inte hållit i sig. Interventionsvägen var sålunda inte lösningen på problemet med kronans försvagning.

Thomas Franzén såg en viktig förklaring till försvagningen av kronan i de spekulationer som fanns om att Riksbanken skulle välja

26. Särskilt protokoll fullmäktiges möte 1993-02-25, nr 6.

en aggressiv räntesänkingspolitik. Dessa spekulationer begränsade effekten på valutakursen av interventionerna.

Riksbanken stod inför ett viktigt policybeslut. För policygruppen i Riksbanken var växelkursförsvagningen och dess effekter på inflationen ett allvarligt hinder för att gå vidare med räntesänkningarna.

I min föredragning för fullmäktige hette det bland annat:

Riksbanken är oroad av den fortgående försvagning som sker av kronan i förhållande till andra valutor av i huvudsak tre skäl: effekten på inflationsförväntningarna, den reala efterfrågan i inhemska ekonomin och företagens skuldsida.

I årets finansplan anger regeringen att konsumentprisindex beräknas stiga med 5 procent under 1993. En större ökning kan inte tolereras, heter det.

Beräkningen utgår från en depreciering som uppgår till endast hälften av den som nu råder. Prisstegringen 1993 hotar därför att bli större än 5 procent. Risken för ett starkare genomslag på prisnivån av kronförsvagningen är påtaglig. Erfarenhetsmässigt kommer huvuddelen av deprecieringens effekter på prisnivån inom 4–6 månader. Den svaga efterfrågan kan medföra förskjutningar. De prognoser som presenterats av Handelsbanken och Industriförbundet, anger en inflation om 5,9 resp. 6,2 procent. Men även dessa prognoser förutsätter en mindre depreciering än den nu rådande.

Det mål för Riksbankens penningpolitik, som fullmäktige i Riksbanken beslutade den 14 januari, utgår från att inflationen 1993 begränsas till 5 procent. För 1995 och följande år anges inflationsmålet till 2 procent \pm 1 procentenhet.

Den kraftiga försvagning av kronkursen som skett har bl.a. fått till följd att trovärdigheten kring de 5 procenten försvagats och därmed också Riksbankens prisstabilitetsmål på längre sikt. Riksbankens mål för inflationen har inte fått det genomslag hos allmänheten och i marknaden som varit önskvärt. Bidragande härtill är naturligtvis erfarenheten av att det är svårt och tidskrävande att komma ned till en låg inflation om väl en hög inflation som 6–7 procent etablerats. Det är lätt

och går fort att vandra uppåt i inflationstrappan men det är svårt och tidskrävande att ta sig ned.

Det andra problemet med den kraftiga försvagningen av kronan har att göra med återverkningarna på efterfrågan. En alltför kraftig depreciering innebär en nedpressning av inhemsk real efterfrågan i ekonomin. Vid den kronförsvagning som nu råder blir efterfrågebortfallet i ekonomin betydligt större än vad som förutsattes i finansplanen. Det finns också risk för spänningar mellan exportindustrin som gör stora vinster, och företag i den skyddade sektorn, som pressas hårt av den svaga efterfrågan.

Ett tredje problem med kronförsvagningen är återverkningarna för många företag, särskilt små och medelstora. Deras lån i utländsk valuta uppgår fortfarande till stora belopp. Påfallande många icke-finansiella företag hör av sig till Riksbanken och kräver en justering av växelkursen även om det skulle fordra en räntehöjning. Kursförlusterna i dessa företag ökar problemen i banksektorn. Därtill kommer att med allt större depreciering krävs en större kapitaltäckning i bankerna.

Sammanfattningsvis anser Riksbanken att kronans försvagning dels har gått för långt om man ser till ekonomiska fundamenta, dels medför en rad problem för svensk ekonomi.

Riksbanken tvekar inte att ange växelkursutvecklingen som det största hindret för att gå vidare med en sänkning av marginalräntan.

Vad kan då göras för att stärka kronan?

En möjlighet att stärka kronan, framförd i den offentliga debatten, är ett mera kraftfullt agerande från Riksbankens sida direkt i valutamarknaden i form av interventioner. Sedan mitten av januari, när Riksbanken började intervensera, har Riksbanken sålt valuta för närmare 14 miljarder kronor. Som mest har interventionerna uppgått till 2 miljarder kronor på en dag.

Effekten på marknaden av Riksbankens agerande har varit begränsad. En viss förstärkning av kronan har skett men

ganska snart har en försvagning åter inträtt. Riksbanken bedömer det inte som möjligt att genom större interventioner bryta trenden. Risken är uppenbar att marknadsaktörerna tolkar ett sådant agerande enbart som ett försök från Riksbankens sida att bädda för en ytterligare sänkning av marginalräntan. Åtgärden skulle lätt kunna bli kontra-produktiv.

Om interventionsvägen inte kan bedömas vara framgångsrik återstår för Riksbanken att göra något på räntesidan. Det primära syftet måste vara att vända förväntningarna om ett fortsatt snabbt räntefall och klargöra att Riksbanken inte hemfallit åt en politik av brittisk modell, dvs. stora och snara räntesänkningar.

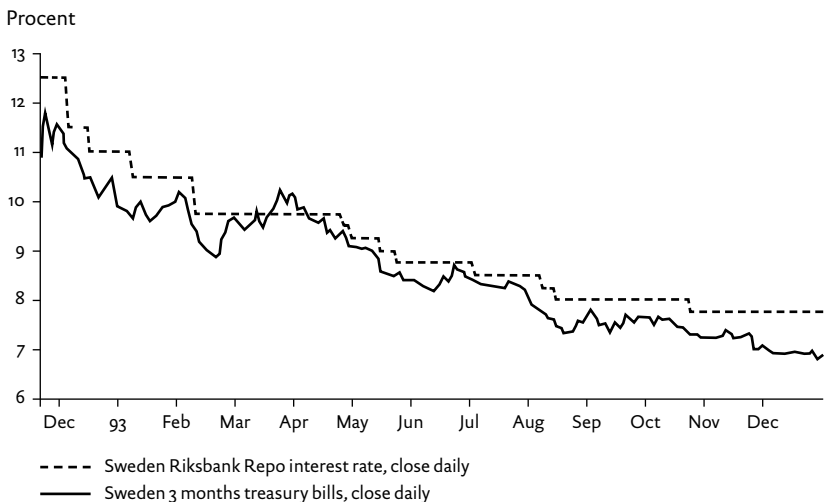
Det effektivaste medlet för att åstadkomma en vändning är naturligtvis en höjning av marginalräntan. En sådan åtgärd skulle i dagens läge sannolikt få ett mycket starkt genomslag på penningmarknaden som diskonterat en sänkning av marginalräntan om ca en procentenhet inom en inte alltför lång tidsrymd.

Andra möjligheter som står till buds är naturligtvis att genom policydeklarationer och operationer i olika former på penningmarknaden klargöra Riksbankens intentioner.

Jag förutskickar ett behov av operationer i penningmarknaden i syfte att vända förväntningarna i penningmarknaden om snara och stora sänkningar av marginalräntan. Enbart en sådan ändring av förväntningarna kanske inte räcker för att stärka växelkursen men torde vara en förutsättning för att uppnå detta.

Budskapet till fullmäktige var kort och gott att någon ytterligare räntesänkning inte skulle aktualiseras under närmaste tiden. Kronan var alltför svag och det gällde nu att snarast möjligt ta död på förväntningarna om snara och stora räntesänkningar. Skadan, som orsakats av den stora räntesänkningen den 5 februari, skulle repareras.

Omgående efter fullmäktiges sammanträde agerade Riksbanken i



FIGUR 4.4. Tre månaders statskuldväxelränta och Riksbankens marginalränta 20/11 1992–31/12 1993

Källa: EcoWin.

marknaden genom försäljning av statskuldväxlar för ett värde av 950 miljoner kronor. Banken uttalade i ett pressmeddelande att avsikten var att bryta förväntningar om snara och stora sänkningar av marginalräntan.²⁷ Riksbanken sålde också valutor för att stärka kronan. Resultatet blev att den korta räntan, tre månaders statskuldväxlar, steg med 0,3 procentenheter.

När Riksbanken sänkte räntan med 0,75 procentenheter den 5 februari kom en mycket skarp utländsk reaktion. Sänkningen var för stor i utlandets ögon. Där uppfattades räntesänkningen som en politikomläggning. När Riksbanken tre veckor senare intervenerade i penningmarknaden och i sitt uttalande markerade att ingen snar och stor räntesänkning var på gång, dvs. att politiken låg fast, återvände förtroendet och under de närmaste tre veckorna stärktes kronan med ca 5 procent. Långa räntan gick ned några tiondelar.

För Riksbanken kändes det betryggande att gamla samband fort-

27. Riksbankens pressmeddelande nr 9/1993.

satte att gälla. Enligt många av våra kritiker skulle Riksbankens agerande den 25 februari i stället ha resulterat i att förtroendet hade fått sig en knäck. Men utfallet blev det motsatta.

Den analys av läget som fullmäktige fick del av den 25 februari innehöll dynamit. Inom Riksbankens policygrupp var vi ense om politiken. Däremot hade vi inte stöd hos delar av regeringen, vilket framgick av en rad uppgifter i media. Hur skulle fullmäktige reagera om räntepolitiken ställdes på sin spets?

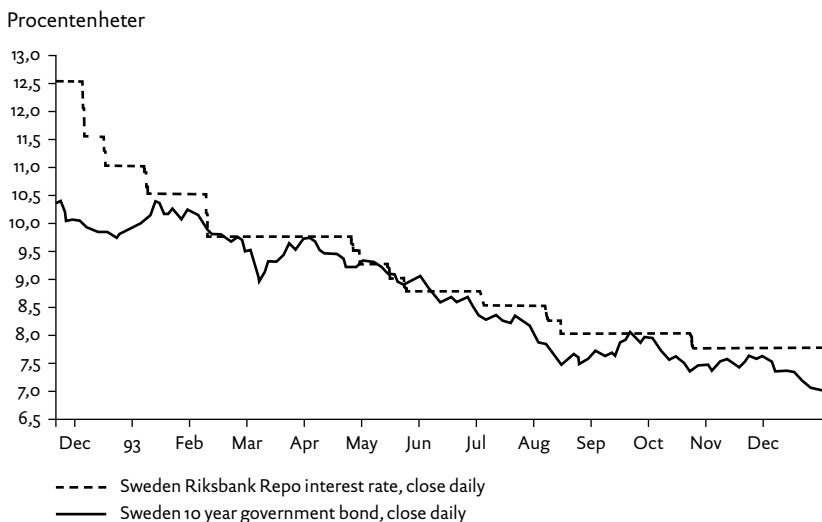
Läget var komplicerat och det gällde att vinna tid så att marknadens förtroende för den nya valutaregimen kunde etableras så snabbt som möjligt. Det krävde varsamhet med räntepolitiken. Fullmäktiges hållning var avgörande. Alla räntebeslut togs där.

Försök till nyansering

Från Riksbankens sida försökte vi också, mitt i det höga tonläge som räntedebatten fördes i, få debattörerna att skilja mellan korta och långa räntor samt mellan kort och lång sikt. Se figur 4.4 och 4.5. I en debattartikel i *Dagens Nyheter* den 10 januari 1993 under den betecknande rubriken »Vi får pröva oss fram« markerade jag att den långa räntan (obligationsräntan) betyder mera än den korta för hushåll och företag. Den ekonomiska politiken bör därför bedrivas så att en varaktigt lägre lång ränta uppnås.

I den offentliga debatten fanns på många håll föreställningen att om bara Riksbanken sänkte sin styrränta så skulle alla räntor följa med neråt. Riksbanken försökte förklara att medan de korta penningmarknadsräntorna relativt väl följde Riksbankens marginalränta så lever de långa räntorna i betydande grad sitt eget liv. De bestämdes i hög grad av inflations-förväntningarna och av förtroendet för den ekonomiska politiken. Riksbanken hänvisade till många exempel där centralbanker sänkt sina styrräntor men mötts av sådan misstro att de långa räntorna gått upp. Att de långa räntorna vägde tungt i hushållens ekonomi framgick av att tre fjärdedelar av hushållens upplåning skedde till fast lång ränta.

Av figur 4.5 framgår att Riksbankens sänkning av marginalräntan under november 1992–januari 1993 med 2 procentenheter hade



FIGUR 4.5. Långa räntan och Riksbankens marginalränta 20/11 1992–31/12 1993

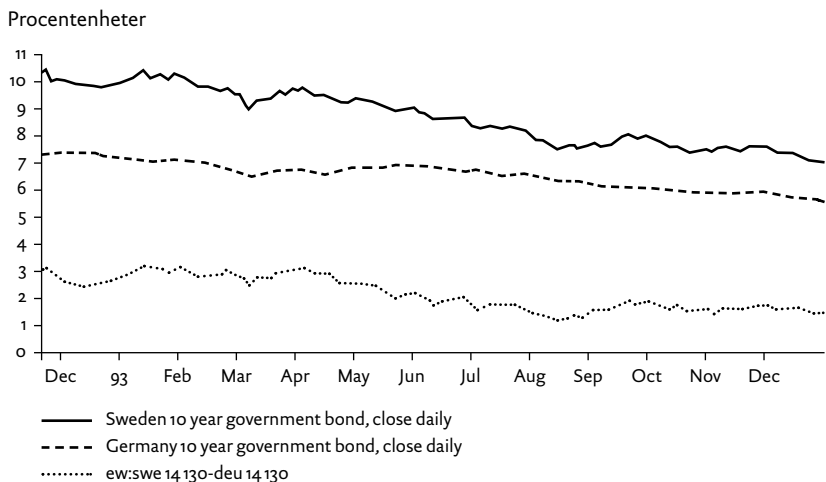
Källa: EcoWin.

i stort sett ingen effekt på den långa räntan. Först senare började obligationsräntorna röra sig nedåt, delvis under inflytande av fallande tyska långräntor.

Räntegapet mot Tyskland förblev stort under ganska lång tid. Först i april 1993 började det minska. Det blev inledningen till en nedgång som blev ihållande och drev ned räntedifferensen för långa obligationer mot Tyskland till ca 1 procentenhet i augusti. Se figur 4.6.

Sammantaget var Riksbanken måttligt framgångsrik i att förklara distinktionen mellan kort och lång ränta och varför en alltför snabb räntesänkning från Riksbankens sida hotade att hålla den långa räntan på en hög nivå. Det var också betecknande att när regeringens finansplan lades fram i januari 1993 gjordes inte heller där någon distinktion mellan långa och korta räntor utan där talades bara om »räntan«. I den reviderade finansplanen i april gjordes däremot en tydlig distinktion.

Debatten om räntepolitiken komplicerades av ovanan att diskutera penningpolitiken under flytande växelkurs. Riksbankens analys



FIGUR 4.6. Långa räntor och räntedifferens mot Tyskland

Källa: EcoWin.

av inflationsutvecklingen på ca två års sikt var styrande för räntepolitiken då en ränteförändring verkade med full kraft först efter 12–18 månader. Det är inte dagens inflation som oroar, var en stående kommentar från Riksbankens sida när kritikerna pekade på låg underliggande inflation och svagt efterfrågetryck. Det tog många år för Riksbanken att få genomslag för insikten att dagens penningpolitik förs med sikte på prisutvecklingen ganska långt fram i tiden. Fullt genomslag lär den aldrig få.

En rapport om vilka indikatorer som Riksbankens använde, »Penningpolitiska indikatorer«, och som var viktiga för penningpolitikens utformning offentliggjordes den 17 juni 1993. Den bidrog till en fördjupning av diskussionen kring penningpolitiken. Riksbankens första inflationsrapport, »Inflation och inflationsförväntningar i Sverige«, kom den 29 oktober. Det var ett pionjärbete. Den följdes av regelbundet utgivna rapporter.

Det fanns många inslag i debatten som ställde till oredda och orsakade missförstånd. Med all rätt uppmärksammades att utlåningsräntorna till hushåll och företag låg långt över de korta marknads-

räntor som styrdes av Riksbankens marginalränta, dvs. den korta statskuldväxelräntan. Bankernas marginaler hade stigit kraftigt. Bostadslånen hade också fördyrats genom att räntemarginalen mellan bostadsinstitutet och staten vidgats kraftigt. Många hörde av sig till Riksbanken och regeringen men ansvaret låg på annat håll. Bankerna höll av uppenbara skäl uppe marginalerna – de var hårt trängda av krisen – och bostadsinstitutets fördyrade upplåning bottnade i samma kris. Köparna av deras obligationer var riskobenägna.

Tillspetsat politiskt läge

Riksbankens politik komplicerades i mycket hög grad av det tillspetsade politiska läget. Finansplanen och budgeten i januari 1993 hade inte övertygat marknaderna, framför allt inte utlandet, om att budgetunderskottet skulle rättas till. I riksdagen saknade regeringen egen majoritet och Ny demokrati fick en nyckelroll som partiet utnyttjade. Socialdemokraterna drev med kraft tesen att den ekonomiska politiken verkade åtstramande. På den sidan fanns inga signaler om att krafttag behövdes mot budgetunderskottet. Det budskapet skulle komma först efter valet i september 1994 men då med full kraft.

Den 10 mars 1993 förklarade statsminister Bildt att han ställde kabinetsfråga i riksdagen på regeringens förslag till statsbudget. Han vann förtroendeomröstningen veckan därpå men den politiska oron levde kvar inför regeringens kompletteringsproposition som lämnades till riksdagen den 22 april.

När det stod klart att Ny demokrati skulle rösta för kompletteringspropositionen gick räntorna ned och kronan stärktes marginellt. På eftermiddagen sänkte Bundesbank räntorna och andra länder följde efter. Vid fullmäktiges sammanträde följande dag, den 23 april, beslutades en sänkning av räntan med 0,25 procentenheter, från 9,75 procent 9,5 procent. Bakgrunden var den sänkning av den långa räntan som skett i spåren av kompletteringspropositionen och den tyska räntesänkningen.

Ett telefonsamtal från finansministern

Räntesänkningen efter kompletteringspropositionen hade föregåtts av påtryckningar från regeringssidan. Finansministern ringde på eftermiddagen den 21 april.²⁸ Hon meddelade att när regeringen nästa morgon lägger fram kompletteringspropositionen kommer Ny demokrati att meddela sitt stöd. Det hade varit svårt att enas och en räntesänkning förväntades i utbyte. Inte heller min egen Bengt Westerberg förstår vad flytande växelkurs betyder, sade Anne Wibble. Riksbanken bör före weekenden visa en reaktion.

Budskapet från finansministern var glasklart. Det var första gången som hon satt press på Riksbanken. Hon kände sig uppenbart illa till mods. »Det bär mig emot att behöva säga det här«, var hennes ord.

Jag var inte helt oförberedd på detta tänkande. Redan på morgonen hade Burenstam Linder bett om ett sammanträffande.²⁹ Jag hade Krister Andersson med mig. Burenstam Linders budskap var detsamma som finansministern senare framförde men hans var mera inlindat. Han använde sig av ett begrepp som han inte verkade förtrogen med. Riksbanken måste medverka till en re-balancing, var hans formulering. Jag kände igen det, detsamma som Urban Bäckström nyligen använt sig av i ett samtal. Det hade varit i säck innan det kom i påse.

På frågan om storleken på den tänkta räntesänkningen blev svaret 3/4 procent. Vi invände att det var vad Riksbanken använde sig av den 5 februari och som ledde till den stora kronförsvagningen. Invändningen gjorde inget intryck.

Jag avvisade inte tanken på en räntesänkning, det skulle kanske finnas utrymme för en sådan. Bundesbank skulle också ha sitt möte och kanske skulle draghjälp komma från det hållet. Men tidpunkten var viktig för Riksbanken. Och en eventuell sänkning måste bli begränsad.

Flera möten med Burenstam Linder ägde rum följande dag. De

28. Egna anteckningar.

29. Egna anteckningar.

var av sådant slag att jag på kvällen vid hemkomsten sade till min fru att jag kanske kunde inleda sommarledigheten redan påföljande vecka.³⁰

Inom Riksbanken spjärnade vi emot en räntesänkning i direkt anslutning till kompletteringspropositionen. Vi hänvisade till ett under 10 år etablerat mönster att inte göra ränteändringar i omedelbar anslutning till propositioner: dels ville Riksbanken, och även tidigare regeringar, undvika intrycket att banken genom sitt agerande recenserade regeringens politik, dels ville banken avvakta och se hur marknaden tog emot propositionen. I detta fall kom Bundesbanks sänkning av räntan och den svenska marknadsreaktionen lägligt och Riksbanken agerade redan följande dag.

Ytterligare europeiska räntesänkningar följde och vid sammanträdet den 28 april sänkte Riksbanken räntan till 9,25 procent

Spänningen kring räntepolitiken fortsatte även efter kompletteringspropositionen och Riksbankens räntesänkningar den 23 och 28 april. Statsrådet Bo Lundgren uttalade i Dagens Industri den 29 april att en räntesänkning skulle förstärka kronan och därmed minska inflationsrisken. Samma dag refererade tidningen till ett uttalande av statsminister Carl Bildt vid en pressträff föregående dag. Bildt hade där uttalat att med nuvarande finanspolitik och lägre internationella räntor borde det finnas förutsättningar för en lägre ränta.

Kanslihusets aktivism

Delar av regeringen och tjänstemännen i kanslihuset dolde inte för massmedia sin kritiska hållning till Riksbankens politik. I tidningarna kom det till tydligt uttryck. Riksbanken fick också känna av kritiken direkt.

Ett uttryck för aktivismen hos denna del av kanslihuset var det sammanträde som statssekreterarna Urban Bäckström och Olle Wästberg hade med Thomas Franzén och mig den 5 maj 1993.³¹

30. Egna anteckningar.

31. Egna anteckningar.

Mötet ägde rum på deras begäran. Deras inledande försmädliga fråga var kort och gott om Riksbanken satt inne med information som andra inte hade och att det var förklaringen till Riksbankens hållning till takten i räntesänkningarna. De ansåg att Riksbanken omgående, dvs. vid sammanträdet med fullmäktige följande dag, skulle sänka räntan. Ett av deras argument var att socialdemokraterna på fredagen skulle föreslå en momssänkning och eventuellt få stöd av Ny demokrati.

Min reaktion var, milt uttryckt, negativ. Två statssekreterare menade på fullt allvar att Riksbanken skulle agera på rent politiska grunder. Förslaget var absurt. Mitt svar var att om Riksbanken skulle medverka i det politiska spelet borde banken bli en del av finansdepartementet eller statsrådsberedningen.

Anne Wibble, oroad av den rapport om mötet som hon fått av Urban Bäckström, ringde på kvällen och förklarade hur olycklig hon var över mötets förlopp. Hon hoppades att det inte skulle påverka våra relationer. Jag svarade att vi har större frågor att bekymra oss över än ett besök av några statssekreterare. Vår relation kunde inte rubbas så lätt.³²

Riksbanken såg agerandet främst betingat av två faktorer. Bo Lundgren och hans del av finansdepartementet hade som huvudfråga bankkrisen. Kunde bankernas kostnad för finansiering komma ned i snabb takt genom räntesänkningar skulle problemen i banksektorn lätta. Det insåg Riksbanken mycket väl men penningpolitiken kunde inte som övergripande mål ha en så låg kostnad som möjligt för bankernas finansiering. Riksbanken hade att föra penningpolitiken med sikte på det mål som beslutats av fullmäktige i januari. Det hade också backats upp av regeringen i den reviderade finansplanen i april. Banksystemet var inte längre hotat då bankgarantin gällde och räntorna var på väg ned.

En annan faktor som uppenbarligen pressade finansdepartementet var räntorna på den skenande statsskulden. Lägre räntor skulle minska räntebördan. Riksbankens svar på det problemet var kort och gott att då måste budgeten saneras. Metoden att använda

32. Egna anteckningar.

Riksbanken för att hålla ned statens räntekostnader hade övergivits 1985 då ränte- och andra kreditregleringar avskaffades. Det var ett riktigt beslut. Regeringens oförmåga att komma till rätta med budgeten skulle inte belasta penningpolitiken. Det räckte med att finanspolitiken var i olag.

Sammanträdet med Bäckström-Wästberg väckte återigen frågan om hur splittrad regeringen var. Att Bäckström talade för sitt statsråd Bo Lundgren rådde det ingen tvekan om, och att Wästberg inte talade å finansminister Wibbles vägnar stod också klart. Var fanns stödet för Anne Wibble bland statsrådskollegorna? Så länge hon stöttade oss var allting i sin ordning, men skulle det svikta var Riksbanken illa ute, sin självständighet till trots.

Ett brev från ordföranden

Vid samtalet med Anne Wibble den 3 maj hade hon också en kritisk kommentar till Riksbankens agerande. Det var tid för Riksbanken att gå tillbaka till »business as usual« som hon uttryckte det.³³ Det var en synpunkt som jag helt och fullt delade.

Bakgrunden var förekomsten av extrainsatta sammanträden med fullmäktige som ordföranden insisterade på. I Riksbanken försökte vi värja oss mot dessa men frågan om fullmäktige skulle sammanträda eller inte låg helt i ordförandens hand. Resultatet blev både tidiga och sena sammanträden utanför de schemalagda mötesdagarna och dessa uppmärksammades av media. En rad spekulationer följde i deras spår.

Med råg i ryggen efter Anne Wibbles telefonsamtal och med hänvisning till alla rykten om Riksbanken tog jag upp frågan om sammanträdesfrekvensen med Burenstam Linder den 4 maj. Frågan var ytterst känslig och samtalet urartade snabbt.³⁴ Burenstam Linder ansåg mitt agerande oförskämt. Men slutresultatet var gott. Vi var ense om att återgå till den gamla ordningen att fullmäktige sammanträder en gång per vecka, torsdagar. Beslutet skapade stadga i arbetet och bidrog i hög grad till att avdramatisera mötena.

33. Egna anteckningar.

34. Egna anteckningar.

Samtalet med ordföranden den 4 maj fick på sätt och vis en epilög i form av ett brev från honom, daterat 9 maj, instämplat av min sekreterare Kerstin Alm den 12 maj.³⁵ Det orsakade problem. Brevet skulle enligt alla regler ha registrerats men jag bröt mot dem. Innehållet skulle ha orsakat förvirring i räntemarknaden om det blivit känt. Det var uppenbart inte Burenstam Linders avsikt att brevet skulle spridas vidare.

Bengt!

Det är inte så lätt att vid sammanträden och hastiga (och hetsiga) kontakter göra sitt synsätt helt klart. Därför skriver jag några rader (alldeles egenhändigt för att undvika ovidkommande ögon). Jag koncentrerar mig på vad jag anser inte tillräckligt beaktats och gör inte något försök till att paradera alla argument i skilda riktningar.

För att nå våra prismål 1993, 1994 och 1995 etc. – eller i vart fall för att kunna göra så mycket, som det med Riksbanksmedel är möjligt att göra för att nå dessa mål – kommer det att under 1994 vara nödvändigt att bromsa en gryende överhettning inom K-sektorn. Räntehöjningar, som stärker växelkursen, kommer att vara ett verkningsfullt medel. Vi kommer att ha den revalveringsmöjlighet, som vissa debattörer under tidigare begynnande överkonjunkturer efterlyst men som då inte var möjligt att genomföra utan ändring av växelkursregim.

Men för att kunna höja måste vi befinna oss på en lägre nivå än den nu rådande.

Ett särskilt problem är det »politiska«. Som Du tidigare själv framhållit, är den mest självständiga centralbank inte självständigare än att den måste ta hänsyn till det kringliggande politiska läget. Vad som f.n. oroar mig är att vår ställning trots Din förmåga att behandla media försvagas dithän att kommande åtstramningsbehov inte kommer att effektueras tidigt nog i uppgångsfasen – om vi inte sökt oss fram till lägre räntesatser i god dessförinnan.

35. Brevet finns i mitt arkiv.

Anti-inflationskampen skall maximeras inte i en viss fas som den nuvarande utan under en lång period.

Vad som ytterligare påverkar mitt synsätt på den politiska fronten är risken för finanspolitiska stimulansinsatser. När vi räknar på penningpolitiska index, måste man ju också väga in finanspolitiken och får vi nu större stimulans på den fronten skulle det egentligen behövas penningpolitiska åtstramningar, som det i dag helt saknas förutsättningar för. Vi skulle då komma in i ett omöjligt läge vad avser våra explicita inflationsmål.

Med detta är det självfallet inte sagt att vi skall avlägsna oss från hänsyn till kronkurs och långa räntor. Däremot är min slutsats att man med små upprepade steg bör sänka räntor och pröva sig fram med ett större risktagande än vi gjort under den senaste månaden. Metallstrejker o. dyl. kan åstadkomma störningar, som får accepteras och leva sina egna liv. En total fine-tuning av växelkursen kommer aldrig att vara möjlig.

Skulle vi i vårt experimenterande finna att de underliggande krafterna är sådana att kronkursen försvagas och långa räntorna går upp, får vi höja räntorna igen. Det kommer att finnas en bättre acceptans av sådana insatser, om vi demonstrerat vårt intresse av lägre räntor.

En viss prestigeförlust skulle kunna ligga i att behöva göra ett visst sådant ränteåtertåg men den är mindre än, när alla skall använda Riksbanken som syndabock, om konjunkturen ytterligare försvagas, finanspolitiska stödåtgärder tvingas igenom etc.

Ja, detta är min tolkning av läget. Socialdemokraternas motion – både vad avser finanspolitik och riksbankslag – stärker mig i anden. Du har helt fel, om Du tror att jag ändrat min grunduppfattning som den tidigare kommit till uttryck efter den 19 november. Men i ekonomisk politik ändras hela tiden förutsättningarna och då ändras också behovet av insatser.

*Med mina bästa hälsningar,
Staffan*

Vissa av Burenstam Linders teser var välbekanta men andra var nya, i varje fall i sitt sammanhang. Vad som mest överraskade var tanken att Riksbanken i räntepolitiken nu skulle gå fram i små steg och vara beredd att höja igen om det gick galet med växelkursen och långräntan. Bara några veckor tidigare hade Burenstam Linder förordat det motsatta, en sänkning med hela 3/4 procentenheter. Jag skrämdes av perspektivet att Riksbanken skulle ta så stora risker att banken skulle behöva ta till en höjning av räntan för att parera en växelkursförsvagning eller höjning av långräntan. Efter något sådant skulle Riksbanken inte längre ha kvar något förtroende i marknaden. Det räckte med debaclet efter den alltför stora räntesänkningen den 5 februari.

Jag visade brevet för Thomas Franzén. Vi var ense om att lägga det i mitt kassafack. Burenstam Linder refererade vid ett senare samtal endast i förbigående till brevet. Det blev ingen diskussion omkring innehållet. Brevet kom att markera slutet på den mest intensiva dialogen med ordföranden om penningpolitiken. Den fortsatte, men under något andra former.

Våren närmade sig. Kronan stärktes påtagligt och den långa räntan inledde ett fall som pågick in på försommaren. Räntedifferensen mot Tyskland minskade. Den 13 maj sänkte Riksbanken marginalräntan till 9,0 procent. Den 19 maj sattes räntan till 8,75 procent och den 1 juli till 8,5 procent. Därmed hade marginalräntan sänkts med fyra procentenheter sedan den 19 november 1992. Kronförstärkningen bidrog till tempot i räntesänkningarna.

Första halvåret med flytande krona var därmed till ända och Riksbanken tog sommaruppehåll. Under andra halvåret skedde räntesänkningarna i lugnare tempo och vid årets slut låg marginalräntan på 7,75 procent efter sänkningar i tre steg sedan den 1 juli. Förväntningar om fortsatta sänkningar var vid 1993 års slut fortfarande stora. Striden om räntepolitiken blev långvarig men trycket mot Riksbanken lättade successivt.

Utbredd kritik mot Riksbanken

Kritiken mot Riksbankens räntepolitik, som inleddes tidigt, blev

efterhand allt starkare. Den höll i sig under hela 1993 men kulminerade under våren. På ekonomsidan deltog flera av de tunga namnen i debatten, de kritiska hördes och syntes mest. Här skall bara tre inlägg uppmärksammas. I slutet av februari skrev både Nils Lundgren, Nordbankens chefsekonom, och Ulf Jakobsson, Industriförbundets chefsekonom, debattartiklar med en hård kritik av Riksbanken.

Nils Lundgren var precis i sina krav på Riksbanken i en artikel i *Dagens Nyheter* den 26 februari:

Vi bör sänka den korta räntan ner mot kanske 5 procent under de närmaste månaderna. Det är sant att vi då skjuter några år på målet att komma ner till 2 procents inflation, men vi måste väga den nackdelen mot risken att permanenta en arbetslöshet på över 10 procent. Slå ut ett stort antal omistliga små och medelstora företag för gott, förlänga finanskrisen och förstöra statens finanser för årtionden framåt.

Ulf Jakobsson kallade i Svenska Dagbladet den 27 februari Riksbankens linje extrem. Han ville ha en kraftfull lättnad av penningpolitiken.

Den strama penningpolitiken kommer att bidra till att driva ned aktiviteten i den svenska ekonomin ytterligare där växande arbetslöshet och en ytterligare fördjupning av finanskrisen är självklara delar i bilden.

Riksbanken svarade på kritiken och hävdade att en snabbare nedtrappning av räntan skulle påverka växelkursen och långa räntan negativt, sända en signal till marknaden om att banken bytt fot och inte längre brydde sig om kronförsvagningen och inflationsförväntningarna samt därmed prisstabilitetsmålet. Riksbanken hänvisade till de dåliga erfarenheterna av den större räntesänkning som genomfördes den 5 februari och som ledde till den kraftiga försvagningen av växelkursen. Banken menade att de redan genomförda räntesänkningarna och försvagningen av växelkursen sammantagna innebar en kraftig stimulans. Därtill kom stimulansen från det snabbt ökande budgetunderskottet.

Riksbanken stod dock inte ensam i försvaret av politiken. Lars Heikensten, chefsekonom på Handelsbanken, skrev redan den 17 februari i *Affärsvärlden*, om farorna med en snabb räntesänkning.

Problemet är att en snabb sänkning av de korta räntorna kan medföra ett stort kronfall, som i sin tur genererar en mer inflationistisk utveckling.

De beräkningar vi gjort visar att en nedskrivning av kronan med 22 procent medför att inflationen blir kring 6 procent 1994. Med de löneökningar som då följer kommer kronan att falla ytterligare, vilket riskerar att medföra en accelererande inflation.

En utveckling i dessa banor ger till att börja med högre tillväxt och sysselsättning. Det kommer dock snart att stå klart att inflationen 1995 hamnar en bra bit över Riksbankens mål på 3 procent. Uppgången kan då komma att brytas i förtid med en kostsam åtstramning. Därmed blir det också bara fråga om en mycket kortvarig nedgång i räntorna.

I början av mars kom Ekonomikommisionens rapport *Nya villkor för ekonomi och politik*, utarbetad under ledning av professor Assar Lindbeck. Den tolkades allmänt som ett stöd för Riksbankens politik. Den korta räntan steg när det stod klart att kommissionen inte förordade en aggressiv räntesänkningsspolitik efter brittisk modell. Percy Barnevik kritiserade kommissionen på denna punkt.

Kritiken mot Riksbanken var allmänt utbredd och hade som banérförare *Dagens Industri*. Från slutet av februari 1993 intog tidningen en tilltagande kritisk hållning till den förda penningpolitiken, både på ledar- och nyhetsplats. Tidningen bidrog i hög grad till att kritiken blev så allmän. Den 24 februari 1993 innehöll *Dagens Industri* ett helt uppslag med ett frontalangrepp på Riksbanken under rubriken »Sänk Räntan«. Den blev senare en vinjett som kom till flitig användning och var i bruk under lång tid.³⁶

Mot slutet av april nådde kritiken i *Dagens Industri* sin höjdpunkt. Den 29 april skrev tidningen på ledarplats:

36. Uppgift från Gunnar Örn, *Dagens Industri*.

Håller Riksbanken fast vid sin höga marginalränta är det både oansvarigt och omdömeslöst.

Samma dag innehöll tidningen en rad intervjuer med skarp kritik av Riksbanken. Räntan bör sänkas med 1 procent, förklarade Sven-Arne Svensson, United Securities, och P. O. Edin, LO, menade att räntan omedelbart skulle sänkas med 3 procent. Riksdagen borde också ändra Riksbankens instruktion. Olle Djerf, Nordbanken, ville ha en kraftig räntesänkning före sommaren. Dag Lindskog, Skandia, förordade en svensk ränta på tysk nivå, dvs. en nedgång från 9 till 7,5 procent. Samma uppfattning hade Björn Rosengren, Gota Bank. Dagens Industri refererade också Magnus Lemmel, VD för Sveriges Industriförbund, som vid förbundets årsmöte dagen innan förklarar att Riksbanken håller på att försitta en unik chans att stärka Sveriges ekonomi.

Den ende som var försiktig var Klas Eklund, Postens chefsekonom. Små räntesänkningar kan vara på sin plats. Större sänkningar skulle kunna ge sken av att Riksbanken blir överkörd av regeringen. Det vore inte bra för Riksbankens anseende, menade Eklund.

I media var det få som stödde Riksbanken, deras röster drunknade i brusets av den kritikstorm som rasade. I riksdagen hördes flera kritiska röster. Ny demokratis ledare Ian Wachtmeister gick upp i varv och krävde min avgång, men även finansutskottets ordförande Per-Ola Eriksson var kritisk.

Att delar av regeringen var starkt missnöjda med Riksbanken var känt i vida kretsar och finansminister Wibble fick den otacksamma rollen att förmedla missnöjet till banken. Hon framstod för oss i banken som en av de få som förstod och stödde vår försiktighet i räntepolitiken då kronan successivt försvagades. På regeringssidan var det främst Bo Lundgren och hans statssekreterare Urban Bäckström som ledde kritiken av Riksbanken. De fick, överraskande nog, eldunderstöd från Anne Wubbles statssekreterare Olle Wästberg.

Utåt sett gav regeringen sitt stöd för den penningpolitik som fördes. I finansplanen i april skrev regeringen följande:

Den hittills förda penningpolitiken med en försiktig hantering av marginalräntan, bedriven på ett sätt som inte rubbar

tilltron till fastheten i låginflationspolitiken, är en långsiktig styrkefaktor i den ekonomiska politiken.

Fullmäktige och räntan

Trycket på Riksbanken att gå fram i snabbare takt med räntesänkningarna fick ledamöterna av bankens fullmäktige känna av var de än visade sig. De hade ingen lätt uppgift men flertalet hade varit med om värre stormar.

Motsättningarna om penningpolitiken kom också till uttryck inom fullmäktige men själva sammanträdena präglades endast undantagsvis av klara motsättningar. Det förekom allt emellanåt en diskussion men påfallande var att det var enstaka röster som höjdes, olika från sammanträde till sammanträde. Någon samlad aktion för en alternativ politik gjordes inte. Jag hade ett intryck av att den partipolitiska uppdelningen av fullmäktige, en borgerlig del och en socialdemokratisk samt Riksbankschefen som både ledamot och chef för banken, medverkade till att räntefrågan aldrig ställdes på sin spets. Socialdemokraterna tycktes inte vilja liera sig med någon på den borgerliga sidan och på den borgerliga sidan gällde motsvarande förhållningssätt mot socialdemokraterna. Det fanns inte heller en renodlad uppdelning mellan socialdemokrater och borgerliga. Det var enskilda röster i de två lägren, inte ett blockagerande. Burenstam Linder hade som ordförande därför inte någon svår uppgift då tankarna på alternativ aldrig resulterade i formella förslag. Han drevs säkerligen också av en önskan att hålla fullmäktige samlade kring en linje. Han avlyssnade stämningen i fullmäktige och fann att någon enig linje mot riksbankschefens förslag inte förelåg. Ordföranden hade vid några tillfällen lätt kunnat fånga upp vad som yttrats och lägga förslag som gick emot riksbankschefen. Men det skedde aldrig. Alla beslut fattades i enighet.

Utanför sammanträdesrummet agerade ordföranden däremot mycket aktivt och ofta emotionellt, vid ett par tillfällen uppenbart efter kontakt med regeringskansliet. Burenstam Linder ville sänka räntan i snabbare takt och otåligheten ansträngde våra relationer. Framför allt skapades en osäkerhet om han föll undan för trycket

från kanslihuset eller om han drevs av egen övertygelse. Situationen kändes olustig.

Trots spänningarna agerade samtliga ledamöter av fullmäktige lojalt mot den förda politiken. Inte vid något tillfälle förekom uppgifter om att någon skulle ha antytt att det förelåg motsättningar.

Ogynnsamma förutsättningar för omläggningen

En tillbakablick på det första året med flytande krona visar hur besvärlig starten var och vilka svåra avvägningar som Riksbanken tvingades till.

Förutsättningarna var inte gynnsamma. För det första krävdes efter så lång tid av fastkurspolitik ett nytt sätt att tänka och det tog tid för alla parter att anpassa sig. Det märktes inte minst i den offentliga debatten som spretade åt alla håll. Att rollfördelningen inom den ekonomiska politiken ändrats i och med flytande växelkurs fick först så småningom genomslag.

För det andra var de externa omständigheterna ogynnsamma. Den valutapolitiska oro, som inletts på sommaren 1992, fortsatte under första halvåret 1993. Valutamarknaderna fortsatte att vara i gungning och lugnet inställde sig inte förrän på sensommaren när bandbredderna i växelkurssamarbetet inom ramen för EMS vidgades.

För det tredje genomgick den reala ekonomin en allvarlig kris, både i Sverige och på kontinenten. Avmattningen var och blev ytterst kännbar. I Sverige kom den att i hög grad påverka den allmänna synen på finans- och penningpolitiken. Under loppet av 1993 förbättrades det ekonomiska läget men tudelningen av ekonomin blev allt tydligare. Exportsektorn fick draghjälp medan den inhemskt inriktade delen av ekonomin drabbades av ett efterfrågebortfall genom den stora växelkursförsvagningen.

För det fjärde fanns i Sverige en särskild komplikation genom det stora sparandeunderskottet i den offentliga sektorn. Sverige var den största låntagaren i OECD-området absolut sett och hade den snabbast växande statsskulden.

För det femte var det politiska läget komplicerat. Samarbetet mellan regeringen och den socialdemokratiska oppositionen omfattade endast de två krispaketen och regeringen saknade egen majoritet i riksdagen. Osäkerheten om det politiska läget satte allvarliga spår i finansmarknaderna, särskilt under mars och april 1993.

Gapet mellan svensk och utländsk syn

Den inhemska debatten om penningpolitiken hade ingen internationell dimension, få fäste vikt vid Sveriges utlandsberoende genom den stora skuldsättningen. Utlandets syn på Sverige färgades däremot i betydande grad av det snabbt växande budgetunderskottet. Det fanns inte någon enskild faktor som var mer avgörande för utländska investerares syn på Sverige än just statsbudgetens utveckling. Utlandet beaktade i mycket högre grad än svenska aktörer ekonomiska fundamenta.

Riksbanken tvingades i sin penningpolitik ta stor hänsyn till utlandsreaktionen. Den kom nästan alltid senare än den svenska. Den omedelbara reaktionen i den svenska finansmarknaden på någon åtgärd från regeringens eller Riksbankens sida korrigerades inte så sällan när utlandet hunnit sätta sig in i frågan. Medan Riksbanken på hemmaplan var fullt upptagen med att svara på angreppen varför räntesänkningarna inte kom i snabbare takt var vår uppgift mot utlandet den motsatta, hur kunde vi förklara och försvara en så snabb nedtrappning.

I kontakterna med IMF kom kontrasten mellan den svenska debatten och den internationella synen på svensk politik till tydligt uttryck. Den 23 december 1992 fick jag fax från IMF där fondens oro för en snabb räntesänkning framfördes i klara ordalag. Den 3 september 1993 skrev IMF-chefen Michel Camdessus till statsminister Carl Bildt efter det att styrelsen för fonden diskuterat Sveriges ekonomiska läge. Styrelsen hade betonat behovet av »an early correction of the substantial imbalances that have emerged in its public finances«. Vad beträffar penningpolitiken var fonden explicit:

Future interest rate reductions should be very gradually implemented and they should in general only be undertaken in the framework of a strengthening krona.

Det vilade ett drag av sorglöshet över den svenska debatten. Att vårt internationella beroende skulle kunna utgöra en restriktion för penningpolitiken hade ingen plats i diskussionen. Det var inte bara den reala ekonomin som var tudelad, debatten var det också.

När vi kom till hösten koncentrerades uppmärksamheten i hög grad till statsbudgetens utveckling. Utlandet hade reagerat långt tidigare men nu vaknade också den svenska marknaden. I början av oktober 1993 räknade Riksbanken med ett statligt upplåningsbehov av 270 miljarder kronor för budgetåret 1993/94, en ökning med 115 miljarder kronor i förhållande till föregående år. Lånebehovet motsvarade 18 procent av BNP. Det stod klart för alla att en sådan utveckling inte var uthållig. Insikten om behovet av budgetkonsolidering växte, men det rädde delade meningar om när den skulle inledas. Det fanns fortfarande röster för att öka underskottet ytterligare i syfte att stimulera efterfrågan och därmed tillväxten. Utlandet såg med oro på att 1994 var ett valår. Då skulle den politiska osäkerheten öka.

Inflationsoron

Under hela 1993 attackerades Riksbanken på bred front med beskyllningen av att vi såg inflationsspöken på ljusan dag. Prognoserna indikerade att prisuppgången 1993 hotade passera de 5 procent som regeringen satt som gräns och som Riksbanken anslutit sig till. Nästan samtliga prognoser som publicerades under första kvartalet 1993 hade drygt 5 procent för helåret och de baserades på antaganden om en depreciering av kronan som var mindre än den rådande. Prognoserna för 1994 var ännu mer oroande. Förväntningarna, som de framkom i mätningarna, visade att prisstabilitetsmålet inte vunnit tilltro. Efterhand dämpades dock farhågorna, prognoserna för 1993 justerades ned efter sommaren och för 1994 skedde också en markant nedrevidering. Förväntansbilden

ändrades också men Aragons mätningar av inflationsförväntningarna hos stora placerare låg över Riksbankens mål.

För Riksbanken innebar revideringarna av prognoserna för 1993 och 1994 en stor lättnad, infasningen var kanske på väg att fungera trots den stora kronförsvagningen. Men för Riksbanken var målet 2 procents inflation 1995 och det var med det målet som penningpolitiken drevs. Att förklara det var en uppgift för Herkules och han var inte tillgänglig. Konflikten mellan kort och lång sikt i penningpolitiken fortsatte att vara en ständig källa till oreda och missförstånd i den offentliga debatten. Riksbanken siktade till en uthålligt låg ränta, var budskapet.

Den kraftiga kursförsvagningen för många europeiska valutor under hösten 1992 och första halvåret 1993 väntades allmänt få ett starkt genomslag på prisnivån. Det kom tydligt till uttryck i prisprognoserna och mätningarna av inflationsförväntningarna. Genomslaget blev dock betydligt svagare, inte bara i Sverige utan i alla länder med kraftigt fallande valuta. Det blev tydligt först efterhand. Huvudförklaringen står att söka i att inhemsk efterfrågan kom att utvecklas så svagt och att handelsmarginalerna minskade.

Summering

Den penningpolitiska utvecklingen under 1993 kan grovt sett indelas i fyra perioder.

Den första sträckte sig fram till början av april och kännetecknades av en ryckig utveckling av räntor och växelkurs. Till det bidrog flera omständigheter, bl.a. hade Riksbanken svårigheter att vinna tillräcklig tilltro till det uppsatta prisstabilitetsmålet. Misstron mot Riksbankens mål kulminerade omkring månadsskiftet februari-mars i samband med konjunkturprognoser med höga inflationstal. Därtill kom den politiska osäkerheten, som både svenska och utländska aktörer var mycket känsliga för, och växelkursutvecklingen som blev betydligt svagare än väntat. Riksbanken sänkte marginalräntan från 12,5 procent till 9,25 procent under perioden 20 november 1992–30 april 1993.

Våren kännetecknades av en viss stabilisering. Det europeiska

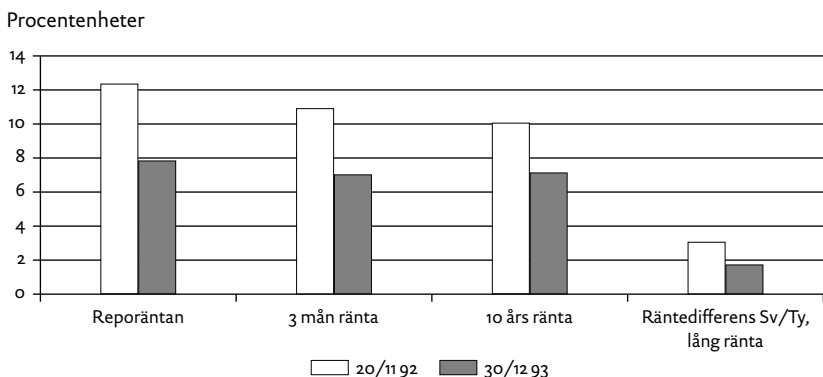
valutasamarbetet fungerade bättre och riksdagen antog regeringens tilläggsproposition som innehöll en plan för reduktion av budgetunderskottet. Löneförhandlingarna resulterade i modesta löneökningar. Riksbanken kunde genomföra en serie räntesänkningar då både den långa räntan och växelkursen utvecklats positivt. I början av juni var marginalräntan 8,75 procent. Våren slutade i ett relativt gott läge. De långa räntorna hade fallit under lång tid och kronan stärkts.

I juni bröts den positiva trenden och kronan började försvagas. Budgetunderskottet och statens upplåning kom att uppmärksammas mer än tidigare. Riksbanken genomförde räntesänkningar trots kronförsvagningen. Två faktorer lade en bas för Riksbankens agerande: en uthållig och betydande sänkning av långräntan samt dämpade inflationsförväntningar.

Under hösten fortsatte försvagningen av kronan och de långa räntorna började stiga i mitten av augusti. Oron för statsbudgeten var en viktig omständighet bakom försämringen. Först vid månadsskiftet september/oktober återtog de långa räntorna sin nedgång och den fortsatte med ett kort avbrott till årets slut. Kronan utvecklades ryckigt. Riksbanken fortsatte att sänka marginalräntan men det skedde försiktigt och med längre intervall än under våren.

Vid slutet av 1993 var det dags för en summering av vad som skett efter den 19 november 1992. Marginalräntan hade sänkts från 12,5 procent till 7,75 procent. Räntenedtrappningen hade skett i ett tempo som totalt sett inte äventyrat den långa räntans positiva utveckling. Det var för Riksbanken ett viktigt konstaterande. Dels betydde den långa räntan mycket för samhällsekonomin, inte minst för hushållen, men den var också en mätare på förtroendet för politiken. Den långa räntan hade fallit under hela året, några hack upp och ned ändrade inte bilden. Vid året slut låg en tioårig statsobligation på nivån 7,0 procent mot 10,25 procent den 20 november 1992. Räntedifferensen mot Tyskland hade krympt och var knappt 1,5 procentenheter för långa statsobligationer. Se figur 4.6.

Riksbanken hade skött nedtrappningen av räntan på ett sådant sätt att endast en begränsad paus hade behövt göras.



FIGUR 4.6. Ränteförändring 20/11 1992–30/12 1993

Någon kronförstärkning hade däremot inte uppnåtts efter den stora försvagningen inledningsvis. Utvecklingen var på rätt väg fram till juni men därefter vände det. Vid årets slut var kronan ca 23 procent svagare än den 19 november, innan kronan flöt. Interventionerna i valutamarknaden hade inte visat sig vara särskilt verkningsfulla.

Mot slutet av året hade en viss nedtoning av motsättningarna om penningpolitiken skett. Riksbankens relationer med kanslihuset förbättrades påtagligt då Carl B Hamilton efterträdde Olle Wästberg som statssekreterare hos Anne Wibble den 21 oktober 1993. Därmed hade Riksbanken en motpart i departementet som talade samma språk som finansministern. Linjerna blev klarare.

Bakom den lugnare debatten låg flera omständigheter. En var naturligtvis att räntan sänkts och att räntedifferensen mot Tyskland var förhållandevis liten. Den andra var att ekonomin började återhämta sig, även om den inhemska sidan fortfarande var mycket svag. En tredje omständighet var att prisstabilitetsmålets trovärdighet successivt stärkts. Vidare baserades Riksbankens politik på en tankeram som vann tilltagande förståelse. Efter det att rapporten om indikatorerna för penningpolitiken publicerats i juni 1993 och inflationsrapporten i oktober samma år fanns en bas för att bedöma penningpolitiken. Kritikerna hade svårt att bortse från den grund

som banken etablerat för sitt penningpolitiska tänkande och agerande.

Vid Riksbankens penningpolitiska seminarium den 15 december 1992 frågade flera deltagare vad som skulle hända om en norm, prisstabilitet, lanserades i ett samhälle som inte ställde upp för normen. Behovet av bred acceptans betonades av flera talare.

Ett år senare kunde vi i Riksbankens policygrupp konstatera att normen fått en inte oväsentlig förankring. Den policyram, inom vilken banken agerade, var inte ifrågasatt och därmed var ett stort steg taget. Arbetet på nästa inflationsrapport var i full gång. Mycket återstod innan normen skulle få den nödvändiga folkliga förankringen. Avgörande skulle bli om Riksbanken nådde målet eller inte. Riksbanken hade den värsta stormen om räntepolitiken bakom sig. Fullmäktige hade hållit samman liksom de gjorde under påfrestningarna i försvaret av kronan hösten 1992.

Förväntningarna om fortsatta sänkningar av Riksbankens marginalränta var fortfarande betydande vid slutet av 1993. Det avspeglades bland annat i det stora avståndet mellan marginalräntan och räntan för en tre månaders statsskuldväxel. Men diskussionen om räntepolitiken kunde föras i en lugnare atmosfär.

Budgetutvecklingen var fortfarande det helt överskuggande problemet och där fanns vid årets slut ännu ingen politisk consensus. En korrigering skulle dröja ända till dess att Göran Persson blev finansminister i oktober 1994. Först då kom den fulla omsvängningen i den socialdemokratiska sidans syn på den ekonomiska politiken, symboliserad av den nye finansministerns redan klassiska ord i budgetdebatten den 10 januari 1995: den som är satt i skuld är inte fri.

Appendix: Källmaterialet

Innehållet i denna uppsats bygger i allt väsentligt på skriftliga källor, tryckta och otryckta.

Protokollen från riksbanksfullmäktiges möten är den viktigaste källan. Där redovisas inte endast besluten utan också underlaget i form av promemorior och sammanfattningar av föredragningar. Riksbanksledningens tal är en annan källa liksom bankens pressmeddelanden. En annan typ av underlag utgör de klipp från dags- och fackpress som finns samlade i Riksbankens arkiv. De har gett bidrag till uppsatsen.

Utöver detta offentliga material har jag använt de anteckningar som fördes under den aktuella perioden av Krister Andersson och mig själv. Båda består av kortfattade noteringar avseende samtal och sammanträden och är normalt nedtecknade i omedelbar anslutning till händelserna. Mina anteckningar är inte lika frekventa som Anderssons men är utförligare. Bådas anteckningar är sakorienterade men i mina redovisas undantagsvis känslor och stämningar inför vissa situationer och människor. Endast en del av dessa återspeglas i uppsatsen.

Flera personer har bistått mig vid arbetet. Jag vill särskilt tacka Krister Andersson för att han ställt sina anteckningar till förfogande. Han har liksom några andra läst hela eller delar av uppsatsen och jag vill särskilt uppmärksamma Klas Eklund, Clas Engström, Thomas Franzén, Johan Gernandt, Lars Hörngren, Kjell Nordin och Eva Srejber. Ett särskilt tack till Claudio Carillo, Riksbankens arkiv, och Elna Slunga, Riksbankens bibliotek. Gunnar Örn, Dagens Industri, har hjälpt mig i sökandet i tidningens arkiv.

5. Utformningen av inflationsmålet och den penningpolitiska analysramen

Under 1992 var Riksbanken tvungen att vara mycket aktiv i marknaden och enorma interventioner genomfördes för att försvara den fasta växelkursen. Samtidigt förvärrades läget i den finansiella sektorn fortlöpande. I banken tänkte man hela tiden på nya åtgärder som skulle kunna öka förtroendet för den ekonomiska politiken. Den fasta växelkursen föll men kronan fanns kvar, om än mindre värd. De ekonomiska problemen var också kvar och i den miljön skulle Riksbanken ange operationellt mål för penningpolitiken och vilka indikatorer som vägledde räntepolitiken. Varför blev det flytande krona och inte ännu en devalvering? Varför blev det ett explicit inflationsmål och hur kom Riksbanken fram till 2 procent?

I detta kapitel försöker jag redogöra för hur arbetet bedrevs i banken och ge en inblick i vilka underlag som togs fram. Betydelsen av utländska förebilder och kontakter behandlas liksom reaktionerna på inflationsmålet och förankringsarbetet. Beskrivningen är långt ifrån fullständig och många av de viktiga insatser som gjordes finns inte återgivna. Förhoppningsvis får läsaren ändå en inblick i hur tänkandet utvecklades.

Riksbankens organisation av policyarbetet

Under hösten 1992 inriktades all kraft i Riksbanken på att försvara den fasta växelkursen. Det operationella arbetet leddes av Eva Srejber, chef för penning- och valutapolitiska avdelningen, PVA. Massiva interventioner och snabba räntebeslut krävde stora resur-

* Jag vill tacka Jonas Ahlander, Claes Berg, Bengt Dennis, Johan Fall, Thomas Franzén, Mats Galvenius, Bengt Hansson, Per Hedfors, Eva Srejber och Lars E.O. Svensson för värdefulla synpunkter. Författaren ansvarar dock själv för innehållet i rapporten.

ser. Som tur var hade Riksbanken i Kjell Nordin en erfaren chef för implementeringen av interventioner och räntebeslut. Medarbetare på PVA hade en viktig uppgift i att bedöma stämmningsläget på de finansiella marknaderna, och därmed den exakta tidpunkten för att genomföra en åtgärd.

Den ekonomiska avdelningen (EKO), som jag var chef för, var av utredningskaraktär. Det gällde dels konsekvenser för samhällsekonomin av tänkbara handlingsvägar, dels framtagande av material för att påvisa vad som krävdes av den samlade ekonomiska politiken för att en fast växelkurs skulle kunna upprätthållas. På avdelningen fanns ett trettiotal ekonomer. Flera hade lång erfarenhet av centralbanksarbete, andra var förhållandevis sent rekryterade. Uppemot en tredjedel var disputerade nationalekonomer. Lars Hörngren var rådgivare till riksbanksledningen men satt i anslutning till ekonomerna.

Viktig information om de finansiella marknaderna stod inte bara PVA för utan även betalningsbalansavdelningen (BBA) och finansmarknadsavdelningen. Thomas Franzén var vice riksbankschef och cheferna för PVA, EKO och BBA rapporterade till honom. Finansmarknadsavdelningen med Emil Ems som chef rapporterade till Claes Norgren, vice riksbankschef.

Inriktningen på penningpolitiken behandlades i en policygrupp på banken. Vi brukade träffas i Bengt Dennis tjänsterum. I gruppen ingick Thomas Franzén, Claes Norgren, Eva Srejber, Lars Hörngren, Robert Sparve, Kjell Nordin, Krister Andersson och Emil Ems. Ibland var även Kai Barvell med. Gruppen var informell till sin karaktär men tjänade som referensgrupp åt riksbankschefen. Bengt Dennis använde i stor utsträckning denna grupp som en beslutande direktion i penningpolitiska frågor. Endast i något undantagsfall gick Dennis emot en i övrigt enig policygrupp. Ofta tillfrågades alla om sin personliga åsikt och det var inte lönt att försöka passa. Stämningen var alltid god även under de mest pressande omständigheter.

Jag kom till Riksbanken i oktober 1991, alltså ett år innan valutastormarna övergick i orkanstyrka. Jag var under tre år tjänstledig från Internationella valutafonden (IMF). Den betydelse som en

självständig centralbank har för ett lands utveckling utgjorde en av hörnpelarna i IMF:s strategi i sitt arbete med ekonomisk politik i olika länder. Det var Thomas Franzén som rekryterade mig. Jag tog med mig den synen när jag flyttade tillbaka till Sverige. Till min stora lättnad fann jag att Sveriges Riksbank var en av de allra mest självständiga centralbankerna, trots att Riksbankslagen fortfarande var otydlig på vissa punkter. Förutsättningarna för att lyckas med utformningen av penningpolitiken var därför goda.

Thomas Franzén var en viktig aktör i Riksbanken. Han var dels vice riksbankschef med ansvar för de centrala penningpolitiska områdena, dels var, och är han en diskussionsglad person med analytisk inriktning. Hans internationella kontaktnät var omfattande och han bidrog aktivt till att nya idéer diskuterades och prövades. Han kom att spela en viktig roll när inflationsmålet utformades och implementerades. Samsynen mellan Franzén och mig var betydande men i detta kapitel redogör jag för mina erfarenheter och jag kan av förklarliga skäl inte återge alla de kontakter och ingripanden som Franzén gjorde under den här perioden. I samband med att Riksbanken fick en ny chef 1994 stod Franzén för kontinuiteten. Han argumenterade övertygande för att inflationsmålet inte skulle ändras, vare sig formellt eller tolkningsmässigt. Det skulle inte heller kompletteras med andra mål, som ett penningmängdsmål. Vi argumenterade också tillsammans kraftfullt för att räntan borde höjas i augusti 1994, ett beslut som fullmäktige tog och som troligen bidrog till att öka trovärdigheten av inflationsmålet.

Regeringen hade 1991 utsett finansminister Anne Wibble som den person i regeringen som Riksbanken skulle samråda med. Wibble var helt övertygad om värdet av en självständig centralbank och jag kommer ihåg att Bengt Dennis på ett policymöte i banken konstaterade att han önskade att alla centralbanker hade en så förstående och stödjande finansminister. Det innebar dock inte att alla Wubbles tjänstemän på finansdepartementet till fullo delade hennes uppfattning om penningpolitiken.

Ingemar Hansson var chef för den ekonomiska avdelningen på finansdepartementet. Vi var gamla kollegor från Lunds universitet och hade bl.a. arbetat tillsammans i Utgiftsskattekommittén i bör-

jan av 1980-talet. Han var bekymrad över att en snabb sanering av statsfinanserna skulle gå ut över efterfrågan. Eftersom Riksbanken ansåg att budgetsaneringen var en förutsättning för att bibehålla den fasta växelkursen, hamnade vi ofta i långa diskussioner. Det förekom att jag på internationella möten, där vi båda deltog som representanter för finansdepartementet respektive Riksbanken, gav uttryck för Riksbankens syn och avslutade mitt inlägg med att Riksbanken delade regeringens syn. Det fanns med andra ord ibland betydande skillnader mellan regeringens och tjänstemännens syn, medan Riksbankens och regeringens syn låg nära varandra.

Det fanns dock frågor där Riksbanken och regeringen hade skilda uppfattningar. I april 1992 presenterade därför Riksbanken sin syn på behovet av en omfattande budgetsanering.¹ Finansministern förde en ojämn kamp i regeringen om behovet av starkare offentliga finanser. Den socialdemokratiska oppositionen gick emot besparingsförslagen och ansåg att det var viktigare att hålla uppe efterfrågan.

En av de viktigaste uppgifterna för den ekonomiska avdelningen under sommaren/hösten 1992 var att belysa vilka krav som ställdes på den övriga ekonomiska politiken för att Riksbanken skulle ha en chans att upprätthålla den fasta växelkursen. Att peka på vilka omfattande åtgärder som behövdes var också ett sätt för Riksbanken att få veta om politikerna var villiga att fullfölja så omfattande åtaganden som krävdes för att det skulle vara möjligt att upprätthålla den fasta växelkursen.

Inför partiledardiskussionerna skrev jag den 16 september ett underlag för Bengt Dennis. Riksbankens beräkningar visade att ungefär hälften av budgetunderskottet var strukturellt och skulle alltså inte med automatik försvinna i en kommande högkonjunktur.² Därför behövdes omgående åtgärder. Promemorian pekade på

1. Den slutliga versionen presenterades som »Budgetunderskottet och finanspolitikens inriktning«, Andersson (1992a).

2. Analysen baserades på den metod som Internationella Valutafonden utarbetat. Jag hade använt den metoden vid analys av budgetutvecklingen i ett antal länder. Metoden finns publicerad i »A Review of the Fiscal Impulse Measure«, av Peter S. Heller m.fl. (1986).

»stora negativa effekter för hushåll och företag« om Riksbanken ensam måste vidta åtgärder för att upprätthålla den fasta växelkursen. »De höga räntorna hotar dessutom att undergräva stabiliteten i det finansiella systemet.« Åtgärder på tiotals miljarder var vad Riksbanken ansåg nödvändiga. Detta omsattes till 40–45 miljarder kronor, dvs. motsvarande 3 procent av BNP.

I samband med krispaketet var jag inkallad till Rosenbad för att förtydliga Riksbankens syn. Det politiska systemet svarade på valutastormarna med två gemensamma krispaket. Det första kom den 20 september, det andra den 30 september. Det tredje gemensamma krispaketet misslyckades och kronan föll.

Under hösten blev samarbetet med finansministern allt djupare. Ekonomiska avdelningen på Riksbanken hjälpte ibland till med att ta fram underlag och kontrollera siffror åt regeringen. Finansministern baserade t.ex. sin analys av Sveriges konkurrenskraft på Riksbankens material snarare än sitt eget departements. Det var inte något jag eller Riksbanken önskade och jag vet inte orsakerna till det nära samarbetet med Riksbanken.

Förberedelser inför flytande krona

Analysen i Riksbanken inriktades på att tydliggöra vad som krävdes av den ekonomiska politiken för att den fasta växelkursen skulle kunna upprätthållas. Dessutom genomfördes penningpolitiska åtgärder på ett sådant sätt att bästa möjliga förtroendeeffekt skulle uppstå för den fasta växelkursen i marknaden och samhället i stort. Det fanns en övertygelse i banken att konsekvenserna av att ännu en gång devalvera kronan skulle bli kostsamma. Kostnaderna bestod dels av bristande förtroende framgent men framför allt av den inflationsuppgång en devalvering eller depreciering skulle medföra. Det skulle innebära kostnader för att ånyo bringa ned inflationsförväntningarna och därmed på sikt inflationen. Arbetslösheten skulle kunna bita sig fast på en hög nivå samtidigt som inflationsförväntningarna endast långsamt åter skulle komma ner till den nivå kring 2 procent som redan uppnåtts. Därmed skulle räntenivån förbli hög, med negativa effekter för investeringar och

tillväxt. En ny löne- och prisspiral skulle i värsta fall kunna uppstå.

Med en historia av återkommande devalveringar för att återställa konkurrenskraften var det få på Riksbanken som ville utreda alternativ som än en gång skulle innebära att värdet på svenska arbetsinsatser skulle skrivas ner. Den vägen hade lett till försämrat välstånd för befolkningen jämfört med välståndsutvecklingen hos de industriländer som valt att värna prisstabiliteten och upprätthålla valutans värde.

Men det hindrade inte att det fördes diskussioner om alternativa arrangemang för valutakursen. Någon gång under våren 1992 satt jag och Thomas Franzén och talade om Kanadas erfarenheter med inflationsmål. Under mina IMF-besök i Kanada hade den kanadensiske centralbankschefen John Crow (som för övrigt varit chef på den enhet på valutafonden där jag arbetade) sagt att en flytande valuta var att föredra för små öppna ekonomier. Det var genom valutakursändringar till följd av en ränteändring som penningpolitiken kunde »bita«. Räntepolitiken ändrade helt karaktär i en penningpolitisk regim med flytande valuta men syftet var fortsatt det samma, prisstabilitet.³

Kanada hade liksom Sverige en stor granne söderut. Varför hade dessa länder hamnat på så olika strategier? Svaret var inte alls givet men vi spekulerade om att den svenska lönesättningen i kombination med att de svenska företagen vände sig till staten för hjälp med att återställa konkurrenskraften var viktiga anledningar. Den svenska förhandlingsekonomi var för djupt rotad för att en flytande valuta skulle vara tänkbar för Sveriges del.

Kanada hade slagit in på sin linje som ett led i att stabilisera ekonomin och sanera statsfinanserna. Dessutom var konkurrensfrågorna viktiga och den amerikanska synen på vikten av fri konkurrens medförde att riskerna med prisuppgångar till följd av bristande konkurrens var små. Även i detta avseende skilde sig länderna märkbart åt. Vi var överens om att ett valutasystem med inflations-

3. Mellan 1976 och 1981 använde sig Bank of Canada av ett explicit penningmängdsmått (M1). Det övergavs p.g.a. instabila samband mellan penningmängden och inflationsutvecklingen. John Crow brukade skämtsamt säga att »We did not abandon monetary aggregates, they abandoned us«.

mål och flytande valuta förutsatte en välutvecklad marknadsekonomi. Sverige hade en lång väg att gå. Inte minst bostadsmarknaden var ett tydligt exempel på detta.⁴

I takt med alla attacker på kronan blev det nödvändigt att också börja fundera på olika alternativ. Eftersom hela Riksbanken var så inriktad på att upprätthålla den fasta växelkursen var det med stor tveksamhet som jag gav Christian Nilsson och Jonny Nilsson, två av ekonomerna i utredargruppen, uppdraget att utreda om det fanns andra ankare för kronan ifall Riksbanken skulle tvingas släppa kronan. Franzén och jag var oroliga för att det skulle kunna uppfattas som att bankens ledning egentligen inte längre trodde på den fasta växelkursen. Nilsson och Nilsson kom med ett första utkast i månadsskiftet augusti/september 1992. I sin rapport pekade de bl.a. på följande:

Mot en penningpolitik baserad på strikta regler talar att detta alternativ innebär att centralbanken inte kan ta hänsyn till vilken typ av störning som drabbar ekonomin. [...] Svårigheten är dock att konstruera en flexibel regel som undanröjer de privata aktörernas misstankar om »surprise inflation«, samtidigt som de minimerar de negativa effekterna av olika exogena störningar som ekonomin drabbas av.

Innebörden i slutsatsen var att det behövdes en regel som var tillräckligt flexibel för att klara de störningar som ekonomin kan drabbas av, utan att för den skull skicka signalen att det fanns en risk för att en ekonomisk politik skulle kunna urholka värdet av besparingar. Tre intermediära mål redovisas i promemorian. Dessa var penningmängd, nominell ränta och nominell BNP. I diskussionen om nominell BNP som intermediärt mål kommer de in på att centralbanken borde ange direkta mål som inflationstakten. De avslutar sin rapport med följande slutsats:

4. Eftersom Riksbanken under lång tid varit en del av systemet med att möjliggöra billig finansiering av bostäder var synpunkter om bostadsmarknaden fortfarande känsliga. När jag vid ett policymöte sa att bostadsmarknaden var inget annat än en marknad som alla andra blev det helt tyst. Jag frågade Franzén efter mötet om jag sagt något olämpligt. Det tyckte han inte men sa »ingen har sagt det så rakt på sak förut på ett policymöte«.

En tentativ slutsats baserad på nuvarande insikter är att det förefaller att vara en vanskelig uppgift att ange intermediära mål för (något mått på) penningmängd. Att ange mål för förändring i nominella BNP verkar vara en mer lovande möjlighet.

I denna slutsats låg en tanke om ett inflationsmål, även om det uttrycktes i termer av nominell BNP-tillväxt. Rapporten färdigställdes den 2 november 1992.

Den 11 september 1992 låg det på min stol en maskinskriven lapp från Bengt Dennis. På denna stod det:

Uppenbart orealistisk kronkurs, säger en tysk tidning om vår valuta.

Vad svarar vi på den senaste tidens ofta upprepade påståenden att kronan är övervärderad och att det finns sakliga skäl för en devalvering?

Jag tror att det snart är dags att se på våra fundamentals och att sprida kunskap om dem i världen – eller vad säger Du?

Om Du delar min syn – kan ekonomiska avdelningen ta fram fakta och presentationslinje att följa?

Bengt Dennis

1992 09 11

Jonas Ahlander, Bengt Hansson och Alexander Nilson var alla djupt engagerade i arbetet att bedöma den svenska konkurrenskraften. I en promemoria daterad 22 september 1992 skriver Jonas Ahlander:

- ♦ Sveriges konkurrenskraft har successivt försämrats sedan mitten av 1980-talet (7,5% högre relativa exportpriser, 11–23% högre arbetskraftskostnader per producerad enhet, 1985–1990).
- ♦ Utvecklingen under det senaste året visar att trenden med försämrad konkurrenskraft har brutits och att en intern anpassning av konkurrenskraften i förhållande till våra viktigaste konkurrentländer har inletts.

- ♦ Det är framför allt utvecklingen av produktiviteten inom näringslivet, liksom pris- och kostnadsutvecklingen som pekar i rätt riktning. Redan nästa år förväntas den svenska exporten öka med 3 % i volym bl.a. som ett resultat av denna utveckling.
- ♦ Under 1992 och 1993 beräknas de svenska relativa exportpriserna sänkas med sammantaget drygt 1 % och de relativa arbetskraftskostnaderna med mer än 3 %. Det innebär att de relativa exportpriserna då kommer att vara 4 % lägre än 1980 och 11 % högre än 1983. De relativa arbetskraftskostnaderna per producerad enhet kommer på motsvarande sätt att vara 17 % lägre än 1980 och 12 % högre än 1983.
- ♦ För att helt återställa Sveriges internationella konkurrenskraft krävs en utveckling under en följd av år, som innebär såväl en lägre inflation som en mer dämpad kostnadsutveckling, jämfört med våra viktigaste konkurrentländer på världsmarknaden.

Rapporten befäste bilden av att det fanns ett betydande kostnads-gap i den svenska ekonomin. Det uppgavs uppgå till dryga 10 procent. Genom en högre produktivetsutveckling, delvis till följd av ett upprätthållande av den fasta växelkursen, skulle det vara möjligt att komma till rätta med den bristande konkurrenskraften. Alternativet, en nedskrivning av kronan, riskerade leda till lägre produktivitetstillväxt och en oförmånlig löne- och prisutveckling. I den europeiska diskussionen hade i stort sett samtliga länder vänt ryggen till en politik som försökte lösa problemen med devalveringar eller en försvagad växelkurs. Franzén fäste stor vikt vid detta och det gjorde vi alla på Riksbanken.

I efterhand kan man konstatera att farhågorna var berättigade eftersom den ekonomiska utvecklingen under 1990-talet efter det att kronan började flyta endast har resulterat i en tillväxttakt i nivå med eller oväsentligt över tillväxttakten i länder som inte försvagade sina valutor. Kraven på strukturreformer har minskat till följd av att tillväxt på kort sikt kunde erhållas genom deprecieringen. En

lägre värderad krona innebär emellertid att värdet av arbetskraftsinsatserna är lägre, uttryckt i utländsk valuta. Sverige har därför inte lyckats förbättra sin relativa position i OECD:s välståndsliga utan ligger kvar på en 17:e plats.

Slutsatsen av analysarbetet hösten 1992 var att Sverige hade ett allvarligt konkurrensproblem men att det i första hand borde hanteras genom att upprätthålla den fasta växelkursen. Dessutom bedömdes möjligheterna att få en sanering av statsfinanserna som större om kronan inte släpptes. Vilket ansvar skulle politikerna ta om kronan flöt? Det var ju svårt nog med en fast kronkurs.

Avgörande för upprätthållandet av den fasta växelkursen var dock politikernas vilja och ambition att vidta nödvändiga åtgärder för att få en konsistent ekonomisk politik. Det visade sig finnas bred uppslutning kring den fasta växelkursen. De två första krispaketen var tydliga tecken på detta.

Borde kronan knytas till D-marken?

Frågan om varför det blev en flytande krona och inte ännu en devalvering den 19 november har inte diskuterats nämnvärt. En viktig pusselbit till varför det inte blev någon diskussion om att låta kronan flyta kan vara det arbete som just hade avslutats inom Riksbanken.

Under hösten 1992 fördes en intern strategisk penningpolitisk diskussion i Riksbanken. Tankeramen var fortsatt fast växelkurs. Mycket av detta arbete kunde senare ha blivit en plattform för en ny fastkurspolitik efter det att kronan börjat flyta och en ny strategi måst utvecklas.

Ett alternativ till ecu-korgen skulle kunna vara att knyta kronan till D-marken. Den 17 maj 1991 hade kronan knutits till ecun.⁵ Detta var en markering av att Sverige ville delta i det monetära sam-

5. Kronan kopplades inte mot samtliga EG-valutor utan mot en valutakorg av samtliga EG-valutor, dvs. som den gamla valutakorgen fast utan dollarn. I fullmäktiges protokoll ges bakgrunden till beslutet, Dennis (1998). Eva Srejber har berättat för mig att knytningen av kronan till ecun sågs inom Riksbanken som en logisk konsekvens av att regeringen angett intentionen att ansöka om svenskt EU-medlemskap.

arbete som bedrevs mellan unionens medlemsländer och i den process mot stabila priser som pågått inom EMS under 1980-talet. Det betraktades också som en än starkare betoning av vår vilja att få ned den svenska inflationstakten.

Under hösten 1992 framstod det alltmer klart att pundet och liran inte skulle komma att delta fullt ut i den monetära processen. En fortsatt koppling till ecun skulle därför kunna medföra en ökad riskpremie för krondepreciering gentemot hårdvalutablocket inom unionen, framför allt mot den tyska marken. I en promemoria daterad 22 oktober 1992 skriver Lars Hörngren:

En snävare koppling skulle dessutom vara en ytterligare demonstration av Sveriges vilja att göra kronan till en hårdvaluta, med ett ökat förtroende för vårt inflationsmål som följd. Att hålla en fast växelkurs mot en korgvaluta där de ingående valutornas relativa värde förändras kan visserligen leda till kortsiktiga vinster med avseende på konkurrenskraft men risken är att incitamenten att fortsätta förändringen av löne- och prisbildningen försvagas.

Hörngren påpekade också riskerna med en D-marxskoppling. Den höga svenska kostnadsnivån och ofördelaktiga budgetutvecklingen skulle kunna leda till omfattande spekulation mot kronan och i värsta fall skulle Riksbanken tämligen omgående tvingas släppa kronan fri.

Hörngren avslutar sin promemoria med följande:

Till sist, liknelser från sjölivet har ju blivit populära på senare tid. Med tanke på att vi närmar oss den kallare årstiden tycker vi att det är lämpligt att jämföra den ovan beskrivna val-situationen med de problem som kan uppstå vid isjumpning.

Vad ska Moder Svea göra om det isflak hon står på får en spricka som förefaller att kunna vidgas? Vårt råd är att hon inte bör ställa sig med en fot på vardera sidan om sprickan i förhoppningen att den ska frysa till igen. Hon bör istället förflytta sig till den kraftigare delen av isflaket, och dessutom placera sig en bra bit ifrån sprickan så att hon inte riskerar att

ramla av om sprickan plötsligt skulle vidgas. En plats nära mitten av den kraftigare delen av isflaket förefaller vara en säker plats, oavsett vad som händer med sprickan.

Ett första utkast till denna promemoria fanns redan den 30 september. Den var på bara 3 sidor. Där varnade Hörngren för ett byte och avslutade denna PM med »Dock kvarstår att det finns risker i att i ett så pass instabilt läge som det nuvarande – både nationellt och internationellt – byta växelkursregim. Ska vi tro att 'Lyckan står den djärve bi?'«.

Mot slutet av oktober utarbetades emellertid ett utkast till pressmeddelande. Där pekas på det faktum att en fast kurs mot ecun inte längre garanterar att kronans kurs mot t.ex. D-marken och den danska kronan är stabil. Genom D-marksanknytningen kommer kronan att framgent utvecklas som om Sverige medverkade i ERM.

Lars E. O. Svensson hade i ett brev daterat den 26 oktober 1992⁶ framfört att marknadsaktörerna fann skillnaden mellan teoretisk, officiell och privat ecu förvirrande. Spreaden mellan den teoretiska och privata ecun riskerade dessutom att öka. En knytning till en enda valuta är enklare för både Riksbank och marknadsaktörer. För att förhindra att fransmännen skulle reagera negativt på en knytning till endast en valuta, D-marken, skulle kronan officiellt skugga ERM-systemet, dvs. ha ERM:s band gentemot varje ingående ERM-valuta. Vid riktvärdesjusteringar i ERM skulle Sverige alltid följa marken.

Den 9 november hade Bengt Dennis samtal med den tyske centralbankschefen Helmut Schlesinger i Basel. Dennis avrapporterade mötet med en PM:

På frågan om Helmut Schlesinger såg en möjlighet till en snar öppning för tredje land att på något sätt knyta sig till ERM blev svaret nekande. EMS/ERM har många problem att ta hand om, systemet har inte den stabilitet som erfordras för att kunna ta emot tredje länder.

6. Varför bör kronan knytas till D-marken istället för till ecun?

Hur såg HS på alternativet att knyta kronan till en korg av valutor bestående av den hårda kärnan inom ERM? Eller enbart en knytning till DEM? HS erinrade om Bundesbanks inställning redan i maj 1991; bättre med en DEM-koppling än en ecu-koppling. Bundesbank hade samma uppfattning i dag och HS såg inga problem förenade med det. Han konstaterade att samarbetet kring interventioner förlöpte bättre mellan Riksbanken och Bundesbank.

HS avslutade med att säga: vilket alternativ Riksbanken än väljer så är det inget farligt beslut.

Jag ser tillbaka på diskussionen om en eventuell D-marksanknytning som ett uttryck för att den gamla tanken från 1982 åter tagits upp. En knytning till en valuta med erkänt god inflationshistoria ger bättre ankare än en valutakorg. Riksbanken kände stort ansvar i att säkerställa att den uppnådda lägre inflationen kunde bevaras och ville på alla sätt bidra till att det politiska systemets ambitioner att bevara den fasta växelkursen som ett intermediärt mål för att uppnå och bibehålla prisstabilitet. Något interventionsstöd från andra centralbanker var det inte tal om vare sig med ecu-koppling eller med D-marskoppling, pengarna till det fick Sverige ordna via sin egen valuta-reserv och via lån. Däremot fick Riksbankens medarbetare dagligen verbalt stöd från sina centralbankskollegor, främst i Europa.

Det förekom dock kritik från andra centralbanker för att Riksbankens interventioner skapade störningar och spänningar i valutamarknaden. Andra länders valutor utgjorde ju »det andra benet« i transaktionerna.⁷

Vid den Monetära kommitténs sammanträde den 16 november 1992 blev Sverige föremål för en längre diskussion. Trichet var ordförande i kommittén. Sveriges önskemål sedan flera månader tillbaka om att få en närmare relation till EMS togs upp. Under diskussionen togs också upp »huruvida Sverige övervägde att lämna

7. Riksbanken hävdade hela tiden att så länge som vi inte var med i ERM så gällde inte förhandsbesked med tillstånd att använda annan centralbanks valuta.

ecu-kopplingen till förmån för en DM-koppling«. ⁸ De stora valutaflödena återopades som skäl mot att låta Riksbanken ingå ett närmare samarbete. Det var paradoxalt nog exakt den situationen som låg bakom Riksbankens önskan om ett närmare samarbete. Inte heller denna gång gick det att få stöd för en EMS-samverkan.

Kanske kom detta nedslående besked, bara dagarna innan kronan började flyta, att slutligt sätta stopp för alla tankar på en koppling till D-marken, även efter den 19 november. ⁹

Det blev så vitt jag kommer ihåg få, om ens några, diskussioner under eller efter den 19 november om att devalvera kronan. Om det berodde på att frågan redan var genomarbetad och därför inte behövde utredas eller om fast kurs helt enkelt ansågs som omöjlig, vet jag inte med säkerhet. Jag skulle tro att devalveringsalternativet aldrig kom upp eftersom Riksbanken ansåg att försvaret av en ny fast kurs inte skulle vara trovärdigt. Lindbeck-kommissionen kommenterade dock frågan och Bengt Dennis berörde den i ett tal i Bergen i början av mars 1993 (se nedan). Såväl Riksbanken som regeringen uttalade emellertid att avsikten var att återgå till fast växelkurs så snart omständigheterna medgav.

Den 19 november

Som vanligt var det arbete för många till sent på natten i Riksbanken. Jag kom hem någon gång mellan 01.00 och 02.00 natten till den 19 november. ¹⁰ Strax efter 06.00 ringde Anne Wibble till min bostad. Jag hade redan åkt till jobbet och det var min hustru, Felice Marlor, som svarade. Wibble hade med trött röst sagt att det

8. Anders Calmfors skickade den 17 november fax om detta från Sveriges delegation vid de europeiska gemenskaperna i Bryssel.

9. I Dennis (1998) finns en redogörelse för kontakterna med ordföranden i EG:s Monetära kommitté, Jean-Claude Trichet. Trichet ansåg vid ett besök i Stockholm den 6 oktober att Sverige borde delta i ERM-samarbetet. Den 17 november enades fullmäktige om att ta en diskussion om en koppling till D-marken nästa dag. Så blev det dock inte och diskussionen sköts till den 19 november och då ingen uppgörelse om ett tredje krispaket förelåg på morgonen denna dag »förföll hela tanken på en koppling av kronan till D-marken« skriver Bengt Dennis på s. 283.

inte blev något gemensamt tredje krispaket med socialdemokraterna. Jag fick beskedet av min hustru per telefon samtidigt som jag klev in på mitt kontor. Jag insåg att tiden med fast växelkurs var över.

Fullmäktige hade sammanträde i huset. Av Thomas Franzén fick jag i uppdrag att börja skriva på ett pressmeddelande om att kronan släppts och jag lämnade sammanträdet.

Plötsligt dök Franzén upp på mitt kontor. Han skulle hålla ett lunchtal för ett 30-tal amerikanska investerare. Han sa kortfattat: Jag kan inte gå. Du måste gå annars inser de hur illa vi ligger till.

I samband med att kronan släpptes måste ett nytt ränteläge etableras. Franzén antog att höjningen till 20 procent skulle tas tillbaka och att räntan skulle hamna på 11,5 procent, dvs. samma nivå som före höjningen. Jag argumenterade dock starkt för att räntan borde sättas högre, t.ex. 12,5 procent, för att markera att vi inte släppt prisstabiliteten som norm och att vi inte accepterade ett hur stort kronfall som helst. Franzén nappade på idén och tyckte att det kunde vara det tydligaste sättet att kommunicera att det överordnade målet var oförändrat och att endast medlen att uppnå det hade ändrats. Han gick tillbaka till fullmäktige för att diskutera frågan.

Jag samlade ihop några OH-bilder och gav mig iväg för att hålla lunchtalet. Temat var hur värdefullt det är för ett litet handelsberoende land som Sverige att ha fast valutakurs. Jag kunde inte se några som helst skäl att överväga alternativ. Tvärtom, framgångarna hade varit betydande och sedan något år såg vi hur väl produktiviteten utvecklades och inflationsförväntningarna kom ner på en gynnsam nivå.

En av mötesdeltagarna kom upp efter talet och beklagade att han

10. Det blev många taxiresor under den här tiden. Vid ett tillfälle hade jag inga kontanter på mig och frågade chauffören om det gick bra att betala med kort. Han svarade javisst, bara det inte är ett kort från någon bank; vi accepterar inte kort som är utställda till anställda på banker. Jag sa att det står Riksbanken på mitt bankkort. Jag fick då svaret att kortet inte kunde accepteras. Jag försökte förklara skillnaden mellan affärsbanker och centralbanken, dock helt utan framgång. Jag blev tvungen att springa upp i min lägenhet och hämta kontanter.

valutasäkrat sig. Han hade misstrott Sveriges vilja och möjlighet att upprätthålla den fasta kronan. Han insåg nu hur onödigt det var att betala för kurssäkringen.

Jag höll med. Jag tänkte på den situation där Riksbanken höjde styrräntan till 4 000 procent. Ett beslut som inte trädde i kraft eftersom valutaflödena helt plötsligt vände, utan något synligt skäl. Det kunde hända igen och därför var det viktigt att trovärdigt värna den fasta växelkursen.

Jag tog taxi tillbaka till Riksbanken. Var tillbaka strax efter 14.00. Peter Stenkula (sedermera chef för finansmarknadsavdelningen på Riksbanken) ringde mig och frågade hur det egentligen stod till. Jag sa att läget var pressat men det var inget nytt. Under samtalets gång släpptes kronan och jag kunde meddela honom att kronan flöt. Klockan var 14.28 och samtalet avslutades omedelbart.

Det var alldeles tyst i Riksbanken. Jag reste mig och började leta efter telefonnumret till Bill White, vice riksbankschef i Kanada. Arbetsdagen skulle just börja på Bank of Canada och jag bestämde mig för att ringa Bill. Jag nådde honom och förklarade vad som hänt. Han beklagade men sa samtidigt att det går att bedriva penningpolitik med rörlig växelkurs också. Vi talade om hur man gått till väga i Kanada för att introducera inflationsmålet. Han betonade vikten av att det skedde i samförstånd med regeringen så att chanserna för att marknadsaktörerna skulle tro på målet, skulle öka. Jag sa att vi behöver er hjälp. Vi klarar inte detta på egen hand. Har du möjlighet att hjälpa oss? Svaret var snabbt och tveklöst. Sure, no problem. Den 9 december kom White till Stockholm. Thomas Franzén bjöd in Anne Wibble till lunch i Riksbanken och vi diskuterade vad som krävdes av ett svenskt inflationsmål.

Bill lovade att omgående faxa över relevanta dokument och studier som gjorts i Ottawa inför deras introducering av inflationsmålet. En del av materialet hade jag redan på mitt kontor eftersom jag tagit med mig dokumenten från IMF i Washington, D.C. På kvällen den 19 november kom de första dokumenten på min hemfax. Vi fick nu del av interna promemorior som skrivits på den kanadensiska centralbanken.

Innan dagen var slut hade jag skrivit ner knappt en sida om Penningpolitik med en rörlig växelkurs.

Den fasta växelkursen var ett uttryck för behovet av normer i den ekonomiska politiken. Den tydliggjorde anti-inflationspolitiken och gav uttryck för värdet av en låg inflationstakt. Den fasta växelkursen var ett medel för att uppnå prisstabilitet.

Det finns även andra medel. [...] Med en rörlig växelkurs ändras förutsättningarna för penningpolitiken. Målet är dock det samma – prisstabilitet. [...]

För att bedöma utformningen av penningpolitiken kommer vi att studera en hel rad olika indikatorer, såsom inflations-takt, kapacitetsutnyttjande, löneavtal, penningmängd etc. etc. Det ställer stora krav på information och analys. Vi har den kapacitet på Riksbanken som krävs för att kunna bedriva en effektiv penningpolitik.

Jag föreställer mig att vi under en relativt lång tid kommer att använda oss av en rörlig växelkurs. Hur lång den tiden blir vill jag inte idag gå in på. Det är betydelsefullt för Sverige att vi får en ekonomisk utveckling som möjliggör att vi åter kan gå in i ett organiserat europeiskt samarbete.

Texten överlämnades till Bengt Dennis och Thomas Franzén som ett underlag inför kommande frågor om penningpolitikens utformning.

Arbetet på avdelningen resulterade denna dag i flera nya PM. Jonas Ahlander skrev en PM om »Utsikterna för Sveriges internationella konkurrenskraft« samt en annan PM om »Effekter på den svenska ekonomins anpassning av en svagare europeisk utveckling«. Maude Svensson skrev om »Effekter av de finanspolitiska paketen« och Karin Stillerud om »Icke-finansiella företags finansiella ställning«. Kurt Gustavsson å sin sida berörde Moody's nedgradering av Sverige. Det skedde i rapporten »Förklaring till prognosmissar« där han jämförde KI:s höstprognos 1991, »som torde ha varit aktuell då Moody's besökte Sverige förra hösten«, med utfallet. Han rapporterade vidare att »Underskottet i den offentliga

sektorns finansiella sparande väntas komma att uppgå till 112 miljarder kronor enligt finansdepartementets oktoberprognos. I januari räknade finansdepartementet med ett underskott på blott 17 miljarder.«

Det var ingalunda en paralyserad avdelning som bevittnade kronförsvaret och kronans fall. Tvärtom, alla arbetade extremt mycket och gjorde vad de kunde för att Riksbankens ledning skulle ha så fullgod information om det ekonomiska läget som möjligt. Det skulle visa sig bli om något än mera viktigt när kronan nu flöt.

Efter kronfallet – synen på ekonomin och internationella kontakter

Efter kronfallet hamnade fokus på analys av inflationsindikatorer och mindre på öppna marknadsoperationer. Kontakterna med de ekonomiska avdelningarna på olika centralbanker var synnerligen goda. Det gällde kanske framför allt Bank of England men även Bundesbank, Banque de France och Banca d'Italia. Vi träffades regelbundet på olika BIS-möten samt möten på OECD. I Economic Policy Committee i OECD var samsynen mellan centralbankerna ofta i det närmaste total. Det var dock inte någon exklusiv klubb utan även representanter från några finansdepartement deltog aktivt i informella möten. Det gällde inte minst den finska delegationen där finansdepartementet genom Sixten Korkman och centralbanken genom Johnny Åkerholm företrädde en stabilitetsorienterad ekonomisk politik.

Även kontakterna med FED var goda och det förekom ofta telefonkontakter. Under 1993 utvecklades samarbetet med flera centralbanker. Det gällde inte minst Bank of England med Mervyn King (som senare deltog vid en presentation av en av de första inflationsrapporterna i Sverige). Samarbetet med den spanska centralbanken kändes också givande. Här spelade åter BIS en mycket central roll genom att möjliggöra informella diskussioner i känsliga frågor.

Kontakter med Bank of Canada

Nya kontakter togs med Bank of Canada på måndagen den 23 november. De lovade att skicka en delegation så snabbt som möjligt för att hjälpa oss med hur indikatorarbetet bör bedrivas under rörlig växelkurs. Inom kort anlände en grupp som tillbringade en dryg vecka med ekonomerna på Riksbanken. I Kanada hade man redan viss erfarenhet om vilka indikatorer som var speciellt värdefulla och hur utvecklingen av dessa borde tolkas för att uppnå och bibehålla prisstabilitet. På den kanadensiska centralbanken spelade en mycket omfattande modell en central roll i diskussionerna av penningpolitiken. Modellen (som kallades QPM) hade utvecklats sedan 1970-talet och vi erbjöds att ta del av den fullt ut. Det var ett oerhört generöst erbjudande som vi naturligtvis tackade ja till.

Skillnaderna mellan våra ekonomier var visserligen stora, men vi delade bl.a. exportens viktiga betydelse för ekonomin. Vi hade dessutom likartade importandelar i investeringsefterfrågan och en förhållandevis likartad omfattning av offentlig verksamhet. Den största skillnaden låg nog i arbetsmarknadens funktionssätt.

Med modellen gjordes kvartalsvis makroekonomiska prognoser. Två gånger per år gjordes en femårsprognos och mellanliggande kvartal uppdaterades den tvååriga prognosen. Modellen var till skillnad från nästan alla andra makromodeller »forward looking«. ¹¹

Riksbanken påbörjade nu ett arbete med QPM-modellen som kom att vara i många år. En lika central roll som i Kanada har dock modellen aldrig kommit att spela i Sverige.

Den 25 november faxade Bill White över ett utkast till Thomas Franzén om valutakursens betydelse i kanadensisk penningpolitik. ¹² Rapporten förespråkade en inflationsmålsbaserad penningpo-

11. Under min tid på IMF hade jag kommit i nära kontakt med INTERMOD som också var forward looking. Även denna modell hade i huvudsak utvecklats av kanadensiska ekonomer.

12. The Role of the Exchange Rate in Canadian Monetary Policy, baserat på en presentation vid Joint Vienna Institute 6 november 1992. Rapporten delgavs Bengt Dennis, Claes Norgren, Lars Hörngren, Emil Ems, Krister Andersson, Eva Srejber, Kjell Nordin och Yngve Lindh.

litik med rörlig växelkurs för en liten öppen ekonomi med stora lätttråliga internationella kapitalflöden och redogjorde för den kanadensiska centralbankens syn på transmissionsmekanismen. För flera i policygruppen var det troligen första gången som man fick en så detaljerad redogörelse för hur den kanadensiska penningpolitiken bedrevs med ett explicit inflationsmål.

De följande veckorna hade jag täta kontakter med David Longworth och Pierre Duguay. De hade skrivit flera av de interna underlagsrapporterna inför Kanadas införande av inflationsmålet den 26 februari 1991.

Under våren 1993 skickade Bank of Canada vid flera tillfällen Bob Tetlow för att hjälpa utredargruppen på den ekonomiska avdelningen med att utveckla och anpassa den kanadensiska modellen (QPM) till svenska förhållanden. Yngve Lindh hade huvudansvaret från svensk sida i dessa kontakter.

Den svenska versionen av modellen kallas Rixmod och används numera regelbundet på Riksbanken, bl.a. för simuleringar av olika penningpolitiska scenarier.¹³

IMF bekymrade

Under hösten 1992 var kontakterna med IMF täta och regelbundna. En fråga som ställdes till IMF var hur stort ett svenskt budgetsaneringspaket skulle behöva vara för att inge förtroende på de finansiella marknaderna. När den fasta kronan inte längre kunde upprätthållas var det naturligt att diskutera med IMF hur de såg på situationen. Desmond Lachman från IMF hade varit i Sverige och etablerat goda kontakter med många i Riksbanken.¹⁴

Torsdagen den 19 november talade jag med Lachman på IMF. Jag berättade vad som hänt och förhörde mig om hur IMF såg på att

13. Se Nilsson (2002).

14. Trots att vi tyckte att vi kände varandra väl inträffade en del misstag. Under ett av hans besök i Stockholm bjöd Riksbanken på lunch på värdshuset i Vaxholm. Resan dit var med båt. Vi visste inte att Lachman lätt blev sjösjuk. Vi visste inte heller att han var rädd för höjder – vi bjöd på middag på restaurang Gondolen. Lachman avböjde det fönsterbord vi erbjöd.

besöka Stockholm. Lachman sa utan att tveka att om det kom ett fax med begäran om en »staff visit« skulle han kunna vara i Stockholm på måndagen. Så blev det och det var andra gången som jag ringt IMF på en torsdag och påföljande måndag var de på plats i Stockholm.

Vi förde diskussioner under den veckan om möjligheterna att utnyttja fondens erfarenheter av Inflation Targeting. Det var förhållandevis få av IMF:s medlemsländer som hade en utvecklad strategi för penningpolitik med uttalade inflationsmål. Mycket av diskussionerna kom istället att handla om i vilken takt räntorna kunde och borde sänkas. Desmond Lachman överlämnade ett statement den 28 november, då delegationen åkte tillbaka till Washington, D.C. Detta uttalande skulle senare visa sig vara viktigt i diskussionerna om den kortsiktiga penningpolitiska inriktningen, men det var inte den mera långsiktiga hjälp som Riksbanken framför allt behövde.

Inriktningen på den ekonomiska politiken efter kronans fall föranledde Riksbanken att den 1 december sända över en PM till finansministern. I media började redan debattörer hävda att det nu inte längre fanns några krav på den ekonomiska politiken. Jag hade ansvaret för att skriva denna promemoria, som dock i första hand inte alls riktade sig till finansministern utan avsåg att bemöta de argument som framfördes mot en stabilitetsorienterad politik. Se appendix 5.1.

I ett tal i riksdagen den 3 december redogjorde finansministern för ett Program för Prisstabilisering. Hon slog fast att: »Även om förutsättningarna för den ekonomiska politiken har förändrats, så är de grundläggande ekonomiska problemen desamma. [...] Också målen kvarstår. Vi skall återupprätta Sverige som tillväxt- och företagarnation.«

Finansministern fortsatte med att inflationsbekämpningen måste överordnas andra ambitioner och krav. »Vi måste nu förhindra att deprecieringen leder in oss i en inflationsspiral av kompensationskrav, nya kostnadsökningar och ännu mer inflation.«

I sitt fempunktsprogram hade hon som femte punkt: »Vi skall så småningom tillbaka till en fast växelkurs. Den ger större stabilitet

för alla export- och importföretag och skapar större säkerhet för dem som skall investera i Sverige.«

För Riksbanken var det viktigaste i talet kanske uttalandet att

En flytande krona innebär inte automatiskt lägre räntor. Inflationförväntningarna kan tillta och då stiger den långa räntan. Och eftersom det är den långa räntan som är viktig både för företagets investeringar och hushållens bostadslån vore alls ingenting vunnet med detta.

Den socialdemokratiska oppositionen var av en annan uppfattning. De såg nu en möjlighet att öka efterfrågan och bry sig mindre om saneringen av rikets finanser. Men inte ens regeringspartierna stod enade bakom Wibble. Det kom allt fler uttalanden som förespråkade en drastisk räntesänkning. Kronan fick väl falla och de långa räntorna skulle väl ändå så småningom komma ned, resonerade man.

Dessa inhemska diskussioner nådde även IMF. Chefen för European I Department, Massimo Russo, såg sig därför föranlåten att kl. 17 den 23 december faxa Bengt Dennis i frågan om penningpolitikens utformning.

I sitt fax understryker Russo att den bedömning som Lachman lämnat i Stockholm den 28 november står fast. Givet den bekymmersamma ekonomiska utvecklingen säger han:

In these circumstances, it is precisely a policy of fiscal consolidation coupled with significantly lower interest rates that would be the preferred way to stimulate the domestic economy. However, significant interest rate cuts by the Riksbank should await concrete evidence that the budget is being returned to a sounder footing. To do otherwise would greatly affect credibility and increase any risk premia. In this regard, I note that the reductions in the marginal interest rate since the staff visit in November have not been reflected fully in market rates and, perhaps more significantly, have contributed to a further 5 percent decline in the value of the krona. Given these market signals, new reductions in the policy-

controlled marginal interest rate that are not matched with prospects of early corrective fiscal action will ultimately prove counterproductive. This will be particularly important in the months ahead given the need to contain the impact on inflation of the depreciation that has already occurred.

Brevet kan ses som ett misstroende mot att Riksbanken och finansministern skulle orka hålla mot de krafter som ville sänka räntan oavsett hur kronan och de långa räntorna utvecklades. IMF kände uppenbarligen att det behövdes ett uttalat stöd.

Det är inte den enda gången som IMF känt stor oro för den ekonomiska utvecklingen i Sverige. Hade inte de politiska partierna kunnat enas om de två första krispaketen, hade ökat förtroende för fastkurspolitiken troligen endast kunnat uppnås genom att vi kontaktade IMF för att diskutera ett program med symbolisk upplåning och därtill hörande krav på budgetsanering. Det skulle ha varit ett stort steg för ett industriland. Inte sedan 1970-talet hade något industriland (Storbritannien) begärt hjälp för att öka förtroendet för den förda ekonomiska politiken.

De ekonomiska bekymren var ingalunda över i och med att kronan började flyta. I stället ökade riskerna för en kontraproduktiv politik. För Riksbanken gällde det att kortsiktigt hålla emot så mycket som möjligt. Samtidigt måste vi få en analysram på plats och tydliggöra penningpolitiken.

Vi hade kommit förhållandevis långt med formuleringen av inflationsmålet (se nedan) men det återstod att utveckla analysen av indikatorer så att målet skulle kunna nås.

På nyårsafton faxade Thomas Franzén ett handskrivet brev till chefen för det nordiska kontoret vid IMF, Ingimundur Fridriksson. I brevet bad han få framfört till IMF att Riksbanken var intresserad av en staff visit för att diskutera frågor rörande penning- och valutapolitik mot slutet av januari. Han refererade till samtal som jag haft med Lachman och att fonden troligen skulle skicka ett team under ledning av Bill Alexander.

Den 6 januari kom beskedet från IMF (mr Guitián) att Bill Alexander, Division chief of the Monetary and Exchange Policy

Analysis Division, och Francesco Caramazza, samt den Sverigeanvarige ekonomen John Green, skulle komma till Stockholm 25–29 januari.

Så skedde också. Vid besöket gick man igenom det analysunderlag och de metoder som Riksbanken tagit fram. En stor del av tiden ägnades åt att utvärdera penning- och kreditaggregatens samband med inflationsutvecklingen.¹⁵ Diskussionerna var värdefulla men inte tillräckligt fokuserade på den jakt på indikatorer som hela den ekonomiska avdelningen nu ägnade sig åt. Riksbanken fick dock stöd för sin preliminära slutsats att en valutakursförsvagning på 3 procentenheter var att jämföras med en räntesänkning på 1 procentenhet. Sambandet var därmed förvånansvärt likt motsvarande samband i Kanada. Det kom att utgöra en tankeram i policyarbetet och utvecklades senare till ett »Monetärt index«, MCI.¹⁶ Se figur 5.1.

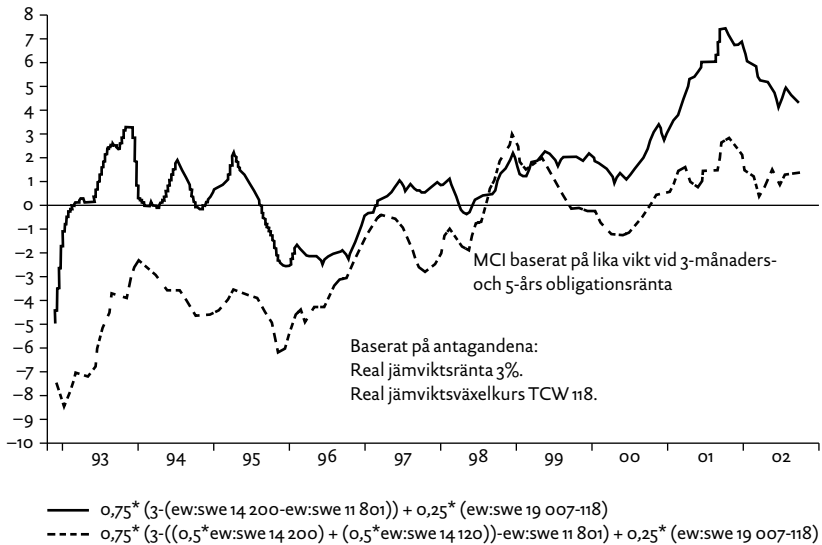
Som brukligt efterlämnade IMF ett Aide Memoire. Det var på 6 sidor men innehöll egentligen få konkreta förslag. Det var för mycket beröm och för lite konstruktiv kritik.¹⁷ Behållningen av besöket låg i ett stort antal bra möten med givande diskussioner.

Under 1993 var det framför allt samarbetet med Bank of England och Bank of Canada som blev viktigt för metodutvecklingen av

15. IMF föreslog bl.a. en utökning av antalet studerade variabler i rapporten »Money and Credit Aggregates as Indicators for Monetary Policy«, skriven av Felice Marlor. I studien konstaterades en eftersläpning mellan M₃ och KPI på endast ett kvartal, vilket var ovanligt kort men ändå ansågs vara en god indikator.

16. Detta index presenterades första gången i fullmäktige den 4 maj 1993. Det fick speciellt stor uppmärksamhet när Urban Bäckström blivit riksbankschef. Han ville att Riksbanken utåt skulle kommunicera i dessa termer och han ville ha med det i slutsatsavsnittet i inflationsrapporten. På ekonomiska avdelningen tyckte vi att måttet var för instabilt och avrådde bestämt från detta. Det slutade med att Bäckström tog in indexet i sitt förord till Inflationsrapporten. När kronan sedan fortsatte att försvagas slutade Riksbanken med att redovisa den samlade effekten av valuta- och ränteförändringarna. 17. Ett belysande exempel är följande skrivning: »The mission was impressed by the amount of work that had already been undertaken. While it felt that there were ways in which the results of this effort could be further improved and enhanced, its overall impression was that work was proceeding on a sound basis in the right direction, and quickly too. As a result, the mission was confident that a workable analytic framework, one that could be used for conducting policy in a way that was consistent with meeting Riksbank's medium-term policy objective of ensuring price stability, could be established in relatively short order.«

Procentenhet i räntenivå



FIGUR 5.1. Monetära förhållanden, MCI.

penningpolitiska indikatorer.¹⁸ Vi knöt också närmare samarbete med den nyzeeländska centralbanken och dess chef Donald Brash.

Efter kronfallet – internt arbete i Riksbanken

Alla var överens om att ett explicit inflationsmål skulle kräva att Riksbanken utvecklade och presenterade ett antal tillförlitliga indikatorer för den framtida inflationstakten.

Jag tyckte att Bengt Dennis ställde ett helt orimligt krav på mig och avdelningen när han ville ha en skrift färdig och en stor konferens om penningpolitiken under rörlig växelkurs inom två veckor efter kronfallet. Han ringde mig på fredagen den 20 november med denna modesta begäran. Även om jag alltid haft en öppen dialog

18. Den 21 april 1993 kom den kanadensiske centralbankschefen John Crow på besök. Även Mervyn King från Bank of England var då redan i Stockholm. De lämnade Riksbanken den 23 april. Nu kändes det som om Sverige höll på att bli ett av inflationsmålsländerna.

med Bengt Dennis kände jag att säga nej skulle vara helt fel svar. Jag insåg att Riksbanken måste ta initiativet om vi inte skulle bli helt omsprungna av politiker och ekonomer. Jag sa något till Bengt Dennis om hur svårt det är att få Jonung och andra akademiker att komma upp med färdiga texter på mindre än två veckor. Bengt sa att det var upp till mig att ordna så att det blev klart i tid.

Som tur var satt Lars Hörngren i rummet bredvid. Vi satte oss ner och diskuterade vad som kunde åstadkommas. Enda sättet att få något i tryck var att låta Riksbanken ge ut ett extranummer av kvartalstidskriften *Penning- och valutapolitik*. Det fick helt enkelt bli fem nummer detta år.

Lars Jonung och Lars E. O. Svensson borde självfallet skriva i rapporten. Vi diskuterade flera andra namn. Rapporten presenterades den 15 december, dryga 3 veckor efter Dennis beställning.

Utöver att producera rapporten arbetade alla med att analysera data för att finna lämpliga indikatorer för penningpolitiken under rörlig växelkurs. Bengt Hansson, Christian Nilsson och Jonny Nilssons ekonometriska kunskaper kom till god användning. Redan den 23 november hade Yngve Lindh skrivit en PM om »Svenska erfarenheter av rörlig växelkurs 1931–33«.

Påföljande dag var Torsten Persson, Lars E. O. Svensson och Lars Jonung bjudna på middag i Riksbanken. Från Riksbanken deltog Thomas Franzén, Lars Hörngren och jag. Jonung inledde med att berätta om Riksbankens agerande när kronan började flyta på 1930-talet. De ledande ekonomerna i Sverige hade då föreslagit att som underlag för penningpolitiken borde konsumentpriserna mätas varannan vecka och prisändringarna anges med två decimaler. Jonung förespråkade betydelsen av att det interna värdet av kronan upprätthölls.

Hos gästerna rådde det stor tveksamhet till om Sverige skulle klara av att hålla inflationen på en »god europeisk nivå«. Lars E. O. Svensson talade om behovet av mål i politiken. Nivån diskuterades och Lars E. O. Svensson ansåg att det borde vara i storleksordningen ett par procent, även om detta troligen var svårt att bibehålla med den struktur som fanns i den svenska ekonomin. Torsten Persson framförde behovet av att kunna utkräva ansvar av Riksbanken

för måluppfyllelsen. Eventuellt skulle riksbankschefens jobb eller i vart fall lön kunna göras avhängig av hur väl Riksbanken lyckades i sin penningpolitik.¹⁹

På ekonomiska avdelningen pågick redan ett intensivt arbete med att studera samband mellan efterfrågeläge och prisutveckling i ekonomin. Ett av de mest bisarra sambanden som upptäcktes i svensk ekonomi under detta arbete var den i det närmaste perfekta korrelationen mellan kemikalieprisindex och konsumentprisindex. Trots att sambandet föreföll synnerligen robust var det ingen som vågade tänka sig att det skulle kunna användas som en indikator för inflationen.

En första uppskattning av effekterna av deprecieringen på den privata sektorns tillgångar och skulder i utländsk valuta visade på en exponering (nettotillgång) på 38 miljarder kronor.²⁰ Robert Bergqvist har senare för Bengt Dennis bok 500% reviderat kalkylen. Hans slutsats blev då att den privata sektorns nettotillgångar i utländsk valuta uppgick till 67 miljarder kronor och att valutakursvinsten uppgick till ca 7 miljarder kronor.²¹

Den ytterligare depreciering som skedde fram till mitten av december föranledde ekonomiska avdelningen att ändra i sin konjunkturprognos och revidera minskningen i privat konsumtion för 1993 från -3 procent till -3,5 procent. Exporten väntades å andra sidan stiga med närmare 7 procent mot tidigare beräknade 5,5 procent. Hushållens disponibla inkomster var en dyster läsning. De kunde befaras minska med mellan 3 och 4 procent under 1993.

Det centrala för Riksbanken var naturligtvis hur prisutvecklingen

19. Lars E. O. Svensson har senare sagt att han uppfattade diskussionen som något hypotetisk och att han trodde att det skulle vara för bra för att vara sant om fullmäktige enades om en inflationsmålspolitik och ett inflationsmål på 2%. Han säger sig ha blivit mäktigt positivt överraskad när inflationsmålet presenterades i januari. Självfallet var hans och Torsten Perssons stöd viktigt för att nå fram till ett inflationsmål.

20. Enligt en PM skriven av Gunnar Blomberg och Robert Bergqvist 30 november 1992. För att utvärdera den samlade effekten på ekonomin måste även andra sektorer exponering beaktas. För Riksbankens del ingick då även terminspositionen där en räntevinst uppstod. Enligt Eva Srejber uppskattade de då nettoeffekten av deprecieringen för Riksbanken till plus minus noll.

21. Se Dennis (1998), s. 307.

kunde förväntas bli. Det omedelbara genomslaget från deprecieringen var det inte mycket att göra åt men dels fick inte inflationsförväntningarna stiga, dels fick inte deprecieringen fortsätta så att en inflationsspiral kunde komma igång.

Frågor om hushållens inflationsförväntningar fanns i HIP-undersökningen (Hushållens inköpsplaner). Från och med januari 1993 kom en modifierad HIP att genomföras månatligen. HIP:en skulle nu göras i samband med den månatliga AKU-undersökningen.²²

Skattningar över hur nettoprisindex samvarierade med olika variabler redovisades av Alexander Nilson den 28 november. Såväl M3 som hushållens inflationsförväntningar visade sig ha lågt förklaringsvärde för NPI. Allt mer av analysarbetet inriktades på prisutvecklingen i konsumentledet.

Överväganden vid utformningen av målet

Ett väl förankrat, tydligt mål som kunde utvärderas och kommuniceras var en viktig utgångspunkt när inflationsmålet utformades. Dessutom skulle naturligtvis Riksbanken ha trovärdiga medel för att kunna föra en sådan penningpolitik att målet kunde uppnås. I Kanada uttalade centralbankschefen och finansministern gemensamt den 26 februari 1991 en målsättning att reducera inflationstakten och etablera pristabilitet. Inflationstakten skulle vara nere i 2 procent i slutet av 1995. Därefter skulle inflationstakten vara »avsevärt lägre«. Någon exakt definition av målet för 1991 angavs dock inte vid annonseringstillfället. En viktig anledning var att Kanada samtidigt introducerade en General Sales Tax (GST), med andra ord en moms. För 1991 var riktmärket en inflationstakt på under 4 procent, bortsett från effekten av GST.

Målet angavs i termer av förändringar i KPI men av praktiska skäl valde man i Kanada att fokusera på KPI exklusive de volatila mat- och energipriskomponenterna. Även med dessa delar frånräknade ansågs inflationsutvecklingen kunna bli så pass osäker att ett

22. »Statistik över inflationsförväntningarna« av Siv Stjernborg 15 december 1992. AKU är en förkortning för arbetskraftsundersökning.

toleransintervall på ± 1 procentenhet angavs. Över tiden ansåg man att förändringar i KPI och KPI minus mat och energi skulle ha liknande utveckling och att därmed målet skulle kunna nås i termer av KPI.

I ett avseende var den svenska situationen enklare än den varit i Kanada när deras inflationsmål introducerades. Nedväxlingen i underliggande inflationstakt hade redan skett i Sverige och nu gällde det att värna de vinster som uppnåts. Framför allt måste deprecieringen inte tillåtas leda till ökade inflationsförväntningar. Det var Wibble och Dennis rörande överens om.

Trovärdigheten för såväl finans- som penningpolitiken var emellertid låg, inte minst i utlandet. På Riksbanken ansåg vi att ett ökat förtroende för politiken var nödvändigt för att förhindra en snabb depreciering av kronan och en uppgång i de för ekonomin så viktiga långa räntorna. Antalet frihetsgrader vid utformningen av inflationsmålet var begränsat. Vi måste helt enkelt presentera ett mål som var trovärdigt och tillräckligt stramt för att tydliggöra att pristabilitet fortsatt var målet för penningpolitiken.

Det behövdes drastiska åtgärder för att återställa förtroendet om en penningpolitisk åtgärd misstolkades på marknaden. Tanken att det med små ränterörelser skulle kunna gå att finjustera i utfallet i inflationstakt på ett till två års sikt krävde ett nytänkande. Vi hade inte tillräcklig trovärdighet för att annonsera ett brett toleransband. Även små ändringar i transmissionsmekanismen skulle därmed riskera att målet inte uppnåddes. Den risken måste Riksbanken helt enkelt ta annars skulle vi uppfattas som de facto förespråkare för en penningpolitik som inte hade pristabilitet som överordnat mål.

Egentligen, med tanke på vår historia och det bristande förtroendet, skulle nog bandbredden ha behövt vara mindre än den som kanadensarna tillät sig. Bandet ansågs dock för smalt och istället föreslogs »mean reversion«, dvs. om inflationen översteg målet ett år, skulle inflationen kommande år understiga målet i motsvarande mån. Därmed skulle »base drift« elimineras.

Det fanns stort stöd för detta synsätt hos Lars E.O. Svensson och i banken i allmänhet. Det visade sig emellertid inte vara lika självklart i fullmäktige. Speciellt Allan Larsson motsatte sig detta men

även Bengt Dennis visade måttlig entusiasm och skrivningarna togs bort.

Ett inflationsmål på 2 procent per år med mean reversion skulle innebära att Riksbanken accepterade en värdeförsämring med närmare 50 procent på ett tjuugoårigt innehav (pension eller dylikt som var uttryckt i nominellt värde). Att dessutom tillåta base drift måste tolkas som att Riksbanken var villig att acceptera en ännu större värdeurholkning.²³

Svårigheter att uppskatta kvalitetsförbättringar på ett ändamålsenligt sätt i KPI-index medför att prisstabilitet uppnås vid en positiv inflationstakt. Till skillnad från USA skedde i Sverige regelbundna korrigeringar av varukorgen varför kvalitetsförändringarnas påverkan var avsevärt mindre. Från teoretiska utgångspunkter skulle man därför mycket väl ha kunnat förespråka ett inflationsmål som var lägre än 2 procent.

Konsumentprisindex

Redan på ett tidigt stadium i processen framstod KPI som det mest naturliga att välja som målvariabel. Det var det inflationsmått som de flesta medborgare kände till. Dessutom reviderades det inte. Hushållens reala köpkraft påverkades av utvecklingen i KPI och därmed fanns det en bred koppling till efterfrågesidan i ekonomin.

Representanter från finansdepartementet framförde att förändringar i KPI påverkade uppräknings i socialförsäkringssystemet. De ansåg därför att en annan målvariabel borde användas. Jag har än i dag svårt att se bärkraften i det argumentet.

Betydelsen av ändringar i indirekta skatter var däremot något som föranledde långa diskussioner. Om nu staten höjde de indirekta skatterna skulle väl inte Riksbanken för den skull höja räntan? För det första skulle det finnas behov av penningpolitisk åtstramning under sådana omständigheter. Men fokus för penningpolitiken är inte nu-

23. Ibland kallas Riksbankens inflationsmål för prisstabilitetsmål. Det är dock missvisande med tanke på att Inflationsmålet avser att stabilisera prisökningstakten och inte prisnivån. Däremot syftar Inflationsmålet till att uppnå och bibehålla prisstabilitet, men prisstabilitet definieras då inte som oförändrad prisnivå.

varande inflationstakt eller ens inflationstakten under de kommande 12 månaderna. Därefter faller förändringarna i indirekta skatter ur tolv månaderstalen. Penningpolitiken inriktades på att nå en inflationstakt på 2 procent på ett till två års sikt. En åtstramande finanspolitik skulle därför i själva verket minska behovet av penningpolitisk åtstramning. Det var Riksbankens uppgift att förklara sin politik eftersom något perfekt mått på inflation inte finns att tillgå.

I ett avseende fäste Riksbanken dock vikt vid argumenten om betydelsen av förändringar i indirekta skatter. Med tanke på Sveriges historia med hög inflation under de senaste decennierna var det många som befarade att ett inflationsmål på 2 procent skulle vara väl restriktivt. Stora delar av ekonomin, såväl den privata som den offentliga, behövde konkurrensutsättas. Arbetsmarknaden var enligt de flesta bedömare stel och skatterna höga. Den struktur- omvandling som skulle behövas skulle kanske underlättas om inflationen var något högre än 2 procent. Men genom att sätta målet till 2 procent och inkludera indirekta skatter gav Riksbanken en möjlighet för en något högre inflation. Det kunde ske genom att staten successivt sänkte de indirekta skatterna. Den svenska mervärdesskattesatsen var högst bland de europeiska länderna (endast Danmark och Ungern hade lika höga mervärdesskatter). Det fanns ett behov av att sänka dessa för att öka konkurrenskraften. Sänkningarna skulle medföra att redovisad KPI pressades ned. Därmed fanns det en inbyggd »kudde« som dels kunde användas för att påskynda strukturreformer, dels underlätta vid övergången till flytande krona och en viss spill over-effekt av deprecieringen. Varför regeringen aldrig slog in på denna linje, vet jag inte.

Att exkludera förändringar i indirekta skatter skulle troligen ha upplevts som om Riksbanken skrev ut en check till regeringen och tillät prishöjningar på offentliga varor och tjänster utan att Riksbanken skulle värna penningvärdet. Genom att höja indirekta skatter skulle offentlig skattefinansierad verksamhet kunna expandera utan att resursanspråket och priseffekten skulle beaktas. Med tanke på hur stor den offentliga sektorn är i Sverige skulle ett sådant undantag kunna få omfattande konsekvenser för trovärdigheten av inflationsmålet.

En annan fråga i samband med KPI som målvariabel var huruvida räntekomponenten skulle inkluderas eller ej. Om ränteeffekten inte exkluderades skulle ränteändringar direkt påverka målet, dvs. medlet för att uppnå målet påverkade målet. Det är naturligtvis inte bra. Det fanns därmed skäl att ta bort räntornas effekt men bedömningen gjordes att om vissa effekter togs bort, skulle vi öppna upp för en strid ström av önskemål där man kunde argumentera för att vissa effekter borde räknas bort.

Bedömningen var att ränteeffekten borde vara förhållandevis begränsad. Det kom någon rapport från ekonomerna på den ekonomiska avdelningen om att vid stora ränterörelser kunde KPI påverkas med flera tiondels procentenheter men beslutet blev att inkludera ränteeffekten.

I efterhand måste man konstatera att ränteeffekten kunde bli, och blev, så stor att den skapade ett kommunikationsproblem för Riksbanken. Det hade kanske varit önskvärt att Riksbanken hade tagit delar av diskussionen om ränteeffekten redan när målet formulerades. Samtidigt var tanken att inflationsmålet skulle kunna vara bestående under lång tid om så önskades. Efter en längre period med prisstabilitet bör ränterörelserna bli mindre och därmed minskar risken för kommunikativa problem till följd av stora ränterörelser. Det återstår dock att se om ränterörelserna verkligen kommer att bli så blygsamma att det kommunikativa problemet inte återuppstår. Att helt undvika kommunikativa problem bör dock inte vara en viktig utgångspunkt vid formulering av mål eller för den delen vid utformningen av penningpolitiken.

De alternativ till KPI som behandlades mera ingående var BNP-deflatorn och nettoprisindex (NPI). BNP-deflatorn hade fördelen av att vara ett bredare mått än KPI men få kände till detta begrepp. Dessutom presenteras statistiken med betydande eftersläpning och det förekommer förhållandevis stora revideringar.²⁴

NPI föll framför allt på avräkningen av indirekta skatter och att

24. Bank of Canada hade i sitt analysarbete inför introduktionen av inflationsmålet kommit till samma slutsats. Se Cozier (1990).

det inte var allmänt känt. Dessutom indikerade preliminära körningar svaga samband med penningmängd och räntor.²⁵

Nivån och infasningen av målet

Trots att regeringen och Riksbanken investerat åtskilligt i att bygga upp förtroendet för en stabilitetsorienterad politik inriktad på prisstabilitet ifrågasattes viljan och förmågan att fortsätta den politiken när kronan började flyta.

Det gällde att värna de vinster som uppnåtts och att klara övergången till ett inflationsmål för att uppnå och bibehålla prisstabilitet. Dessutom måste Riksbankens beslut om mål och inriktning komma snabbt.

Eftersom den underliggande inflationen var ca 2 procent ansåg Riksbanken att det inte fanns anledning att först låta inflationen stiga för att sedan ånyo pressa ner den. Samtidigt skulle naturligtvis deprecieringen leda till att inflationstakten steg under en övergångsperiod. Det gällde att förhindra denna inflationsimpuls från att påverka inflationsförväntningarna och i värsta fall leda till en prislönespiral.

Såväl Kanada som Nya Zeeland hade inflationsmål på en nivå kring 2 procent. Finland hade valt att inte arbeta med ett explicit inflationsmål men Finlands Bank var mycket tydlig med att penningpolitiken inte fick bedrivas på ett sådant sätt att den finska marknaden försvagades. Lägre räntor var något man fick göra sig förtjänt av och inget Finlands Bank kunde leverera med automatik.²⁶ Riksbanken valde samma väg som Kanada och då behövdes en specificering av målet.

Jag hade vid ett möte med Wibble den 25 november om det ekonomiska läget även nämnt de kanadensiska erfarenheterna med ett explicit inflationsmål. I Kanada skedde en infasning av målet. Vid slutet av 1992 skulle den kanadensiska inflationen uppgå till högst 3 procent, 2,5 procent vid mitten av 1994 och 2 procent vid utgång-

25. Nilson (1992), Berglund (1993).

26. Den finske centralbankschefen Sirkka Hämmäläinen höll den 20 oktober 1992 ett tal med detta innehåll för finska bankföreningen, Hämmäläinen (1992).

en av 1995. Därefter skulle inflationen vara avsevärt lägre. Wibble var orolig för konjunkturutvecklingen och såg nog ett stramt inflationsmål som svårt på kort sikt men givetvis önskvärt på lång sikt.

Vid ett frukostmöte mellan Anne Wibble, Olle Wästberg, Sune Davidsson, Bengt Dennis, Thomas Franzén, Claes Norgren och Krister Andersson den 11 december ansåg Wibble att ett konkret mål borde utformas som en strut och att inflationsbanan var viktig. Dennis kritiserade finansdepartementet för att inte vilja siffersätta ett mål. Han undrade var skon klämde. Wibble pekade på bankproblemen och riskerna för en nedåtgående spiral i svensk ekonomi. Såväl Franzén som Dennis ansåg att det var en doseringsfråga, inte en fråga om målet för penningpolitiken. Wibble höll med och sa att Riksbanken skickat en mycket viktig signal när marginalräntan sattes till 12,5 procent och inte tillbaka till 11,5 procent.

Mötet belyser hur trevande diskussionerna var mellan Riksbanken och finansdepartementet. Det fanns dock ingen skillnad i synen på värdet av prisstabilitet och att en självständig Riksbank skulle ansvara för penningpolitiken.

Det blev såväl en infasning som ett explicit mål. I sitt beslut skrev Riksbanken:²⁷

Riksbanken preciserar målet för penningpolitiken som att förändringen i konsumentprisindex från och med 1995 begränsas till 2 procent, med en tolerans om ± 1 procentenhet. Detta svarar mot den nuvarande underliggande inflationstakten.

Under såväl 1993 som 1994 inriktas penningpolitiken på att förhindra att den inflationsimpuls som uppstår till följd av deprecieringen av kronan och förändringar av de indirekta skatterna, leder till en ökning i den underliggande inflationstakten.

Vad som inte fanns med var ett tak för inflationen under 1993. Dessa skrivningar hade utgått i samband med fullmäktigebehandlingen. Det fanns i stället med ett återgivande av hur regeringen enligt finansplanen såg på inflationen detta år. I beslutet står det:

27. Riksbanken anger målet för penningpolitiken, Pressmeddelande nr 5, 1993, 15 januari 1993.

Finansplanen anger att den underliggande inflationen skall förbli låg och att en prisstegring överstigande 5 procent under 1993 inte kan tolereras.

Genom att återge denna skrivning från finansplanen ville Riksbanken peka på behovet av åtgärder om inflationen skulle bli högre och indirekt säga att detta var också Riksbankens mål.

Några skrivningar om trendmässig utveckling fanns inte med över huvud taget. Det förekom sådana önskemål från enskilda personer på finansdepartementet men de vann inget stöd hos finansministern, eller hos Riksbanken. Målet måste vara tydligt och inte ge möjligheter till manipulationer och tolkningar. Likaså avvisades tankar om att den underliggande inflationstakten skulle kunna vara en målvariabel. Att det finns ett nära samband mellan underliggande inflationstakt och KPI-utvecklingen är en sak, men målet angavs i KPI-termer för att vara tydligt och göra det möjligt att ställa Riksbanken till ansvar för eventuellt bristande måluppfyllelse.

Som tidigare påpekats definierades prisstabilitet som ett tillstånd som kunde uppnås och bibehållas om inflationsmålet på 2 procent uppnåddes. Någon kompensation för över- eller underskridande från ett år till ett annat blev det inte. Det var även uttalat att inflationsmålet skulle ses i ett årligt perspektiv. Det var inte tanken att varje tolv månaderstal under ett kalenderår skulle ligga inom ramen för målet. Alla diskussioner fördes med ett kalenderårsperspektiv. Det finns dock inte nedskrivet någonstans, så vitt jag vet.

Arbetet med att förankra målet

Förankringen av målet i fullmäktige och hos regeringen beskrivs i ett kapitel skrivet av Bengt Dennis. Diskussioner med tjänstemännen på finansdepartementet, framför allt med Anders Palmér och Ingemar Hansson var förhållandevis få.²⁸ Jörgen Holmquist vid finansenheten på Sveriges ambassad i Washington och Evald Nalin

28. Den 24 november 1992 höll Thomas Franzén ett möte med mig och Ingemar Hansson. Diskussionerna handlade dock mest om rating-besök och konjunkturutsikterna.

vid Sveriges Permanenta Delegation till OECD hade fortlöpande kontakter med Riksbanken och delgav värdefull information om hur Riksbanken uppfattades i utlandet. I övrigt sköttes kontakterna med tjänstemännen på finansdepartementet genom finansministern.

En av de första som skrev om ekonomisk politik med flytande växelkurs var Hans Tson Söderström. I ett utkast, daterat den 30 november 1992, pekar han på tre tänkbara penningpolitiska mål: låg ränta, varaktigt god konkurrenskraft och låg inflationstakt.

En lågräntepolitik skulle underlätta skuldskrisen och stimulera näringslivet. Låg nominalränta skulle vara ett enkelt, operationellt mål. En varaktigt god konkurrenskraft avvisas eftersom den inte skulle vara ett operationellt mål. En låg inflationstakt skulle stå i samklang med Konjunkturrådets rapporter sedan 1985 men skulle inte vara ett operationellt mål vid flytande växelkurs. Han ansåg det utsiktslöst att styra räntepolitiken efter konsumentprisindex. Rapporten avslutas med att peka på behovet av normer i finans- och lönepolitiken och att Konjunkturrådets penningpolitiska rekommendation enligt rapporten skulle offentliggöras den 25 januari 1993.

Tyvänn var Hans Tson Söderström ganska ensam bland ekonomerna att föra en penningpolitisk principdiskussion. De flesta ekonomer ägnade sig åt en kortsiktig bedömning av räntepolitiken.

När väl inflationsmålet var tillkännagivet dröjde det dock inte länge förrän en kritikerstorm bröt ut. Ulf Jakobsson skrev i Industriförbundets konjunkturrapport:²⁹

Argumentet för att hålla kvar marginalräntorna på den nuvarande nivån är omsorg om växelkursen och rädsla för stigande inflationsförväntningar som speglas i de långa räntorna. Den finska erfarenheten är ett utmärkt exempel på att det inte går att skapa förtroende för en deflationsekonomi genom höga korträntor. I stället för att skapa förtroende undergräver de höga räntorna ekonomin ytterligare med stigande arbetslöshet, växande problem i den finansiella sektorn och stigande

29. Konjunkturen nr 1, 1993. Finns återgiven i Svenska Dagbladet 3 februari 1993.

budgetunderskott som följd. Denna utveckling leder till att förtroendet för valutan och landets kreditvärdighet ytterligare undergrävs.

Ulf Jakobsson framförde även kritiken i *Svenska Dagbladet* där han betecknade Riksbankens penningpolitiska linje som extrem.³⁰ Artikeln var ett svar på min och Thomas Franzéns artikel den 25 februari i samma tidning. Vi pläderade för försiktighet med att sänka marginalräntan och pekade på betydelsen av de långa räntorna och deprecieringen.

Nils Lundgren förespråkade på DN-debatt den 26 februari att Riksbanken borde skjuta på målet att få ner inflationen till 2 procent och sänka den korta räntan mot kanske 2 procent de närmaste månaderna.

Olle Djerf på Nordbanken ansåg att läget var akut och att det gällde att »få igång några positiva spiraler«. Magnus Lindahl på United Securities sa att Riksbanken inte fick tappa tempo.³¹

Sven Rydenfelt gick ännu längre och ifrågasatte Riksbankens existensberättigande (SvD 22 februari 1993).

Den 5 mars skrev Franzén och jag en ny artikel i *Svenska Dagbladet*. Den var framför allt ett svar till Ulf Jakobsson. Beslutet att sänka marginalräntan med 75 räntepunkter hade mycket riktigt resulterat i att de långa räntorna steg och kronan försvagades. Riksbankens interventioner på penningmarknaden torsdagen den 25 februari syftade till att markera att Riksbanken ansåg att de korta räntorna fallit för mycket i förhållande till marginalräntan och att räntesänkingsförväntningarna därför var överdrivna. Budskapet gick snabbt fram och de korta räntorna steg, sexmånadersräntan med över 30 räntepunkter. Vi pekade på detta i vår artikel. Enligt Jakobssons analys borde detta ha försvagat kronan och höjt de långa räntorna och statsfinansiell kollaps skulle rycka närmare. Den faktiska utvecklingen var den motsatta. Vår bestämda

30. Artikel 27 februari 1993.

31. Se »Ekonomer kräver. Sänk räntan snabbt« i Dagens Industri 24 februari 1993.

uppfattning var att en politik enligt Jakobssons riktlinjer skulle leda till ännu större problem i svensk ekonomi.

Vi fick visst stöd av Johan Schück i *Dagens Nyheter* samma dag. Han skrev att felet inte var att räntorna hade hållits uppe och han ansåg att kronan fallit för djupt. I *Dagens Industri* intervjuades Trelleborgs VD Kjell Nilsson som sa att en snabb räntesänkning inte skulle lösa problemen för svensk industri. Ett ökat räntegap mellan korta och långa räntor ansåg han försämrade statsfinanserna. Den 4 mars varnade Enskilda enligt Reuters för att inflationen kunde komma att överstiga Riksbankens mål på 5 procent för 1993 redan i februari.³²

Det fanns även ekonomer som gav Riksbanken ett visst stöd. En av dessa var Handelsbankens chefsekonom Lars Heikensten som i Affärsvärlden den 17 februari kritiserade Sören Wibe för att ge upp låginflationspolitiken alltför lättvindigt.³³ Han pekade på att snabba räntesänkningar kunde medföra ett stort kronfall, som i sin tur skulle generera en mer inflationistisk utveckling. Han förespråkade budgetsanering och låga löneavtal.

Den 10 mars hade *Svenska Dagbladet* en artikel med rubriken »Tungt stöd till försiktig Dennis«. ³⁴ Lindbeck-kommissionen sa bestämt nej till en räntepolitik à la Storbritannien (med drastiska räntesänkningar). Kommissionen lyfte fram möjligheten att stimulera ekonomin via sänkt moms och ökade avdragsmöjligheter för företagens investeringar. Kommissionen manade Riksbanken att fortsätta sin politik med successiva, små neddragningar av de korta marknadsräntorna. Om långräntorna började stiga och kronan försvagas hade Riksbanken gått för snabbt fram.

Lindbeck-gruppen ansåg att kronan borde tillåtas flyta i väntan på anpassning till en valutaunion inom EG:s ram. I ett tal i Bergen den 2 mars tog Bengt Dennis upp alternativen i penningpolitiken.³⁵

32. Att Enskilda hade missuppfattat målet för penningpolitiken för 1993 var uppenbart men föranledde ingen kommentar från Riksbanken.

33. »Kasta inte in handduken!« Affärsvärlden nr 7, 1993.

34. Den var skriven av Mikael Johansson och Lars-Georg Bergkvist.

35. »European Financial Integration and the Nordic Countries«, Remarks before the Sixth Scandinavian Management Symposium, Bergen.

The only option available to [the Nordic countries] is to go on floating as long as the exchange markets are under stress. Furthermore, the tensions in the markets may stay with us for quite some time. We may even have to recognise that the old times are gone and that a return to fixed exchange rate regimes of the type Sweden, Norway and Finland have had in the past will not prove easy.

But what are the alternatives? As in the past there are two options: pegging the Swedish krona to another currency, which in practice means the DEM, or wait for the opportunity to become part of the parity grid of the ERM. The latter is, of course, dependent on a mutual agreement with the Community countries. And that is not at hand for the moment.

A future membership of the Community will of course finally settle the issue; when Sweden is a Community member we will also participate in the ERM.

Let me conclude this speech by just one observation on the implications for the future.

The lesson from the turmoil in the markets is that economic convergence is the core prerequisite to successful monetary integration. The experience learned has injected more realism into the discussion of what is needed to form an economic and monetary union, and, furthermore, to make it survive.

Now we see more of a searching analysis which means more emphasis on surveillance and fiscal policy co-ordination.

This is a healthy development.

Lindbeck-gruppen ansåg inte att en ensidig fast växelkurspolitik var tillrådlig och någon debatt om valet av växelkursregim blev det inte. Däremot fortsatte debatten om räntepolitiken under flera månader. Det första angreppet mot inflationsmålet hade dock avvärjts. Det skulle följas av politiska påhopp från såväl borgerliga som socialdemokratiska politiker, dock utan någon som helst framgång. Bengt Dennis hävdade bankens integritet med stor heder.

Införandet av inflationsrapporter

Samtidigt som det stormade kring penningpolitiken fortsatte ett intensivt utredningsarbete med att presentera penningpolitiska indikatorer.³⁶ Detta skedde först den 17 juni och den första inflationsrapporten kom den 29 oktober 1993. Rapporten om penningpolitiska indikatorer var ett embryo till inflationsrapporterna. Den mottogs väl av såväl analytiker som ekonomer.

I arbetet med penningpolitiska indikatorer deltog många av ekonomerna på den ekonomiska avdelningen. Exempelvis redovisade Bengt Hansson en användbar simuleringsmodell för hur BNP och inflation utvecklas under olika ränte- och växelkursantaganden som sedan användes flitigt för att analysera olika alternativa scenarios för penningpolitiken. Claes Berg analyserade penningmängdens roll och fann att den inte skulle vara ett bra intermediärt mål för penningpolitiken men däremot kunde användas som en indikator på inflationstrycket.

Inför den första inflationsrapporten hade jag och Bengt Dennis helt olika uppfattning när det gällde vem som skulle stå för rapporten och skriva under förordet. Jag tyckte att det var självklart att han skulle skriva under förordet och därmed ge rapporten samma tyngd utåt som den hade inåt i organisationen. Franzén tryckte också på men Dennis var oböjlig i denna fråga. Det slutade med att jag fick skriva under rapporten. Jag förstod inte Dennis inställning. Det fanns tillfällen då jag befarade att Dennis ville ha möjlighet att distansera sig från rapporten och analysen, om den skulle visa sig vara felaktig eller leda till oförutsedda konsekvenser. Sådana tankar stämde dock inte med Dennis agerande i någon annan fråga. Först många år senare har Dennis berättat att han ville ha en tjänstemanprodukt, en från fullmäktige fristående analys. Om Dennis skrivit under rapporten skulle en fullmäktigeledamot redan ha bundit

36. Eva Srejber påminde mig om den interna tvåsidiga PM med olika diagram som togs fram redan under december månad 1992. Den uppdaterades fortlöpande och tjänade som underlag i policygruppens diskussioner.

upp sig. Upplägget innebar en stor självständighet och ett stort ansvar för den ekonomiska avdelningen. Det kan noteras att med den nuvarande ansvarsfördelningen i Riksbankens direktion en direktionsmedlem har ansvar för verksamheten på den ekonomiska avdelningen (numera avdelningen för penningpolitik). Det innebär att alla direktionsmedlemmar inte har samma ansvar för analysen. Riksbankschefen skriver dessutom regelbundet under inflationsrapporterna.

I efterhand tycker jag att Dennis hade helt rätt och att det ligger ett stort värde i att värna oberoendet även för avdelningar inom banken. Franzén gick dessutom ofta ut med den analys som inflationsrapporten innehöll och presenterade den i olika tal. Därmed gavs analysen ökad trovärdighet och tolkades allmänt som Riksbankens officiella syn.

Inflationsrapporterna har utvecklats avsevärt under senare delen av 1990-talet. I ett inledningsskede kom de flesta impulserna till förbättringar från Bank of England. Riksbanken följde också noga kanadensiska redogörelser och vi läste med stort intresse rapporterna från Nya Zeeland och senare även från Norge. Norge blev det första land som hade inflationsrapporter utan att ha ett inflationsmål. För att få ett inflationsmål måste bankens chefsekonom Jan F. Qvigstad och andra på Norges Bank anstränga sig extra mycket, något som vi också hade fördel av.

Det fortsatta förankringsarbetet

Det dröjde innan regeringen i budgetpropositionerna skrev entydigt att man ställde sig bakom inflationsmålet. I prop. 1992/93:150 avsnitt 3.2 på sidan 17 står det om penning- och valutapolitiken att målet om en låg och stabil inflation ligger fast. Därefter anges Riksbanksfullmäktiges mål men det kommenteras inte. Senare i samma avsnitt står det att »Den hittills förda penningpolitiken med en försiktig hantering av marginalräntan, bedriven på ett sätt som inte rubbar tilltron till fastheten i låginflationspolitiken, är en lång-

siktig styrkefaktor i den ekonomiska politiken.« (s. 18). Något explicit stöd för inflationsmålet återfinns inte men det påpekas att finansplanens inriktning stöder målet om prisstabilitet.

I Kompletteringspropositionen -94 står det att: »Målet för den svenska penningpolitiken är att fr.o.m. 1995 begränsa förändringen i konsumentpriserna till 2% med en tolerans om +-1 procentenhet. Penningpolitikens möjligheter att åstadkomma önskade räntesänkningar beror på såväl den utländska och inhemska ekonomiska utvecklingen som den svenska finanspolitiken« (s. 59). Något klart uttalat stöd för själva målformuleringen har jag inte funnit.

I Konvergensprogrammet från juni 1995 står det:

Riksbanksfullmäktige har definierat målet om prisstabilitet som att ökningen i konsumentpriserna skall begränsas till 2 procent med en tolerans om +-1 procentenhet. [...]

Måluppfyllelsen skall enligt Riksbanken ses i ett årligt perspektiv. [...] Regeringen stöder denna inriktning av penningpolitiken. Riksbankens mål ligger väl i linje med vad som kan bedömas vara en god europeisk nivå och är därmed också förenligt med konvergenskriterierna.

När jag återgav dessa skrivningar i en rapport utgiven av SE-Banken 1998 reagerade Wibble och tyckte att den borgerliga regeringen visst hade uttryckt sitt stöd för den penningpolitiska inriktningen. Det hade hon självklart helt rätt i och ingen var större anhängare än hon själv. Skrivningarna i budgetdokumenten blev dock av något skäl inte lika tydliga.

Under 1993 pågick dessutom ett förankringsarbete såväl internationellt som inom Riksbanken. IMF ansåg att omfattande interventioner i valutamarknaden kunde tolkas som att Riksbanken inte fullt ut accepterade inflationsmålet utan försökte undvika obehagliga räntebeslut med överdrivna stödköp av kronan. I början av juni 1993 diskuterades i Riksbanken att öka interventionerna. Vid ett lunchmöte med Desmond Lachman i Washington, D.C., den 29 juni redogjorde han för riskerna för att en valutakris skulle kunna uppstå om förtroendet för den ekonomiska politiken inte stärktes. Lachman undrade om Sverige skulle komma att vända sig till IMF

för hjälp om en valutakris utvecklades. Han drog paralleller med den brittiska utvecklingen 1976.³⁷

Jag rapporterade till Franzén i Stockholm. Han kunde meddela att på torsdagen den 1 juli skulle räntan sänkas med en kvarts procentenhet till 8,5 procent och sannolikt ytterligare med en kvarts procentenhet följande torsdag (denna sänkning genomfördes inte). Det var stort tryck från fullmäktige för sänkningar.

Den 9 juli tog Lachman upp Sverige i IMF:s styrelse under punkten »Problem countries«. Det var mycket ovanligt att länder som inte hade stora problem i sina program och avtal med IMF togs upp. Detta väckte därför stor uppmärksamhet att ett industriland som Sverige var på dagordningen.

Den 19 juli avbröt Franzén sin semester. Kronan var mycket svag trots interventioner på ca 1 miljard kronor varje dag i den föregående veckan. Samma dag skrev Hans Tson Söderström i Finanstidningen att räntan skulle ner till 3 procent (real). Socialdemokraternas ekonomseminarium i Visby över helgen gav samma budskap. Bo Lundgren sa på onsdagen den 21 juli att räntan är den enskilt viktigaste faktorn för ekonomisk uppgång och efterlyste 3 procents realränta.

Den inhemska diskussionen och synen på räntepolitiken var med andra ord helt annorlunda än den internationella. Anne Wibble insåg emellertid riskerna för valutan av en aggressiv räntesänkninglinje och den 23 juli uttryckte hon sitt stöd för Riksbankens räntepolitik. Hon ansåg den »mycket klok« och sa att det fanns ingen splittring i regeringen.³⁸ Det hindrade dock inte att det i tidningarna dagen efter stod att Alf Svensson krävde lägre ränta.

Den 26 augusti presenterade *Dagens Industri* delar av IMF:s Staff

37. År 1976 fanns det inom den brittiska regeringen förespråkare för konkurrensdevalvering. Något liknande förelåg inte i Sverige men pressen på Riksbanken att sänka räntan och motverka kronfallet med stödköp av kronan kunde ge intryck av att en svag krona önskades. Lars Jonung hade vid en middag med ekonomer på Riksbanken den 17 juni förespråkade en aggressiv räntesänkninglinje. Torsten Persson, Staffan Viotti, Peter Englund och Lars E. O. Svensson var emot. Vid middagen konstaterade dock Franzén att han inte kände till att någon i regeringen anmält avvikande mening mot kompletteringspropositionen från april.

38. Egna anteckningar.

Report: »Varning Sverige«. Dagen efter behandlades Sverige i IMF:s styrelse.³⁹ Då riktades massiv kritik mot finanspolitiken och Riksbanken fick brett stöd för sin förda politik. Den 3 september skickar IMF:s högste chef, Michel Camdessus ett skarpt formulerat brev till Carl Bildt från IMF:s styrelse. Dennis och Wibble fick kopia av brevet.

Att det viktigaste för Riksbanken var att värna prisstabiliteten uttrycktes med andra ord klart från internationella organisationer och marknadsaktörer. Det var viktigt för Riksbankens möjligheter att stå emot kraven på räntesänkningar och förhindra ett snabbt och kraftigt fall av kronan, med åtföljande inflationsrisker. Diskussionerna om inflationsmålet och takten i ränteändringar skulle dock fortsätta under 1994 i samband med att Bengt Dennis överlämnade till Urban Bäckström. Då uppstod nya frågor om hur fullmäktige resonerat om inflationsmålet.

Under våren 1994 ville Bäckström att inflationsmålet skulle kommuniceras genom att kompletteras med en presentation av vilken ökning i penningmängden som var konsistent med inflationsmålet.⁴⁰ Det gjordes ett stort antal regressioner på Riksbanken, några till och med av riksbankschefen själv, men det visade sig fortsatt svårt att presentera tillförlitliga, stabila samband mellan penningmängdsaggregat och prisutveckling.

Under oktober 1995 uppstod på nytt en diskussion om inflationsmålet. Klas Eklund reagerade mot att Bäckström inte lika tydligt preciserade att målet var 2 procent. I ett brev daterat den 20 oktober 1995 skriver Eklund till Bäckström att Bäckströms uttalande i

39. Det anförande som den nordiske direktören skulle hålla i IMF:s styrelse när Sverige behandlades föranledde långa diskussioner mellan Riksbanken och tjänstemännen på finansdepartementet. Tjänstemännen insisterade två gånger på att Wibble var emot skrivningen; »the authorities fully share the view that further interest rate cuts should be gradual, and should, in general, be undertaken *only* in the context of a strengthening of the krona.« Vid direktkontakt med Wibble visade det sig emellertid att hon fullt ut stödde detta uttalande och det blev därför kvar i inledningsanförandet.

40. Det är oklart för mig om Bäckström avsåg att endast förbättra kommunikationen av inflationsmålet eller om avsikten också var att lägga stor vikt vid utvecklingen i penningmängden för utformningen av penningpolitiken.

ett tal »Möjligheten har ökat för att inflationen under 1996 kommer att ligga nära prisstabilitetsmålets övre toleransintervall« är felaktigt och omöjligt. Eklund skriver:

För det första har prisstabilitetsmålet inget toleransintervall ö.h.t.! Det är inflationsmålet som har det (ert mål är prisstabilitet, och som ett verktyg att nå det har ni formulerat ett inflationsmål med ett toleransintervall). För det andra finns det inte något 'övre' eller undre toleransintervall. Det finns däremot ett intervall som har en övre respektive undre gräns.

För Klas Eklund var skillnaden viktig; och han skrev att denna språkexercis är »av ohyggligt värde för Riksbankens trovärdighet!«

Det var inte bara Eklund som reagerat på språkbruket utan även Kjell-Olof Feldt fann anledning att i fullmäktige ändra på formuleringar i sammanfattningen till inflationsrapporten så

att det inte uppfattades som om vi ändrat målet till 3 procent.

Den 5 januari 1996 skrev Bäckström till mig och påpekade att vi gjorde olika tolkningar av inflationsmålet. Frågan gällde åter tolkningen av toleransintervallet. Bäckström skrev:

Toleransintervallet syftar till att fungera som en buffert för a) prognosfel, b) fånga tillfälliga störningar i form av indirekta skatter och reducerade subventioner och c) fånga upp tillfälliga störningar i form av internationella råvaruprisstörningar.

Det innebär att »korrigerat« för det som toleransintervallet är till för att korrigera, skall inflationen hamna på 2 procent. Det är således inte headline inflation som skall vara 2 procent utan det korrigerade värdet. Det är ju det som är den trendmässiga inflationen, ett begrepp som jag också använt många gånger.

Bäckström antog, helt korrekt, att vi hade haft »rätt bråttom när det formulerades« och han bad mig tänka och begrunda.

Det hade emellertid Lars Hörngren och Hans Lindberg redan gjort. De hade skickat ut en PM till policygruppen den 5 oktober 1994: »Inflationsmålet – ett (nytt) förslag till språkregel.« Prome-

morian avslutas med en »språkregel i kortversion«. Den förtjänar att återges:

I riksbanksfullmäktiges uttalande om inflationsmålet från den 15 januari 1993 heter det. »Riksbanken preciserar målet för penningpolitiken som att förändringen i konsumentprisindex från och med 1995 begränsas till 2 procent, med en tolerans om ± 1 procentenhet.« Måluppfyllelsen skall bedömas i relation till KPI-förändringar som de konventionellt redovisas, dvs. den procentuella förändringen (mätt i årstakt). Det ligger ett värde i att målet utvärderas i termer som är välbekanta för en bred allmänhet och med ett mått som är kopplat till de priser som hushållen möter.

Ett intervall på 2 procentenheter finns inbyggt i målformuleringen av hänsyn till osäkerheten om hur inflationen kommer att utvecklas. Det kan likafullt inte uteslutas att inflationen hamnar utanför bandet. Riksbanken kommer då att redovisa sin bedömning av orsakerna till detta. Efter en avvikelse från målet (uppåt eller nedåt) måste politiken utformas så att inflationen kan föras tillbaka till önskad nivå. Vilka åtgärder som är motiverade måste bedömas med hänsyn till avvikelens orsaker.

Avslutande kommentar

För en centralbank är förtroende avgörande för att lyckas med att uppnå och bibehålla prisstabilitet. Försvaret av den fasta växelkursen visade att Sverige som land var villigt att ta på sig kortsiktiga kostnader för att långsiktigt kunna ändra utvecklingen och värna penningvärdet. Bengt Dennis åtnjöt stort förtroende och kunde efter kronans fall initiera och implementera en penningpolitik under rörlig växelkurs. Under det första året med inflationsmål utvecklades successivt analysramen och hur penningpolitiken borde kommuniceras under flytande krona. Det var oerhört viktigt att de påtryckningar som skedde för att snabbt sänka räntan kunde motstås. Trots att den borgerliga regeringen var uttalat positiv för en självständig centralbank förekom det mer eller mindre öppna på-

tryckningar. Tack vare Anne Wibble och Bengt Dennis kunde Riksbanken etablera och implementera penningpolitik med ett explicit inflationsmål.

När Urban Bäckström efterträdde Bengt Dennis uppstod ånyo en osäkerhet om inriktningen av penningpolitiken. Bäckström hade hört till en av Riksbankens kritiker och det fanns de på marknaden som ansåg att regeringen tog greppet om Riksbanken. Den socialdemokratiska oppositionen skulle troligen inte ha tillhört en självständig centralbanks försvarare.

Räntehöjningen i augusti 1994, några veckor före riksdagsvalet, bidrog sannolikt till att stärka förtroendet för inflationsmålet. Inledningsvis var Urban Bäckström negativ till att höja räntan men lät sig övertalas. Under våren 1994 fördes en intensiv intern penningpolitisk debatt i Riksbanken. Bäckström ville sänka räntan medan andra i policygruppen var negativa eller starkt tveksamma till detta, inte minst med tanke på det bristande förtroendet för budgetkonsolideringen.

Höjningen i augusti kom dessutom kort efter det att inflationsrapporten i juni angivit att den uppgång som skett i långa räntor efter långränteuppgången i USA från februari månad (då FED höjde styrräntan) inte med säkerhet kunde tolkas som sviktande förtroende för penningpolitiken eller den ekonomiska politiken i stort. De första nio versionerna av utkast till inflationsrapport hade haft en annan slutsats men version tio, som publicerades, sa alltså något annat. Redan under juli månad stod det dock klart att det var tidigare utkast som var korrekta i sin analys. Jag beslutade att kalla in stora delar av ekonomiska avdelningen från sommarssemestern för ytterligare analys. Efter ett par veckor stod det klart att räntan måste höjas.⁴¹ Så skedde också.

41. Jonas Ahlander, Hans Dellmo, Mats Galvenius, Bengt Hansson, Alexander Nilson m.fl. bidrog aktivt till att få fram beslutsunderlaget. Tillsammans med Claes Berg, som hade blivit biträdande avdelningschef 1993, skrev jag en längre promemoria »Inflationsmålet hotat under 1994 och 1995« med tydliga inflationsprognoser under olika antaganden om räntepolitiken och växelkursutvecklingen. Om inte räntan höjdes bedömdes inflationstakten fortsätta öka för att under 1995 uppgå till 3,8 procent i årsge-nomsnitt, dvs. betydligt över den övre toleransgränsen under det första året som inflationsmålet skulle uppfyllas.

Det var först i samband med att budgetkonsolideringen blev mer trovärdig som diskussionen om stora och snabba räntesänkningar tog fart. Det sammanföll med att Thomas Franzén lämnade Riksbanken hösten 1995. Riksbanksledningen ifrågasatte under senhösten 1995 ekonomiska avdelningens analys och ansåg att räntan borde sänkas. Först när analyserna visade att räntan borde sänkas med tanke på inflationsutvecklingen kom emellertid räntesänkningen. Då hade en omfattande budgetsanering kommit igång, något som bör ha stärkt tilltron till inflationsmålet.⁴²

Den samlade ekonomiska politiken blev under en period stram. Realräntan var hög. Om strukturproblemen i svensk ekonomi hade börjat åtgärdas tidigare och om förtroendet för penningpolitiken hade varit större, skulle perioden med restriktiv penningpolitik kunnat vara betydligt kortare. För att uppnå trovärdighet behövdes emellertid en högre ränta än vad som var strikt realekonomiskt motiverat. När trovärdigheten ökade blev under en period realräntan hög men utan att ha »tagit i för mycket« skulle räntorna långsiktigt behövt vara högre eftersom tilltron till inflationsmålet då skulle ha varit lägre.

Den strama penningpolitiken blev ett givet mål för kritik. Sverige delade även i detta avseende den utveckling som skett i Kanada. Även där kritiserades penningpolitiken i efterhand för att ha varit för stram under den period då trovärdigheten för inflationsmålet markant ökade.

Prisstabilitet har åter blivit en förhållandevis etablerad norm men den kan aldrig tas för given av en centralbank. Trots att prisutvecklingen varit gynnsam är sysselsättningsgraden fortsatt lägre än under 1980-talet och Sveriges relativa välstånd är lägre än under de senaste decennierna. Det visar att penningpolitiken inte ensam förmår skapa välstånd men den kan skapa mer eller mindre goda förutsättningar.

Inflationsmålet utformning har varit och är föremål för diskus-

42. Den första räntesänkningen, i en serie av omfattande sänkningar, inleddes den 10 januari 1996.

sion och kritik. Riksbanken hade få föregångare att luta sig mot, även om Kanada kom att spela en stor roll. När Bank of England senare angav ett inflationsmål hamnade detta på 2,5 procent och den europeiska centralbankens mål blev en inflationstakt på under 2 procent. Skillnaden mot 2 procent kan tyckas försumbar men en högre inflationstakt med någon tiondels procent över tiden leder till en stor skillnad i penningvärde. Med tanke på de strukturproblem som fanns och fortfarande finns i den svenska ekonomin tycker jag än idag att det svenska inflationsmålet blev ändamålsenligt och har fungerat bra.

Appendix 5.1. PM översänd till finansministern den 1 december 1992:

INRIKTNINGEN PÅ DEN EKONOMISKA POLITIKEN

1 Bakgrund

Beslutet att låta kronan flyta påverkar kraven på den ekonomiska politiken. Den bristande trovärdigheten för möjligheterna att upprätthålla den fasta växelkursen uppstod till följd av strukturella problem i svensk ekonomi. Våra tidigare devalveringar, 1976, 1977, 1981 och 1982, medförde dessutom att det fanns en betydande skepsis om allvaret i strävan efter prisstabilitet och om det målet kunde uppnås på medellång sikt.

Våra erfarenheter av tidigare devalveringar har klart demonstrerat betydelsen av låg inflation. Om inflationstakten hade varit lägre skulle det strukturella underskottet i statens budget ha blivit synligt tidigare. Dessutom hade problemen inom den finansiella sektorn blivit avsevärt mindre. De obalanser som uppstod under 1980-talet visar vikten av att svensk ekonomisk politik inriktas mot prisstabilitet.

2 Betydelsen av en annan arbetsfördelning mellan finans- och penningpolitiken

Den svenska ekonomin befinner sig sedan ett par år i en lågkonjunktur. Samtidigt har statens finansiella sparande försvagats kraftigt och det finansiella systemet uppvisar ökade kreditförluster och därmed en försvagad position. Investeringsverksamheten är låg. För att få till stånd ett förbättrat ekonomiskt läge och erhålla en ökad investeringsverksamhet samt tillväxt är det angeläget att räntorna faller. Lägre räntor har stor betydelse för hårt skuldsatta företag och hushåll.

Effekten av stora budgetunderskott i form av stimulans av ekonomin har sedan länge upphört. En försvagning av statsbudgeten i relation till BNP har på några år skett med 12 procent. De stora budgetunderskotten medför att trovärdigheten i anti-inflationspolitiken ifrågasätts. En ändrad arbetsfördelning mellan finans- och penningpolitiken, skulle resultera i de lägre räntor som svensk ekonomi behöver.

Medlet för att uppnå prisstabilitet var tidigare den fasta växelkursen. Denna innebar att vår inflationstakt inte långsiktigt kunde avvika från den i våra viktigaste konkurrensländer rådande inflationstakten.

Med en rörlig växelkurs är medlet ett annat för att uppnå prisstabilitet. På sätt och vis kan man säga att det alltid råder konsistens mellan penning- och finanspolitiken. Om finans- och budgetpolitiken upplevs som svag, blir penningpolitiken desto stramare. Denna konsistens innebär emellertid inte att avvägningen mellan finans- och penningpolitik är den bästa med hänsyn till det ekonomiska läget. Med en annan avvägning skulle ekonomin kunna utvecklas mer gynnsamt. Vad som nu krävs är en gemensam strävan från finans- och penningpolitiken för att begränsa inflationsförväntningarna och därmed möjliggöra prisstabilitet på medellång sikt.

3 Behovet av budgetkonsolidering under rörlig växelkurs

Beslutet att låta kronan flyta påverkar inte det totala behovet av

budgetkonsolidering. Däremot påverkas den önskvärda tidsprofilen av åtgärderna för att minska budgetunderskottet. Rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik är nu förändrad och möjligheterna att med penningpolitik och växelkursförändringar påverka inhemsk efterfrågan är betydligt större. I princip kan penningpolitiken helt eliminera den initialt kontraktiva effekt som uppstår vid en budgetförstärkning.

Beräkningar som genomförts i Riksbanken visar hur angeläget det är att åstadkomma en minskning av budgetunderskottet. Det är av flera skäl viktigt att påbörja budgetkonsolideringen så tidigt som möjligt. För det första blir de nödvändiga åtgärderna mindre. För det andra har budgetunderskotten inte resulterat i ökad ekonomisk aktivitet. Tvärtom, genom att minska trovärdigheten i den ekonomiska politiken har de strukturella budgetunderskotten ytterligare förvärrat vårt ekonomiska läge. För det tredje har vi en kraftigt ökande statsskuld (under gynnsam ekonomisk utveckling och utan ytterligare åtgärder beräknas statsskulden fördubblas från 1990 till 1997 vilket skulle innebära ca 90 procent av BNP) något som kommer att resultera i att en allt större andel av statsutgifterna åtgår till att betala räntor på statsskulden. Detta drabbar i första hand hushåll med små eller medelstora inkomster.

Den depreciering som nu har skett av kronan innebär ytterligare ökad konkurrenskraft för svenskt näringsliv. För att uppnå prisstabilitet på medellång sikt är det angeläget att budgeten blir betydligt stramare än som tidigare bedömdes som nödvändigt. Det innebär att ytterligare åtgärder måste vidtas för att minska budgetunderskottet. I annat fall kan trovärdigheten i anti-inflationspolitiken ifrågasättas, med ökade inflationsförväntningar och framför allt högre, långa räntor som följd. Det skulle äventyra konjunkturuppgången och skulle dessutom påverka den finansiella sektorn negativt.

4 Behovet av penningpolitisk lättnad

Som tidigare påpekats skulle en lägre räntenivå ha klart positiva effekter på svensk ekonomi. Penningpolitikens möjligheter att

beakta efterfrågeläget i ekonomin har ökat. Vid en fast växelkurs måste penningpolitiken inriktas på att balansera valutaflödena och räntan måste sättas så att detta uppnås. Med en rörlig växelkurs kan penningpolitiken bidra till att påverka efterfrågeläget. Det innebär emellertid inte att räntan kan sättas på vilken nivå som helst. Räntan har betydelse för hur inflationsförväntningarna kommer att utvecklas och därmed även för växelkursen.

En lägre växelkurs, dvs. att den svenska kronan deprecieras, innebär att importpriserna stiger och att vissa inhemska producenter (framför allt de som producerar s.k. substitutvaror) kommer att höja sina priser. Detta leder till en allmän prisuppgång och inflationen stiger. För att få trovärdighet för anti-inflationspolitiken måste budgetpolitiken vara avvägd mot prisstabilitetsmålet.

Utrymmet för att sänka marginalräntan beror på den samlade trovärdigheten av den ekonomiska politiken. Om prisstabilitet deklarerats som ett övergripande mål *utan att följas upp av konkreta, trovärdiga åtgärder*, kan Riksbanken inte upprätthålla trovärdigheten för den ekonomiska politiken och samtidigt sänka räntan. Det skulle uppfattas som om Riksbanken inte längre ansåg det möjligt att uppnå prisstabilitet på medellång sikt. De höga räntorna leder till mycket negativa effekter för svensk ekonomi. Dessutom skulle det deklarerade prisstabilitetsmålet uppfattas som ett »golv« för samtliga aktörer och skulle endast resultera i ökade löner och priser.

Ett långsiktigt mål vad prisstabilitet innebär, bör preciseras. I flera andra länder, bl.a. Kanada och Nya Zeeland, har siffran 2 procent angivits som mål. På kort sikt, dvs. under nästa år, kommer det inte att vara möjligt för Sverige att uppnå en inflationstakt under 4,5–5 procent. Det är synnerligen angeläget att den ekonomiska politiken utformas så att inflationsuppgången inte permanentas och byggs in i en löne/prisspiral. Denna målsättning kan innebära att en del av den initiala prisimpulsen måste dämpas genom att en stramarre finans- och penningpolitik förs så att inflationsförväntningarna inte ökar. Det helt avgörande är emellertid det rådande efterfrågeläget och löneavtalens utformning.

5 Behovet av att agera snabbt och kraftfullt

Idag råder det en betydande osäkerhet om vilken budget- och penningpolitik som kommer att bedrivas. Osäkerheten leder till större volatilitet i räntor, vilket i sig medför en kostnad. Dessutom kan växelkursen komma att deprecieras ytterligare om besked dröjer. Det är därför angeläget att prisstabilitet deklarerats som ett viktigt mål i den ekonomiska politiken och att det följs upp av konkreta, kraftfulla åtgärder. Någon belöning i form av lägre räntor kan aldrig en centralbank utlova, men det är självfallet så att om åtgärderna bedöms trovärdiga, och i linje med den långsiktiga inriktningen av den ekonomiska politiken, kommer marknadens reaktion att bli positiv. Man förväntar sig att Riksbanken ska sänka marginalräntan. Riksbanken bör agera på ett sådant sätt att den långsiktiga inriktningen och trovärdigheten inte äventyras. Det innebär att en betydande sänkning kan komma i fråga först när finanspolitiken har fått en tillräckligt stram inriktning.

Riksbanken kommer vid utformningen av penningpolitiken att följa flera indikatorer. Utan att ange någon prioritetsordning, kan följande indikatorer nämnas: den långa räntan, inflationsförväntningar, kapacitetsutnyttjande, löneavtal, statligt upplåningsbehov, penningmängd, kreditvolym etc.

En lägre marginalränta skulle framför allt påverka de korta marknadsräntorna. Det är av större betydelse för ekonomin att de långa räntorna kommer ner. Riksbanken kan inte styra de långa räntorna, utan det är den samlade ekonomiska politiken som avgör i vilken mån dessa faller. Det är vår bedömning att de långa räntorna har en viss fallhöjd, givet en annan fördelning mellan finans- och penningpolitiken. Den internationella utvecklingen är självfallet också av stor betydelse för räntenivån.

6 En tänkbar plan för att öka trovärdigheten i den ekonomiska politiken

Det är vår bedömning att ytterligare åtgärder för att minska budgetunderskottet måste ske redan under 1993. Detta kan förenas med

att prisstabilitetsmålet förtydligas. En målsättning i den ekonomiska politiken kan vara att begränsa inflationen under 1994 till mellan 2 och 3 procent. Under 1993 accepteras en högre inflationstakt (5 procent). Inflationstakten mäts som årsgenomsnitt av KPI. För åren därefter blir målsättningen en inflationstakt på mellan 1 till 3 procent. I den mån inflationstakten ett enstaka år avviker från normen, skärps kraven de påföljande åren.

För att uppnå en sådan norm bör en ytterligare budgetkonsolidering ske under 1993/94. Samtidigt bör en plan presenteras för hur budgetunderskottet skall reduceras. En rimlig målsättning förefaller vara att underskottet i statens finansiella sparande uppgår till, som högst, 2–3 procent av BNP år 1997.

Referenser

- Ahlander, Jonas (1992), »Sveriges konkurrenskraft«, promemoria, Sveriges Riksbank, 22 september 1992.
- Ahlander, Jonas (1992), »Effekter på den svenska ekonomins anpassning av en svagare europeisk utveckling«, promemoria, Sveriges riksbank, 19 november 1992.
- Ahlander, Jonas (1992), »Utsikter för Sveriges internationella konkurrenskraft«, promemoria, Sveriges riksbank, 19 november 1992.
- Andersson, Krister (1992a), »Budgetunderskottet och finanspolitikens inriktning«, *Penning- & Valutapolitik*, 1992:3, Sveriges riksbank.
- Andersson, Krister (1992b), »Budgetutvecklingen i ett medelsiktigt perspektiv«, *Penningpolitik under rörlig växelkurs*, Sveriges riksbank, december 1992.
- Andersson, Krister (1992c), »Penningpolitik med en rörlig växelkurs«, promemoria, Sveriges riksbank, 19 november 1992.
- Andersson, Krister, (1992d), »Inriktningen på den ekonomiska politiken«, promemoria, Sveriges riksbank, 1 december 1992.
- Andersson, Krister (1994), »Arbetet med inflationsrapporter«, i *Penningpolitiskt forum* 1994, SNS och Sveriges riksbank.
- Andersson, Krister och Thomas Franzén (1993), »Alltför expansiv penningpolitik skadar ekonomin«, i *Svenska Dagbladet*, 25 februari 1993.
- Andersson, Krister och Thomas Franzén (1993), »Riksbankens politik att göra kronan starkare«, i *Svenska Dagbladet* 5 mars 1993.
- Andersson, Krister och Claes Berg, (1994), »Inflationsmålet hotat under 1994 och 1995«, promemoria, Sveriges riksbank, 9 augusti.

- Barnevik, Percy (1993), »Räntesänkning viktigast just nu«, i *Dagens Industri*, 25 februari 1993.
- Berg, Claes (1994), »Inflationens skadeverkningar« i *Penningpolitiskt forum* 1994, SNS och Sveriges riksbank.
- Berglund, Ambjörn, (1993), »KPI inget bra inflationsmått«, i *Svenska Dagbladet*, 18 februari 1993.
- Bergqvist, Robert och Gunnar Blomberg (1992), »Effekterna av deprecieringen på den privata sektorns tillgångar och skulder i utländsk valuta. Ett försök till uppskattning«, promemoria Sveriges riksbank, 30 november 1992.
- Cozier, Barry (1990), »Targeting Inflation: Which Price Index is Best?«, Research Department, Bank of Canada, 9 oktober 1990.
- Dagens Industri* (1993), »Ekonomer kräver. Sänk räntan snabbt«, 24 februari 1993.
- Dennis, Bengt (1993), »European Financial Integration and the Nordic Countries«, Remarks before the Sixth Scandinavian Management Symposium, Bergen.
- Dennis, Bengt (1998), 500%, Bokförlaget DN.
- Eklund, Klas (1995), brev till Urban Bäckström, 20 oktober 1995.
- Fahlén, Olle (1992), »OECD: Sverige har sämst offentliga finanser«, i *Dagens Industri*, 17 december 1992.
- Fromlet, Hubert (1993), »Svårt hitta rätt inflationsmått«, i *Svenska Dagbladet*, 26 februari 1993.
- Gustavsson, Kurt (1992), »Om deprecieringen blir 20 procent – en snabbkalkyl, 1993«, promemoria, Sveriges riksbank, 22 december 1992.
- Gustavsson, Kurt (1992), »Förklaring till prognosmissar«, promemoria, Sveriges riksbank, 19 november 1992.
- Heikensten, Lars, »Kasta inte in handduken!«, *Affärsvärlden* nr 7, 1993.
- Heller, Peter S., Richard D. Haas och Ahsan S. Mansur (1986), »A Review of the Fiscal Impulse Measure«, *Occasional Papers* (nr 44), IMF, Washington, D.C. (maj).
- Hämäläinen, Sirkka (1992), »Monetary Policy with a Floating Markka«, Finlands Bank.
- Hörngren, Lars (1992), »Bör vi knyta kronan till D-marken?«, promemoria, Sveriges riksbank, 22 oktober 1992.
- Hörngren, Lars (1992), »Svensk ekonomisk politik under nya förutsättningar«, *Penningpolitik under rörlig växelkurs*, Sveriges riksbank, december 1992.
- Hörngren, Lars och Hans Lindberg (1994), »Inflationsmålet – ett (nytt) förslag till språkregel«, promemoria, Sveriges riksbank, 5 oktober 1994.
- Industriförbundet (1993), *Konjunkturen* nr 1, 1993.
- International Monetary Fund (1993), »Technical Assistance Mission to Sveriges riksbank, January 25–29, 1993«, Aide memoire.

- International Monetary Fund (1988), *Occasional Papers* (nr 44).
- Kjellsson, Marie, (1992), »Den internationella valutamarknaden 1991 och 1992«, *Penning- & Valutapolitik*, 1992:4.
- Jakobsson, Ulf, (1993), »Riksbankens penningpolitiska linje 'extrem'«, i *Svenska Dagbladet*, 27 februari 1993.
- Johansson, Mikael och Lars-Georg Bergkvist (1993), »Tungt stöd till försiktig Dennis«, i *Svenska Dagbladet*, 10 mars 1993.
- Jonung, Lars, (1992), »Den svenska prisstabiliseringspolitiken 1931-39 – Riksbanken och Knut Wicksells norm«, *Penningpolitik under rörlig växelkurs*, Sveriges riksbank, december 1992.
- Lindenius, Christina, (1992), »Penningpolitikens utformning under rörlig växelkurs i Kanada och Nya Zeeland«, *Penningpolitik under rörlig växelkurs*, Sveriges riksbank, december 1992.
- Lindh, Yngve (1992), »Svenska erfarenheter av rörlig växelkurs 1931-33«, promemoria, Sveriges riksbank, 23 november 1992.
- Lundgren, Nils (1993), »Sänk korta räntan!«, i *Dagens Nyheter*, 26 februari 1993.
- Malmqvist, Peter (1993), »Återvänd till 80-talets valutakorg«, i *Svenska Dagbladet*, 9 mars 1993.
- Marlor, Felice (1992), »Money and Credit Aggregates as Indicators for Monetary Policy«, promemoria, Sveriges riksbank.
- Mitlid, Kerstin (1992), »Erfarenheterna av flytande växelkurs i Schweiz«, *Penningpolitik under rörlig växelkurs*, Sveriges riksbank, december 1992.
- Nilson, Alexander (1992), »Tre körningar på nettoprisindex«, promemoria, Sveriges riksbank, 28 november 1992.
- Nilsson, Christian (2002), »Rixmod – Riksbankens makromodell för penningpolitisk analys«, *Penning- & Valutapolitik*, nr 2, s. 45-69, Sveriges riksbank, 2002.
- Nilsson, Christian och Jonny Nilsson (1992), »Om kronan flyter – finns det andra nominella ankare?«, promemoria, september 1992.
- Nilsson, Kjell (1993), »Räntesänkning ej patentmedicin«, i *Dagen Industri*, 5 mars.
- Riksbanken (1993), »Riksbanken anger målet för penningpolitiken«, Pressmeddelande nr 5, 1993, 15 januari 1993.
- Russo, Massimo (1992), brev från IMF till Bengt Dennis, 23 december 1992.
- Schück, Johan (1992), « 'Spara 100 miljarder' Chefekonom på riksbanken pekar på behov av nya sparplaner«, i *Dagens Nyheter*, 16 december 1992.
- Schück, Johan (1993), »Kronan föll för djupt«, i *Dagens Nyheter*, 5 mars 1993.
- Stillerud, Karin (1992), »Icke-finansiella företags finansiella ställning«, promemoria, Sveriges riksbank, 19 november 1992.

- Stjernborg, Siv (1992), »Statistik över inflationsförväntningarna« promemoria, Sveriges riksbank, 15 december 1992.
- Ström, Pernilla (1992), »Bildt: Kronan bör knytas till EMS«, i *Veckans Affärer* nr 51/52, 16 december 1992.
- Sundberg, Marie (1993), »Riksbanken stoppade fortsatt räntefall«, i *Dagens Industri*, 9 mars 1993.
- Sundling, Mattias (1993), »Ekonomer kräver: Sänk räntan snabbt«, artikel i *Dagens Industri*, 24 februari 1993.
- Svegfors, Mats, (1993), »Växelkurs 90-projektet i repris«, i *Svenska Dagbladet*, 3 februari 1993.
- Svensson, Lars E. O. (1992a), »Varför bör kronan nu knytas till D-marken istället för ecun?«, promemoria, 26 oktober 1992.
- Svensson, Lars E. O. (1992b), »Mål och indikatorer under rörlig växelkurs«, *Penningpolitik under rörlig växelkurs*, Sveriges riksbank, december 1992.
- Svensson, Lars E. O. (1992c), »Målet om prisstabilitet måste ha folklig förankring«, artikel av Mattias Sundling i *Dagens Industri*, 16 december 1992.
- Svensson, Maude (1992), »Effekter av de finanspolitiska paketen«, promemoria, Sveriges riksbank, 19 november 1992.
- Söderström, Hans Tson, (1992), »Ekonomisk politik med flytande växelkurs«, utkast sänt till Riksbanken 30 november 1992.
- Wachtmeister, Ian och Bert Karlsson (1993), »Vi är redo att fälla regeringen«, i *Dagens Nyheter*, 21 februari 1993.
- Van der Hoeven, William (1993), »IMF Technical Assistance Mission, januari 1993«, promemoria, Sveriges riksbank, 28 januari 1993.
- White, William (1992) »The Role of the Exchange Rate in Canadian Monetary Policy«, en presentation vid Joint Vienna Institute, 6 november 1992.
- Wibble, Anne (1992), Speech by Ms. Anne Wibble, Minister of Finance, Sweden, at a luncheon presentation arranged by Morgan Stanley International. Howard Hotel, London, October 21, 1992.
- Wibble, Anne (1992), »Program för prisstabilisering«, anförande av finansminister Anne Wibble i riksdagen 1992-12-03.
- Örn, Gunnar (1992), »Riksbanken får svårt att bekämpa inflationen«, i *Finanstidningen*, 16 december 1992.

6. 1990-talets väg till prisstabilitet

»Riksbanken är löntagarnas bästa vän just nu. LO-ekonomerna har haft fel som i tio års tid skällt på Riksbanken«, sa LO-chefsekonom Dan Andersson (DN 19/1) i början av 2001.

Uttalandet tycker jag väl fångar in den omsvängning som skett i synen på den ekonomiska politiken. Annat var det för tio år sedan då många kritiska röster höjdes när Sverige sakta men säkert började en lång vandring mot ökad stabilitet och bättre förutsättningar för ekonomisk tillväxt.

En enträgen kamp under 1990-talet för stabilitet i svensk ekonomi bar med tiden frukt. Årtiondet efter den djupa krisen skiljer sig på flera punkter från 1970- och 1980-talen. För det första sjönk inflationstakten ned till runt 2 procent per år i genomsnitt. Det är ungefär i linje med prisökningstakten hos våra viktigaste konkurrentländer och innebar en markant nedgång. Under 1970- och 1980-talen var inflationstakten i genomsnitt 8 procent per år. För det andra växte BNP något snabbare under 1990-talet – i vart fall sedan den djupa ekonomiska nedgången i början av decenniet hade klingat av – än under de omedelbart föregående decennierna. För det tredje har svängningarna i såväl inflationstakt som BNP-tillväxt varit lägre. Den svenska ekonomin har alltså inte bara präglats av låg inflation och relativt gynnsam tillväxt, den har även utvecklats mer stabilt under 1990-talet än under 1970- och 1980-talen.

Den direkta orsaken bakom fallet i inflationstakten hänger samman med den djupa nedgången i ekonomin i början av 1990-talet. Att inflationen sjunker snabbt i en sådan situation är inte förvånande.

* Jag är tacksam för värdefulla synpunkter på tidigare versioner av denna uppsats från Villy Bergström, Anders Borg, Jörgen Eklund, Johan Gernandt, Lars Heikensten, Lars Jonung, Staffan Viotti och Anders Vredin.

de. När aktiviteten i ekonomin mattas, minskar resursutnyttjandet vilket oftast leder till att också prisstegringarna dämpas. Men ekonomin vände upp igen och tillväxten tog fart. Trots detta förblev inflationen låg. Att ekonomin växte snabbare har delvis sin förklaring i den djupa krisen, eftersom det fanns ett stort mått av lediga resurser att ta i anspråk utan att det riskerade att leda till överhettning när aktiviteten väl började stiga igen. Därutöver finns det tecknen på att också den trendmässiga tillväxten låg något högre, vilket tyder på en bättre fungerande ekonomi. Om det är riktigt, kan det vara ett stöd för hypotesen att en ekonomi med låg och stabil inflation fungerar bättre och att det ger en viss höjning av BNP-tillväxten. En naturlig fråga blir då vad det var som gjorde att svensk ekonomi kunde utvecklas i den här riktningen?

Med mitt fokus är det naturligt att resa frågan om det stabiliseringspolitiska regimskiftet, som skedde då kronan började flyta, kan förklara den mer stabila utveckling som Sverige upplevt. Var det inflationsmålet eller prisstabilitetsmålet¹, som jag hellre vill kalla det, i kombination med en flytande växelkurs som var avgörande för att 1970- och 1980-talens inflationistiska utveckling kunde brytas? Jag tror dock att det vore en för snäv tolkning.

Låt mig först konstatera att ett mål i sig inte är någon garant för en varaktigt låg inflation. Det visar inte minst vår egen historia. Tanken på ett mål för prisstegringstakten lanserades faktiskt redan 1984 av den dåvarande socialdemokratiska regeringen. Målet sattes till 4 procent för det första året för att skärpas till 3 procent för det påföljande året. Framgången uteblev dock. Inflationen hamnade på mellan 7 och 8 procent för de båda åren. Samtidigt visar erfa-

1. Att jag vill kalla målet om 2 procents inflation för »prisstabilitetsmål« snarare än att använda den mer gängse termen »inflationsmål« hänger samman med mitt perspektiv som riksbankschef under den här perioden. Begreppet »inflation« förknippas ofta med något negativt medan »stabilitet« är mer positivt laddat. Med tanke på de olika problem (kvalitetsaspekter etc.) som normalt är förknippade med att mäta prisutvecklingen på en genomsnittlig varukorg så tror jag inte att jag gör våld på svenska språket om uttrycket prisstabilitetsmål används genomgående i uppsatsen. Till det kommer att riksbankslagen föreskriver att Riksbanken ska »upprätthålla ett fast penningvärde«, vilket är förenligt med Maastrichtfördraget, där det talas om att centralbanken ska ha prisstabilitet som mål (price stability).

renheterna från USA att en låg och stabil prisökningstakt går att uppnå utan ett siffersatt mål för inflationen.

Flytande växelkurs tycks inte heller vara någon patentmedicin för att åstadkomma stabilitet. Kanada lät sin valuta flyta fritt redan i början av 1970-talet. Inflationen låg ändå ungefär lika högt som i Sverige under 1970- och 1980-talen. Den flytande växelkursens roll tonas ned än mer om vi ser till den svenska erfarenheten i ett längre perspektiv. Sverige har, bortsett från 1970- och 1980-talen, en lång tradition med låg inflation med en krona som under huvuddelen av hela 1900-talet var knuten till andra valutor. Även andra länder har lyckats åstadkomma en låg inflation inom ramen för ett fast växelkurssystem. Det gäller också under perioden med fria gränsöverskridande kapitalrörelser. Danmark är ett land som haft en låg och stabil inflation i snart 20 år. Även länder, som numera är medlemmar av euro-området, lyckades inom det dåvarande europeiska växelkurssystemet (ERM) uppnå prisstabilitet.

Svaret på frågan varför Sverige kunde skifta från en hög- till en låginflationsregim är alltså mer komplicerat än att bara peka på prisstabilitetsmålet och den flytande växelkursen. Själv tror jag att det i grund och botten har handlat om två saker:

- ♦ För det första, en framväxande och successivt allt större vilja hos det svenska folket och deras representanter i riksdag och regering att, med prisstabilitet som medel, sträva efter en mer varaktigt stabil ekonomisk utveckling. En låg och stabil inflation sågs som en möjlighet att komma till rätta med de tvära kast i produktion och sysselsättning som präglade 1970- och 1980-talen samt inledningen till 1990-talet. Till detta kom en önskan att få ekonomin att fungera bättre.
- ♦ För det andra, en gradvis växande insikt om behovet av politiska beslut som gör det möjligt att också uppnå en sådan utveckling. Det räckte inte med att prata, komma med goda föresatser och stolta deklARATIONER. Det krävdes insatser av ett helt annat och mer djupgående slag. Efter ett par decennier av oändliga samtal och överläggningar mellan olika parter i den svenska ekonomin, som inte ledde särskilt

långt när det gällde att åstadkomma en stabil ekonomisk utveckling växte insikten successivt fram om behovet av konkreta ekonomisk-politiska åtgärder.

Vägen till prisstabilitet i vårt land har ingalunda varit spikrak. Det har inte funnits en övergripande plan. Det har inte alltid rått en bred politisk enighet om vad som borde göras i varje läge. Genom att kronförsvaret misslyckades och kronan började flyta övergick så att säga uppgiften att stabilisera ekonomin automatiskt till Riksbanken. Hade Sverige fortsatt med en fast växelkursregim, hade den *direkta* stabiliseringspolitiska rollen legat kvar hos riksdag och regering. Det förekom dock aldrig någon mer ingående diskussion om huruvida stabiliseringspolitiken skulle bedrivas via penningpolitiken. Trots olika synsätt i det svenska samhället växte ändå en ordning fram som i efterhand och på det hela taget fungerat ganska bra.

Under den här perioden fick Riksbanken möjlighet att agera självständigt. Fram till 1999 hade dock denna självständiga ställning inget direkt stöd i lagstiftningen. Trots detta upplevde jag att de beslut som fattades var grundade på den analys och de förslag som växte fram ur bankens organisation. Det kom med andra ord inga »beställningar« från regeringskansliet. 1999 kom en ny lagstiftning som gav Riksbanken en också i formell mening självständig ställning med ett tydligt uppdrag från riksdagen.

Riksbankens – de facto och senare de jure - självständiga ställning var för många en kontroversiell fråga. Med en sådan ordning avlägsnas penningpolitiken från den vanliga politiska processen. En del menar att detta leder till ett urholkande av demokratin. I det avseendet innebar 1990-talet uppenbarligen en nyordning. Kjell-Olof Feldt (1991) beskriver hur penningpolitiken diskuterades inom delar av regeringskretsen under 1980-talet även om de formella besluten fattades av riksbanksfullmäktige. Statssekreteraren i finansdepartementet var normalt ordförande i fullmäktige.

Varför uppfattas då en självständig riksbank som något kontroversiellt? Villy Bergström (2001) pekar på att motståndet mot ett mer självständigt penningpolitiskt beslutsfattande under 1990-talet

fanns inom fackförenings- och den socialdemokratiska rörelsen. Till dessa delar av det svenska samhället kan även fogas Miljöpartiet och Vänsterpartiet, som direkt motsatte sig den nya lagstiftningen om formell självständighet från 1999 när den röstades igenom i riksdagen. Bergström menar att minnet inom arbetarrörelsen lever kvar av hur folkstyret infördes vid en tid då begränsade eliter dominerade riksdagen, utgjorde regering och styrde Riksbanken. Av samma skäl, menar han, finns också en instinktiv motvilja inom arbetarrörelsen mot en författningsdomstol eller annan överprövning av politiska majoritetsbeslut, som kan anses inskränka folkviljan.

Jag tror att bakgrunden till motståndet mot en självständig centralbank också påverkats av 1970-talets diskussion kring den ekonomiska politikens roll. »Ekonomisk demokrati« var då ett av slagorden och tolkades delvis som att folkviljan, såsom den kommer till uttryck i representationen i riksdag och regering, skulle återspeglas i beslut i en mängd olika detaljfrågor inom det ekonomiska livet. Begreppet marknadsekonomi, som ju bygger på ett decentraliserat beslutsfattande utanför de politiska församlingarna, kom av många att förknippas med något »odemokratiskt«. Det finns också djupa keynesianska rötter inom det socialdemokratiska partiet med ambitionen att finjustera ekonomin, något som inte hänger samman med tanken på en självständig centralbank.

Jag vill även peka på det faktum att Riksbanken var drivande i frågan om att avreglera de finansiella marknaderna – och faktiskt själv fattade en del av besluten – på 1980-talet. När sedan utvecklingen ledde till att en finansiell bubbla byggdes upp som så småningom brast med förödande konsekvenser hamnade Riksbanken i skottgluggen. Kronförsvaret under hösten 1992, då marginalräntan höjdes till 500 procent under några dagar och Sverige höll ut i den kampen längre än t.ex. Storbritannien är ytterligare en aspekt som gjorde att fokus hamnade på Riksbanken. Gick regeringen och Riksbanken för långt, var det värt de höga räntorna när det ändå misslyckades osv.? Det var frågor som kom upp på dagordningen.

Alla dessa förklaringar av motståndet mot en decentralisering av beslutsfattandet i penningpolitiska frågor till Riksbanken är mer

eller mindre rimliga. Om delegering i sig av ett så viktigt politikområde som penningpolitiken upplevs som ett problem hos en stor del av det politiska systemet blir det svårt att fatta beslut som gör Riksbanken självständig. Detsamma gäller om det anses önskvärt med ett ökat direkt politiskt inflytande på alltfler områden liksom om politiska företrädare upplever att Riksbanken inte gjort ett bra jobb. I ljuset av dessa föreställningar framstår den politiska omsvängningen under 1990-talet som desto mer överraskande. Sannolikt kom det svenska medlemskapet i EU och dess krav på att varje land måste ha en lagstiftning om en självständig centralbank att spela en viktig roll för att det också kom att bli så i Sverige. Till detta kan även fogas den trend som finns på många håll i världen att låta penningpolitiken utformas på armlängds avstånd från den dagliga partipolitiska diskussionen.

I demokratisk mening innebär Riksbankens ökade självständighet en delegering av makt till en av riksdagens egna myndigheter – en delegering vars innebörd kan ändras efter beslut i riksdagen. Det finns alltså en indirekt folklig kontroll av Riksbanken, som också högst påtagligt satt sin prägel på hur vi praktiskt arbetat i banken. För oss i Riksbanken har det handlat om att gradvis vinna allmänhetens förtroende genom så stor öppenhet som möjligt, att stå till svars för de beslut som fattats och att vara beredda att diskutera den penningpolitiska uppläggningsen. Att vinna förtroende handlar inte bara om att se till att inflationen långsiktigt hålls kring de målsatta 2 procenten. Det handlar även om förtroende för att Riksbanken arbetar för en god ekonomisk utveckling, att det finns kompetens inom banken i form av högt kvalificerade medarbetare och att besluten fattas av en brett sammansatt grupp av personer. Att bygga upp den typen av förtroende tar lång tid. I det arbetet har Riksbanken själv den avgörande rollen.

Delegering av penningpolitiken är ett intressant »case« i den meningen att samma ordning skulle kunna införas också inom andra områden där det handlar om att praktiskt genomföra demokratiskt fattade övergripande beslut. I Sverige finns en lång tradition när det gäller detta synsätt. Inte bara domstolsväsendet kan ses som en förebild för Riksbankens nya ställning. I vårt land har det

sedan Axel Oxenstiernas regeringsform 1634 varit lagfäst med en – om än begränsad – självständighet för statliga myndigheter. Genom att bygga vidare på denna tradition, formulera tydliga mål som sedan följs upp, och driva självständigheten längre i olika sammanhang kan effektiviteten öka när det gäller offentligt beslutsfattande i största allmänhet.

Jag vill med den här uppsatsen ge min version av hur den nya stabiliseringspolitiska regimen på 1990-talet växte fram och förvaltades, vilka problem och svårigheter Riksbanken stötte på. Jag börjar med att kort summera upptakten till valutakrisen och den inledande penningpolitiken. Sedan visar jag på hur viljan och ambitionen att etablera prisstabilitet i vårt land växte fram. Därefter diskuterar jag hur trovärdigheten för den stabiliseringspolitiska regimen etablerades. Av detta avsnitt framgår tydligt att vägen till prisstabilitet ingalunda var enkel. Flera snedsteg förekom. Avslutningsvis gör jag några personliga reflektioner och söker dra några slutsatser inför framtiden.

Allvarligaste krisen i mannaminne

Den allvarliga krisen

Ett lands ekonomi brukar erfarenhetsmässigt hamna i besvärliga ekonomiska problem om den visar något av följande symptom: en övervärderad valuta i kombination med en fast växelkursregim, hög skuldsättning i den privata sektorn i kombination med växande kreditförluster som hotar stabiliteten i det finansiella systemet eller stigande underskott i statsfinanserna. Den svenska ekonomin hade samtliga tre symptom under krisåren i början av 1990-talet. Krisen blev också allvarlig.

BNP föll kraftigt och arbetslösheten steg snabbt. Denna djupa depression var den värsta under efterkrigstiden. Produktionsförlusten har beräknats till 13 procentenheter, definierad som den sammanlagda skillnaden mellan trendtillväxt och faktisk BNP-utveckling.² Bankernas nödlidande lån var större än deras kapitalbas,

2. Se tabell 26.2 i Fregert och Jonung (2003).

vilket indikerade att nästan hela systemet kunde ha gått omkull.³ En ekonomi i mer eller mindre fritt fall och ett banksystem som höll på att kollapsa gjorde den svenska ekonomin utomordentligt sårbar i en situation när hela Europa drabbades av valutaturbulens på sommaren och hösten 1992. Om bankerna gått omkull i stor skala hade svensk ekonomi kunnat hamna i vad Irving Fisher (1933) kallade för »skuldeflation«.⁴ Krisförloppet skulle då ha kunnat bli än mer dramatiskt, som exempelvis under depressionen och bankkrisen i början av 1920-talet. Då föll BNP med upp emot 20 procent och prisnivån sjönk med 30 procent under loppet av 2 år. Att behålla stabiliteten i det finansiella systemet blev därför en huvuduppgift för den ekonomiska politiken.⁵

Varför denna kris uppkom och blev så dramatisk är en komplicerad fråga att besvara. I botten ligger det faktum att Sverige, alltsedan Bretton Woods-systemets sammanbrott i början av 1970-talet, hade svårt att skapa en stabil makroekonomisk regim. Lönebildningen fungerade dåligt, finanspolitiken var svag och ett flertal devalveringar genomfördes. Till denna oförmånliga makroekonomiska inramning kom strukturella problem, vilka bl.a. visade sig i form av överhettningstendenser och svag tillväxt.

En avgörande, eller i varje fall en starkt bidragande, orsak till krisen var den avreglering av kreditmarknaden som genomfördes med början 1985. Den var i sig nödvändig eftersom den reglerade kreditmarknaden var en del av de strukturella problem som svensk ekonomi brottades med men kom att innebära en starkt expansiv impuls som inte parerades av den ekonomiska politiken. Den snabba kreditexpansionen drev upp skuldsättningen hos allmänheten. Den privata sektorns skuld ökade inom loppet av 5 år från 100 till 150 procent av BNP. Aktiekurser och fastighetspriser sköt i höjden. En bubbla byggdes upp.

3. Se t.ex. Bäckström (1997).

4. I Bäckström (1993, 1998) diskuterar jag utförligare kring min syn på den svenska krisen.

5. Se Lundgren (1998) för en diskussion om bankkrisen, dess förlopp och hur den hantearades. Bo Lundgren, under senare år partiledare för Moderata Samlingspartiet, var vid den aktuella tiden minister för bl.a. bankfrågor i finansdepartementet. I regeringen hade han därmed det övergripande ansvaret för att lösa bankproblemen.

Efterfrågan i den reala ekonomin ökade snabbt. Hushåll och företag spenderade på kredit i en takt som översteg de löpande inkomsterna. Det privata finansiella sparandet sjönk med hela 7 procentenheter av BNP till negativa tal. Men allmänheten nöjde sig inte med att låna här hemma, även stora lån i utlandet togs upp. Eftersom räntan var högre i Sverige och kronans kurs förväntades förbli stabil lönade det sig att via det svenska banksystemet ta upp s.k. korglån. Denna utländska skuldstock växte till flera hundra miljarder i mer eller mindre kortfristiga krediter.

Med en överhettad ekonomi och högre löne- och prisnivåer än i omvärlden fick Sverige problem med konkurrenskraften. Exporten bromsades upp. När de uppblåsta aktie- och fastighetspriserna så småningom började falla, hamnade företag och hushåll i en skuld-fälla. I nästa steg började den inhemska efterfrågan att försvagas snabbt. Konkurer och kreditförlusterna i bankerna steg. När osäkerheten om kronans kurs började uppstå, blev de som tagit upp lån i utlandet bekymrade. Många sökte så gott det gick att betala tillbaka dem. Det ledde i sin tur till väldiga valutautflöden och press på kronan. Eftersom det var oro också på de internationella valutamarknaderna och flera fasta växelkursregimer föll, blev till sist läget ohållbart. Den 19 november gav Riksbanken upp och kronan började flyta.

Varför bromsades inte kreditexpansionen och uppgången i tillgångspriser upp långt tidigare? Före den 19 november 1992 hade Sverige en fast växelkursregim. Penningpolitiken kunde då inte användas för annat än att upprätthålla den fasta växelkursen. Ansvaret för att stabilisera ekonomin ligger i en sådan regim på finanspolitiken. Med bibehållen växelkursregim kunde alltså inte Riksbanken bromsa kreditexpansionen under slutet av 1980-talet med hjälp av räntevapnet och på så sätt söka undvika eller i vart fall mildra det allvarliga bakslag som sedan kom. Finanspolitiken gavs dock, av olika politiska skäl, inte den restriktiva utformning som hade varit nödvändig. Det är förvånande att det inte fördes någon mer utbredd diskussion i Sverige under andra halvan av 1980-talet om behovet av att kunna använda räntevapnet för att bromsa upp den väldiga kreditexpansionen genom att gå över till en rörlig väx-

elkurs. Jag vill peka på två förklaringar till frånvaron av en sådan diskussion.

För det första var den gängse uppfattningen på den tiden bland internationella organisationer (som t.ex. Internationella Valutafonden, IMF), ekonomer och centralbanker att en rörlig växelkursregim inte lämpade sig för små öppna ekonomier. Om det sker tvära kast i växelkursen, skulle det drabba den typen av ekonomier svårt och ge upphov till besvärliga inhemska störningar. Sådana kast i växelkursen skulle exempelvis kunna genereras av någon enstaka stor affär som t.ex. köp eller försäljning av ett fartyg eller ett flygplan eller enbart en ändring av stämningläget på de finansiella marknaderna. Det är intressant att notera den markanta omsvängning i synen som skett sedan dess. Idag avråder de flesta bedömare från att ha en fast växelkursregim med de stelheter och spänningar som den kan ge upphov till. Numera är de flesta varma anhängare av den flexibilitet som en rörlig växelkursregim innebär. Här ligger en viktig lärdom. Så snabbt kan väletablerade föreställningar ändras. Kanske kommer dessa föreställningar att ändras igen. Med dagens flockbeteenden på finansiella marknader är det inte osannolikt att den rörliga växelkursen kan visa sig bli en källa till störning någon gång i framtiden.

För det andra kunde nog ingen föreställa sig hur stark kreditexpansionen skulle bli efter avregleringen av kreditmarknaden. Än mindre att hela förloppet skulle sluta i en allvarlig kris av den typ vi inte upplevt sedan 1920- och 1930-talen. De flesta äldre ekonomer började sin utbildning med att studera John Maynard Keynes. Borta var läromästare som Friedrich Hayek eller Gottfried Haberler, dvs. forskare som ägnade mycken möda åt att förstå och förklara finansiella bubblor och krascher då kapitalrörelserna var fria. Medan Keynes ägnade sig åt en teori som sökte beskriva hur en ekonomi kan tas ur en kris, när den väl uppkommit, så gjorde Hayek och Haberler sitt bästa för att förstå varför en ekonomi överhuvudtaget kunde råka in i allvarliga ekonomiska problem.⁶ Till följd av den långa perioden från 1930-talet fram till 1980-talet

6. Se Bernard och Bisigano (2001) för en diskussion om Hayek och Haberler.

då många av världens länder hade starkt reglerade finansiella marknader och inga allvarliga finansiella kriser kunde uppkomma, glömdes teorierna om finansiella kriser bort. Därför insåg inte ekonomer att den kreditexpansion som ägde rum under andra halvan av 1980-talet i vårt land kunde leda fram till en allvarlig kris. Men så blev det.

Vad bör ekonomisk-politiska beslutsfattare då göra när en sådan kris ändå blommar ut?

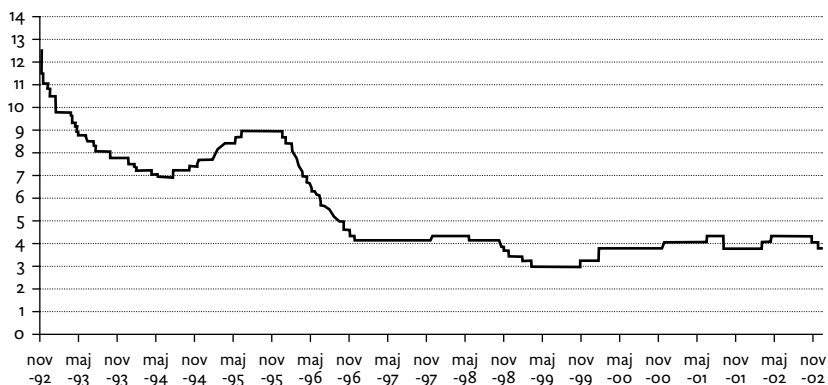
På ett övergripande plan gäller det först att se till att banksystemet fungerar. Försvinner människors banksparande i en regelrätt bankkollaps, upphör möjligheterna till betalningar i samhället. Sätts den kreditfunktion som bankerna sköter ur spel, dras ekonomin ned i en djup depression med en deflationsspiral som följd.

Det andra är att få ned räntorna så snabbt som möjligt för att underlätta för dem som är överskuldssatta och för att dämpa dramatiken i fallet i aktiekurser och fastighetspriser. På så vis kan anpassningen efter en sprucken finansiell bubbla mildras men inte helt motverkas, vilket Hayek brukade påpeka. Är tillgångspriserna för högt uppdrivna och har hushåll och företag överbelånat sig måste en anpassning ske förr eller senare. Vad ekonomisk-politiska beslutsfattare kan göra är att söka bidra, så gott det går, till ett något så när ordnat förlopp.

Det var mot den här bakgrunden som den dåvarande regeringen och oppositionen ägnade stor möda att sy ihop ett paket för stabilisering av banksektorn under hösten 1992. Även de olika krispaketerna som syftade till att konsolidera statsfinanserna och förbättra den svenska ekonomins relativa kostnadsläge bör också ses i det här perspektivet eftersom det syftade till att stabilisera förtroendet kring den fasta växelkursen och därmed medverka till att få ned räntorna i den svenska ekonomin.

Min kritik av Riksbanken efter kronfallet 1992

När väl kronan hade fallit och den fasta växelkursen som restriktion på penningpolitiken försvunnit var jag – då som statssekreterare i finansdepartementet och en person som inte hade något inflytande på hur styrräntan sattes – kritisk till hur Riksbanken bedrev



FIGUR 6.1. Riksbankens styrränta (marginal- och reporäntan) 20 november 1992–31 december 2002

penningpolitiken. Direkt efter det att kronan hade fallit valde nämligen Riksbanken att hålla marginalräntan så högt som på 12,5 procent. Det skedde alltså trots att en allvarlig finansiell härdsmalta pågick. Därefter sänktes räntan endast i långsam takt. Även på andra sidan årsskiftet (in på 1993) hölls räntan på nivån tvåsiffriga tal, se figur 6.1.

För att friska upp minnet vill jag nämna att vid den här tidpunkten omfattades redan Nordbanken och Första Sparbanken av de statliga stöden. Gotabanken hade nästintill kollapsat och SE-bankens styrelse fann för gott att den 18 februari 1993 meddela att »värdet av SE-bankens aktie [är] i dagsläget osäkert«. Föreningsbanken var på väg in till bankakuten, vilket var den myndighet som regeringen satte upp för att hantera bankproblemen. Att en så stor del av banksystemet höll på att kollapsa var ett tecken på allvarliga problem i den svenska ekonomin. Främst var det nedgången i hushållens konsumtion och företagens investeringar som bidrog till att BNP föll så kraftigt. Bakom detta låg ett kraftigt omslag i hushållens och företagens sparande. Det handlade om en omsvängning av det finansiella sparandet på hela 20 procent av BNP under några få år.

Hushållen och företagen slutade inte bara med att konsumera och investera på »kredit«. Många hamnade även i så allvarliga svårig-

heter att enda utvägen blev konkurs med förluster för fordringsägarna. Genom dominoeffekter hamnade så småningom förlusterna i bankerna i form av kreditförluster. Kreditförlusterna blev med andra ord ett symptom, i form av toppen på isberget, på hur allvarligt det var ställt. Orsaken till mycket av detta hängde samman med en hög skuldsättning, ett kraftigt prisfall på aktier och fastigheter som legat som säkerhet för lånen. Detta depressiva förlopp överraskade konjunkturbedömare vid den här tiden. Ingen visste riktigt hur stark kraften i nedgången egentligen var.

Störningen kom i allt väsentligt från den privata sektorns försök att hantera konsekvenserna av bubblans kollaps. Att bubblan kunde byggas upp under 1980-talet hänger samman med att den inte parerades av en tillräckligt stram ekonomisk politik. Vid den här tidpunkten – i början av 1990-talet – berodde störningen på att konsumtionsutgifter drogs ner och investeringar sköts på framtiden. Syftet var att undvika konkurs för dem som drabbades. I en del fall gick det, i andra inte. Bankernas kreditförluster steg. Men dominoeffekterna slutade inte i bankerna. Med bankgarantin i boten och den känslighet som finns i de offentliga finanserna för variationer i den ekonomiska aktivitetsnivån exploderade allt i form av ett snabbt stigande budgetunderskott.⁷

Som jag såg det, gjorde Riksbanken en för *snäv* analys av situationen. Det är bakgrunden till min kritiska hållning till räntepolitiken efter kronfallet i november 1992. Riksbanken valde att koncentrera sin analys till slutet på kedjan av dominoeffekterna, nämligen det uppblommande budgetunderskottet. Det bekräftas också av Bengt Dennis och Krister Anderssons uppsatser i den här boken. Låt mig inte bli missförstådd på den här punkten: budgetunderskottet var ett svårt problem, men det var inte det grundläggande problemet som skapade dramatiken – det var det faktum att bubblan sprack.

Låt mig också för tydlighetens skull klargöra att min syn på penningpolitiken inte handlade om att Riksbanken skulle »hjälpa« regeringen i politisk mening, eller att »hjälpa till« med budgetun-

7. Bankgarantin var den garanti som den borgerliga fyrpartiregeringen, i samråd med socialdemokraterna, offentliggjorde den 24 september 1992 och som innebar att det finansiella systemets förpliktelser skulle infrias.

derskottet. Min syn handlade om att söka undvika risken för en verklig kollaps av ekonomin och verklig deflation. Att inte enbart söka undvika en för hög inflation utan också göra sitt bästa för att undvika deflation, vilket jag tyckte då och tycker alltjämt, tillhör en centralbanks uppgifter.

Eftersom huvuddelen av den ansträngda lånestocken var i inhemsk valuta behövdes en lägre ränta. Detsamma kan sägas om fastighetspriserna som föll hejdlöst och påverkades av finansieringskostnaderna såsom de kommer till uttryck i den rådande räntan. Så länge de finansiella problemen bestod, fanns, enligt min mening, anledning att fästa mindre vikt vid kronans kurs vid bedrivandet av penningpolitiken än vad som gjordes. Samtidigt kan konstateras att kronans kurs föll kraftigt i alla fall, trots den relativt höga räntenivå som Riksbanken upprätthöll.⁸ Till detta kan fogas att erfarenheten visar att det relativa ränteläget gentemot utlandet enbart är en av flera faktorer som påverkar valutakursen. Andra faktorer, såsom t.ex. graden av stabilitet i det finansiella systemet, kan i vissa skeden rentav dominera över ränteeffekten.

Jag stod, tillsammans med bankministern Bo Lundgren, mitt i de bankproblem som låg näst sist i kedjan av dominoeffekter och som hela tiden förvärrades. Jag fann det därför naturligt att försöka finna en djupare förklaring till dramatiken. Det fanns gott om litteratur tillgänglig – även om den i mångt och mycket handlade om förhållanden långt bak i tiden.⁹ Världen hade ju på många decennier inte upplevt verkligt allvarliga finansiella kriser.

Idag – 10 år efter den svenska krisen – har den här typen av frågor blivit mycket mer omskrivna och uppmärksammade, inte minst inom internationella organisationer som IMF, OECD och BIS samt i centralbanker på många håll i världen. Numera har ekonomer och beslutsfattare en mer nyanserad syn på olika ekonomiska störningar.

I exempelvis en nyligen genomförd studie av några ekonomer på

8 Erfarenheten under 1990-talet, med rörlig växelkurs, har även visat att variationer i kronkursen har haft mindre inverkan på inflationstakten än vad som var fallet under den fasta växelkursregimen.

9. Se t.ex. referenserna i Bäckström (1993).

den amerikanska centralbanken, diskuteras ett antal lärdomar av den japanska utvecklingen under 1980- och 1990-talen, se Alan Ahearne m.fl. (2002). Författarna visar hur svårt det är att under ett förlopp med snabbt fallande tillgångspriser och hög skuldsättning bedöma och förutspå en deflationistisk utveckling. Det gäller för såväl privata som offentliga konjunkturbedömare. Det spelar ingen roll om det är fråga om inhemska eller utländska bedömare. Inte heller aktörerna på de finansiella marknaderna kan förväntas lyckas med den uppgiften. Mot den bakgrunden drar författarna en tydlig slutsats för penningpolitiken. Den bör i en sådan situation inte enbart bygga på ett huvudscenario för resursutnyttjande och inflation, utan politiken bör även väga in risken för deflation och i förebyggande syfte dra ner räntorna. Väntar centralbanken för länge – och deflationsrisken förverkligas – tappar penningpolitiken mycket av sin effektivitet. Det är ett exempel på mer moderna studier kring dessa aspekter. Även om jag tog upp en diskussion om dessa frågor på ett tidigt stadium så har nyare studier och fortsatta erfarenheter runt om i världen gjort bilden ännu tydligare. Finansiella aspekter kan spela en stor roll för hur konjunkturförlopp utvecklas. Vi måste lära oss ännu mer om dessa fenomen.

Ofta motiveras de långsamma och utdragna räntesänkningarna från Riksbankens sida under senhösten 1992 och under våren 1993 med att en mer aggressiv linje skulle ha påverkat förtroendet för penningpolitiken negativt. Som exempel brukar den sänkning på 0,75 procentenheter som gjordes i februari 1993 anföras, som skapade oro och turbulens i marknaden. Själv skulle jag nog snarare säga att eftersom denna sänkning var oväntad, så skapade den oro. Riksbanken hade ju genom olika uttalanden uteslutit snabba sänkningar. När det plötsligt och överraskande kom ett större steg blev marknadsaktörerna oroliga och undrade över vad som hade hänt i fullmäktige. Det finska exemplet liksom det brittiska där centralbankernas styrräntor sänktes snabbt visar dock att det skulle ha varit möjligt med en alternativ strategi i Sverige.

Jag vet att Bengt Dennis tog illa vid sig av min syn på penningpolitiken särskilt som jag var statssekreterare i finansdepartementet (spår av detta finns även i hans uppsats i denna bok, se kapitel 4).

Dennis uppfattade mina propåer om lägre räntor som politiska påtryckningar. Själv var jag frustrerad över att det inte gick att föra den här typen av diskussioner med Riksbanken utan att det tolkades som just »politiska påtryckningar«. Argumenten måste få prövas i en diskussion, inte förkastas på förhand enbart av det skälet att jag var en politiskt tillsatt regeringstjänsteman. Detta var min uppfattning.

Samtidigt måste jag tillägga att det inte kan ha varit lätt, genom att det var i början av den nya regimen, att få igång en bra process internt i Riksbanken för att bestämma styrräntans nivå som vägde in alla aspekter. Någon verklig tankeram, som beaktade såväl monetär som finansiell stabilitet, fanns ännu inte på plats vid den här tiden. Snarare prövade sig Riksbanken fram.

Min erfarenhet från åren i Riksbanken är att en väl utvecklad tankeram för hur penningpolitiken bör bedrivas underlättar en diskussion om penningpolitiken också med statsministern, andra ministrar, statssekreterare och riksdagsledamöter utan att riksbankschefen behöver uppleva varje ifrågasättande som »politiska påtryckningar«.

Dessbättre lugnade sig läget i den svenska ekonomin under andra halvåret 1993. Banksektorn stabiliserades och BNP-tillväxten sköt fart. Farhågorna om deflation försvann. Budgetproblemen och de alltför höga föreställningarna om den långsiktiga inflationen i Sverige klev fram som de kanske viktigaste problemen i svensk ekonomi när det mer dramatiska skedet var över. Därmed var vi framme vid våren 1994 och jag hade tagit över som riksbankschef efter Bengt Dennis. Nu var det min tur att få mina »fiskar varma«, men det ligger i rollen som chef för Riksbanken. Det visste jag.

Viljan till prisstabilitet växer fram

När fullmäktige i Riksbanken presenterade sitt beslut, fredagen den 15 januari 1993, om att målet för inflationen skulle vara 2 procent kom det inte som en blixtnedslag från en klar himmel. Även om den exakta siffran inte hade förekommit i den allmänna diskussionen hade det talats om det önskvärda av en inflation i vårt land på en, som det

hette, »god europeisk nivå«. Viljan och strävan efter en låg och stabil inflation hade, som jag uppfattar det, vuxit fram under kanske en tioårsperiod, låt vara att framgångarna hade uteblivit. En sådan strävan var ingenting nytt för svenskt vidkommande.

Det nya var att det var Riksbanken som skulle ha det direkta ansvaret för att nå målet. I omvärlden hade centralbankerna i Nya Zeeland och Kanada med framgång redan praktiserat ett liknande mål med rörlig växelkurs under en tid. Storbritannien, vars valuta började flyta något tidigare än den svenska kronan på hösten 1992, bestämde sig också för ett mål för inflationen. Sverige var alltså i gott sällskap.

Idén om att inrikta penningpolitiken mot låg inflation diskuterades redan av Knut Wicksell i ett föredrag i Nationalekonomiska Föreningen den 14 april 1898.¹⁰ Anförandet byggde på ett pionjärarbete som Wicksell hade publicerat på tyska. Föredraget i Nationalekonomiska Föreningen var första gången han redogjorde för sina idéer för en svensk publik.

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

Mot denna bakgrund tycker jag att Riksbankens beslut i januari 1993 vilade på en solid svensk tradition. Att inflationen i Sverige mellan åren 1830 och 1970 var cirka 2 procent i genomsnitt per år förstärker slutsatsen. Den nya stabiliseringspolitiska regimen hade alltså både historiska och internationella rötter.

Drygt 10 år före fullmäktiges beslut i januari 1993 om en målsatt nivå för inflation umgicks den dåvarande finansministern Kjell-Olof Feldt (1991) med tanken på att göra successiva uppskrivningar, eller revalveringar, av kronan efter det att dess värde skrivits ned

10. Torsten Gårdlund (1958) har skrivit en fängslande biografi om Knut Wicksell. Idag räknas Wicksell som en av vårt lands främsta nationalekonomer.

kraftigt. Tanken var att devalveringen 1982 skulle vara den sista. Det kunde ske, menade Feldt, genom att så småningom knyta kronan till den tyska D-marken, som sedan lång tid varit ankaret i det europeiska valutasystemet. Därmed skulle Sverige på ett helt annat sätt än tidigare kunna prioritera prisstabiliteten i den ekonomiska politiken.

Om uppläggningsen av den ekonomiska politiken kring 1984 skriver Feldt:

I de flesta av våra viktigaste konkurrentländer var nu inflationstakten nere i 4 procent eller lägre. Enligt vår mening avgjordes 'den tredje vägens' möjligheter till framgång av om Sverige kunde hänga med i den utvecklingen.¹¹

Tanken på ett mål för inflationen lanserades av den dåvarande socialdemokratiska regeringen för år 1984. Viljan var att få ner prisökningstakten till 4 procent för att året därpå sikta på 3 procent. Istället för att sätta in verkningfulla ekonomisk-politiska åtgärder bedrevs en ekonomisk politik som syftade till att på administrativ väg hantera problemen. Bland annat försökte regeringen nå målet genom att införa pris- och hyresstopp, likviditetsindragningar och förbud mot höjda aktieutdelningar. Vidare fördes samtal med arbetsmarknadens parter för att söka förmå dem att hålla tillbaka lönekostnadsökningarna. Överläggningar med arbetsmarknadens parter blev även mot slutet av 1980-talet ett huvudsakligt medel genom vilket löne- och prisstegringarna skulle hållas tillbaka.

Facit över 1980-talet har vi idag. Ambitionen att hålla tillbaka pris- och lönestegringarna och etablera en låg och stabil inflation lyckades inte. Inflationen kom under 1980-talet att bli 8 procent i genomsnitt per år och decenniet slutade med en allvarlig överhettning och spekulationsbubbla. Även om Kjell-Olof Feldt i sin egenskap av finansminister inte lyckades, fanns viljan och ambitionen att begränsa inflationen redan på den tiden. I det perspektivet var alltså beslutet i januari 1993 av riksbanksfullmäktige inte något nytt. Problemet under 1980-talet var att det av olika skäl inte gick

11. Feldt (1991).

att använda de ekonomisk-politiska medel som stod till buds och som hade kunnat vara verksamma. Att försöka reglera bort eller rentav söka förbjuda inflationen med administrativa åtgärder och prisstopp gick inte.

Nästa viktiga steg för att söka påverka förutsättningarna för den svenska ekonomiska politikens strävan att nå prisstabilitet var sannolikt den process som startade på hösten 1990 i avsikt att vinna medlemskap i EU, eller som det då fortfarande hette – den Europeiska gemenskapen (EG). Senare utpekades i 1991 års finansplan inflationen som det centrala stabiliseringspolitiska problemet. Det var ett stort steg. Regeringen skrev bl.a. att

För att värna sysselsättning och välfärd måste den ekonomiska politiken de närmaste åren med all kraft inriktas på att varaktigt nedbringa inflationen. Denna uppgift måste överordnas andra ambitioner och krav.¹²

Uttrycket »överordnas alla andra ambitioner och krav« måste rimligen tolkas som att i en rangordning av ekonomisk-politiska mål hamnade nu inflationsbekämpning överst. Två ytterligare åtgärder fanns med i bilden för att bygga under denna starka och tydliga politiska viljeinriktning.

För det första hade redan innan finansplanen presenterats en utredning tillsatts som syftade till att stärka Riksbankens ställning.¹³ Visserligen hade Riksbankens ställning i viss mån redan stärkts genom en del åtgärder i slutet av 1980-talet men de förändringar som hade gjorts var inte alls så långtgående som det talades om i direktiven till den utredning som tillsattes på hösten 1990.

För det andra beslutade Riksbanken, med stark politisk uppslutning, senare samma vår närmare bestämt den 17 maj 1991, att knyta kronan till den europeiska valutaenheten ecu, föregångaren till euron. Detta steg sågs av Riksbanken och det politiska systemet

12. Prop. 1990/91:100, bil 1, s. 4.

13. Kommittén fick senare en ändrad och mer politiskt förankrad sammansättning under ledning av Lars Tobisson (m), som redovisade sitt betänkande den 19 februari 1993, SOU 1993:20.

som ett led i Sveriges närmande till EG och den europeiska växelkursmekanismen, ERM.

Den nya och mer starka fokuseringen på prisstabilitet, prioriteringen av detta mål för hela den ekonomiska politiken, viljan att stärka Riksbankens ställning och att knyta penningpolitiken fastare till det starka D-marksblocket visar på en klar ambition från det politiska systemets sida när det gäller stabiliseringspolitiken.

När valutaturbulensen bröt ut på hösten efter folkomröstningen i juni 1992 då danskarna röstade nej till Maastrichtfördraget, såg såväl regering som opposition det som om sanningens minut för inflationsbekämpningen närmade sig. Efter många års försök var det nu dags att en gång för alla hålla fast vid den övergripande principen om att prisstabilitet var det överordnade målet för den ekonomiska politiken. Det är ju trots allt en inriktning som under lång tid har präglat den svenska utvecklingen och bidragit till en god tillväxt och stabilitet i produktion och sysselsättning. Det gäller i vart fall fram till de två olyckliga decennierna 1970- och 80-talen då inflationen sköt i höjden och kronan devalverades ett flertal gånger.

Det är nog i det här historiska perspektivet som försvaret av kronan ska ses liksom de många krispaketen och formulerandet av inflationsmålet i januari 1993.¹⁴

PRISSTABILITETSMÅLET LÄGGS FAST

I sin centrala del säger fullmäktiges pressmeddelande från den 15 januari 1993:

»Under såväl 1993 som 1994 inriktas penningpolitiken på att förhindra [...] en ökning av den underliggande inflations-takten« och att »[...]förändringen av konsumentprisindex från och med 1995 begränsas till 2 procent, med en tolerans om +/- 1 procentenhet.«

Trots den korta tiden efter det att kronan började flyta i november 1992 presenterades viktiga delar av en ny penningpolitisk regim

14. För en tolkning av processen, se Jonung (1999).

redan efter knappt två månader. Å ena sidan var målformuleringen frukten av ett kort men intensivt arbete inom Riksbanken. Det är min bild av processen såsom den tedde sig utifrån. Enbart Nya Zeeland och Kanada, som också är öppna ekonomier, hade vid den tiden någon erfarenhet av en regim med prisstabilitetsmål under rörlig växelkurs. Riksbanksfullmäktige införde en undantagsklausul för åren 1993 och 1994, då krondeprecieringen förväntades ge upphov till en tillfällig uppgång i inflationen mätt med KPI, genom att fokusera på den underliggande inflationen.

Å andra sidan fanns inte tid att riktigt tänka igenom målformuleringen och hur penningpolitiken skulle reagera om ekonomin utsattes för störningar som inte bedömdes vara varaktiga. Det var något som Riksbanken fick arbeta vidare med under årens lopp, se här Krister Andersson uppsats i kapitel 5. Den insikt som senare växte fram var att inflationen, mätt med konsumentprisindex, kan pressas upp eller ned av förändringar i räntekostnader, indirekta skatter och subventioner eller andra tillfälliga störningar som inte alltid behöver ge upphov till en mer permanent ändring av inflationsprocessen. I sådana lägen kan det vara motiverat att ta hänsyn till tillfälliga störningar när penningpolitiken utformas eller när den i efterhand utvärderas. Detta ska dock klart och tydligt anges i förväg av Riksbanken så att det framgår vad som styr penningpolitiken (Lars Heikensten utvecklar detta i sitt kapitel i den här boken).

Låt mig ta ett exempel. Boenderäntorna som ingår i konsumentprisindex har den olägenheten att de kan göra penningpolitiken procyklisk. Om exempelvis inflationsprognosen underskrider målet ska normalt reporäntan sänkas. Sänkningen i sig drar dock med sig boenderäntorna ner, vilket i sin tur leder till att inflationen, mätt med konsumentprisindex, faller ännu mer. Det skulle kunna ses som motiv till ytterligare reporäntesänkningar. Omvänt kan en höjning av styrräntan, om målet ser ut att överskridas, leda till ytterligare behov av räntehöjningar eftersom boenderäntorna stiger och drar upp inflationstakten.

Det skulle leda till att penningpolitiken så att säga jagar sin egen svans. Eftersom räntorna vanligen stiger när konjunkturen stärks och sjunker när den försvagas tenderar ett mått på inflationen som

inkluderar boenderäntorna att förstärka variationerna i både inflationen. Om penningpolitiken alltid utgår från KPI skulle det betyda att även variationerna i den reala ekonomin förstärks. Variationer i räntekomponenten i KPI tar normalt ut varandra, sett över en hel konjunkturcykel.

Under några år i mitten av 1990-talet stod den här typen av frågor högt uppe på dagordningen i den allmänna diskussionen. Riksbanken tog fram olika mått på den underliggande inflationen, som korrigerade för olika tillfälliga effekter, och publicerade dem i inflationsrapporterna. Vi började även diskutera problemet i offentliga sammanhang i början av 1996. Så småningom bad vi, på Kjell-Olof Feldts förslag, Statistiska centralbyrån att publicera mått på den underliggande inflationen i samband med den månadsvisa publiceringen av konsumentpriserna. I början av februari 1999 beslutade den nya direktionen om ett formellt förtydligande av inflationsmålet där den praxis som rått sedan flera år kodifierades.¹⁵

Trots det snabba agerandet när prisstabilitetsmålet beslutades i början av 1993, tog det alltså lång tid innan målet fick den mer precisa och flexibla utformning det har idag. Det krävdes möda och tänkande kring dessa frågor.

Till en början fanns en utbredd tveksamhet kring målet och huruvida det skulle kunna nås. Tveksamheten kretsade inte bara kring om det var möjligt att verkligen uppnå målet. Den handlade lika mycket om det kloka i att ha ett sådant mål, om nivån 2 procent var rimlig och vilka konsekvenser målformuleringen leder till när det gäller den reala ekonomins utveckling.

Idag råder det en bred enighet om att en låg och stabil inflation faktiskt är en viktig förutsättning för en varaktig hög BNP-tillväxt och för att undvika onödiga svängningar i den ekonomiska aktiviteten. Dessutom ser alltfler fördelarna med en låginflationsregim eftersom ekonomin fungerar bättre. Målet har efter hand fått en bra uppslutning.

Ett nominellt ankare – i det här fallet ett prisstabilitetsmål – syftar

15. Direktionens protokoll 1999-02-04.

ytterst till att stabilisera och förankra förväntningarna bland aktörerna i ekonomin. Tanken bakom att annonsera ett tydligt mål är att styra förväntningarna mot en viss inflationsnivå och därigenom påverka pris- och lönesättningen. Ju trovärdigare målet är, desto mer anpassar ekonomins olika beslutsfattare sina egna beslut om priser och kostnader till den nivå på inflationen som satts som mål. När trovärdigheten infunnit sig, kan alltså centralbanken – allt annat lika – vara mildare i sin användning av räntevapnet.

Regeringen ställer sig bakom målet först 1996

Prisstabilitetsmålet fastställdes, som framgått tidigare, av fullmäktige i Riksbanken. Eftersom sju av åtta av fullmäktigeledamöter på den tiden valdes med ledning av rådande majoritetsförhållanden i riksdagen var målet sannolikt förankrat i de olika partiernas riksdagsgrupper.¹⁶ Dessutom fanns i den dåvarande lagstiftningen en skyldighet för Riksbanken att samråda med regeringen före viktiga beslut. Regeringen var alltså väl medveten om det beslut som kom att fattas.

Regeringen stödde dock inte *explicit* den precisa definitionen av inflationsmålet i de olika finansplanerna under de inledande åren. Det gäller både den dåvarande borgerliga fyrtipartiregeringen och senare även den socialdemokratiska regeringen. Vissa stödjande uttalanden gjordes dock av statsministern och enskilda regeringsledamöter. Finansplanerna är de viktigaste ekonomisk-politiska dokument som en regering lägger fram och i dem fanns inte samma stöd. Där talades det mer allmänt om betydelsen av att den ekonomiska politiken inriktades på prisstabilitet och att »Riksbanken valt att definiera« det som att inflationstakten skulles begränsas till 2 procent, plus minus 1 procentenhet. Det kunde tolkas som att prisstabilitetsmålet var något som Riksbanken stod för, och inte – i vart fall inte explicit i de viktigaste regeringsdokumenten – något som de olika regeringarna direkt stödde. Bristen på stöd gällde såväl den

16. Den åttonde ledamoten, riksbankschefen, utsågs i den lagstiftning som gällde då av dessa sju av riksdagen valda ledamöter.

regering som leddes av Carl Bildt som den som Ingvar Carlsson bildade efter valet 1994.

I april 1996 ändrades dock detta förhållande. Den då nyblivne finansministern Erik Åsbrink, i den regering som bildats av Göran Persson, lade till en mening under den standardiserade text som vanligen präglat de penningpolitiska avsnitten i finansplanerna. Tillägget var att »Regeringen stöder denna inriktning av penningpolitiken«. Därmed kom målet att inte bara vara ett påfund som Riksbanken – låt vara med det politiska stöd som fullmäktige representerar – utan också ett mål som direkt och uttryckligen omfattades av regeringen och som därmed blev vägledande också för finanspolitiken. Denna mening har sedan dess varit ett stående inslag i finansplanen.

Trovärdigheten byggs upp stegvis

RIKSBANKEN FÅR DEN DIREKTA UPPGIFTEN ATT FÖRA STABILISERINGSPOLITIK

I ett slag, den 19 november 1992 kl. 14.28, då kronan började flyta fritt, flyttades det direkta ansvaret för att uppnå prisstabilitet över från finansdepartementet och regeringen till Riksbanken. Under fast växelkurs styrs penningpolitiken av valutaflödena. Under rörlig växelkurs öppnas möjligheten för centralbanken att med räntevapnet påverka inflationen. Givet att allmänhetens föreställningar om den långsiktiga inflationen är förankrade vid målet försöker centralbanken få ekonomin att utvecklas i en takt som svarar mot den långsiktigt uthålliga tillväxten. På så vis hålls inflation stabilt kring målet. Trots att det rörde sig om en helt ny uppläggning av stabiliseringspolitiken fördes inte någon mer utbredd allmän diskussion om skiftet av ansvarsfördelningen mellan regeringen och Riksbanken, se kapitel 4 och 5. Det enda undantaget var 1993 års riksbanksutredning (SOU, 1993:20), se nedan. Det kan framstå som anmärkningsvärt med tanke på att Riksbanken endast en gång tidigare haft denna roll. Det var under en kort period i början av 1930-talet.

Vilka slutsatser var det politiska systemet då berett att dra med anledning av denna nya roll för Riksbanken och de stabiliseringspo-

litiska erfarenheterna från 1980-talet? Hur skulle förutsättningar skapas för att Riksbanken skulle kunna fatta de beslut som var nödvändiga för att målet skulle kunna nås fortlöpande?

Ingen formell förstärkning av Riksbanken...

En utredning hade sedan 1990 arbetat med uppdraget att analysera Riksbankens ställning och lämna förslag om en, som det hette i direktiven, *klar och ändamålsenlig ram för penningpolitiken*. Lite drygt en månad efter det att prisstabilitetsmålet offentliggjordes presenterade Riksbanksutredningen, som den kallade sig, den 19 februari 1993 sitt betänkande.¹⁷ Utredningens ledamöter var dock inte eniga. Två socialdemokratiska ledamöter reserverade sig mot majoritetens syn. De ville avvakta med att ändra Riksbankens status och hänvisade till de ändringar som gjorts i slutet av 1980-talet och som de menade hade ökat självständigheten. I avsaknad av en bred politisk uppslutning kom därför inga omedelbara förändringar till stånd som skulle ha kunnat stärka Riksbankens formella ställning och bidragit till att underlätta uppfyllandet av det nya prisstabilitetsmålet. En sådan reform skulle dröja ytterligare sex år innan den så småningom trädde i kraft den 1 januari 1999.

Till detta kom, som nämnades tidigare, att regeringen inte explicit ställt sig bakom prisstabilitetsmålet. Dessutom tillkom ytterligare två omständigheter som gjorde att den nya stabiliseringspolitiska regimen inledningsvis fick en bräcklig grund. För det första fick valet av den nya riksbankschefen en svag uppslutning. För det andra uppkom en partiskiljande syn i fullmäktige på utformningen av penningpolitiken.

...och Riksbankens ledning fick en svag uppslutning till en början

Den 3 november 1993, samlas sju av riksbanksfullmäktiges ledamöter för ett extra sammanträde. Den åttonde ledamoten, dåvaran-

17. SOU 1993:20.

de riksbankschefen Bengt Dennis, var av naturliga skäl inte med. På föredragningslistan stod bara en punkt, »val av riksbankschef«. Bengt Dennis hade aviserat att han inte hade för avsikt att stå till förfogande för en ny period när hans mandat löpte ut i slutet av 1993. Att riksbankschefen inte deltar i valet av sin efterträdare fanns naturligen reglerat i den dåvarande lagstiftningen. Därför var sju av ledamöterna närvarande vid detta tillfälle.

Till ny riksbankschef för perioden från början av 1994 fram till utgången av 1998 valde fullmäktige vid detta tillfälle författaren till denna uppsats. Fullmäktige var inte enigt. Den socialdemokratiska minoriteten valde att reservera sig mot beslutet utan närmare motivering av skälen i protokollet. Två veckor senare skrev en av reserveranterna, den socialdemokratiska riksdagsledamoten Jan Bergqvist, en debattartikel i Svenska Dagbladet.¹⁸ I den beskrev han den av majoriteten nyvalde riksbankschefen som en »junior« person och att andra kandidater var »överlägsna«. Han framhöll dock att socialdemokraterna i fullmäktige inte skulle försvåra samarbetet. Han pekade även på att konstruktiva diskussioner om arbetet i Riksbanken hade inletts.

Själv tyckte jag att denna reservation var utomordentligt trist, delvis beroende på att kritiken berörde mig personligen men också om en besvikelse över att det politiska systemet inte kunde enas i ett så känsligt läge. Visserligen hade fullmäktiges dåvarande ordförande Staffan Burenstam Linder sagt till mig före sammanträdet att det fanns en risk för en socialdemokratisk reservation. Samtidigt minns jag att vi båda ändå hoppades in i det sista att de socialdemokratiska ledamöterna inte skulle fullfölja sina hot. Men det gjorde de.

Resultatet av denna oenighet ledde naturligtvis till en svagare Riksbank i en situation där den hade behövt vara stark. Samtidigt var det för mig inte mycket annat att göra än att försöka föra en konstruktiv dialog med fullmäktiges ledamöter för att få till stånd en så bra arbetssituation inom Riksbankens högsta beslutande organ som möjligt.

18. Bergqvist (1993).

Första testet av målet

I augusti 1994 genomförde Riksbankens sin första räntehöjning sedan inflationsmålet införts. Det var ett tufft beslut och kritiken var hård från vissa delar i samhället. Kritiken dämpades inte av att höjningen gjordes endast en månad före riksdagsvalet. LO:s chefsökonom P.O. Edin framhöll att »Och allt detta för att med en räntehöjning bekämpa en inflation som inte finns«.

Riksbankens motiv till höjningen var att inflationstendenser som hotade målet hade börjat göra sig gällande. Marknadsaktörer hade gjort prognoser för inflationen som låg en bra bit över målet på 2 procent. Våra egna prognosmakare i Riksbanken gjorde inte någon annan bedömning. Olika typer av indikatorer visade även att den långsiktigt förväntade inflationen låg över 4 procent vid den här tidpunkten. Det innebar att i takt med att konjunkturen förbättrades och resursutnyttjandet steg skulle inflationen komma att stiga till den långsiktigt väntade. Samtidigt hade de finansiella problemen mildrats i banksektorn. Det fanns, som jag såg det, inte skäl att vänta.

Det kan naturligtvis diskuteras om den exakta tidpunkten för denna första höjning var riktig. Det kan också ifrågasättas – vilket jag själv varit inne på tidigare – om Riksbanken tillräckligt tydligt hade varnat aktörerna på de finansiella marknaderna för att en höjning var på väg efter sommaren. Just detta att söka ha marknaden med sig i räntepolitiken var en lärdom som jag drog från den diskussion som följde på räntehöjningen i augusti 1994.

Att få acceptans för förslaget om denna första räntehöjning av ett enigt fullmäktige visade sig vara komplicerat. I och för sig hade jag kunnat fatta beslutet själv. Med det nya system för räntestyrning som hade beslutats i juni samma år hade beslut om reporäntan delegerats till riksbankschefen efter det att riktlinjer hade, som det hette, »avstämmts med fullmäktige«. Däremot var det fullmäktige som hade att fatta beslut om den räntekorridor som begränsar reporäntans rörelser. Jag insåg dock att beslutet skulle bli kontroversiellt, vilket gjorde det naturligt för mig att be fullmäktige ta ställning till en ändring av också korridoren. Till detta kom en bedömning att reporäntan skulle behöva höjas ytterligare under

den kommande hösten. Det fanns anledning att ge en sådan signal till aktörerna på de finansiella marknaderna.

Den borgerliga majoriteten accepterade mitt förslag om höjning av styrräntorna, men den socialdemokratiska minoriteten röstade emot och reserverade sig. Fullmäktige hade en förberedande informell överläggning dagen före beslutet för att det skulle finnas utrymme för utförliga föredragningar och en rejäl diskussion. Inga besked om ställningstagande gavs dock den kvällen, men nästa morgon stod det klart att den socialdemokratiska minoriteten skulle komma att reservera sig mot beslutet.

Med tanke på det system som Riksbanken har idag då avvikande uppfattningar i direktionen sker då och då, är det kanske inte förvånande att de socialdemokratiska ledamöterna i fullmäktige kom till en annan bedömning än vi andra och ställde sig tveksamma till att en räntehöjning skulle göras. Olika personer kan som det nuvarande systemet visar ha lite olika uppfattningar om inflationsriskerna och om när Riksbanken bör agera.

Men det som skiljer den reservation som socialdemokraterna avlämnade vid det här tillfället från de reservationer som görs idag framgår av deras skriftliga motivering. Där angav de socialdemokratiska ledamöterna att de i och för sig delade den uppfattning som Riksbankens ledning gav uttryck för, nämligen behovet av åtgärder för att skapa bättre förutsättningar för prisstabilitet. Men reservanterna ansåg inte att det borde ske genom räntehöjningar utan pekade på »alternativa åtgärder« inom ramen för »den samlade ekonomiska politiken«. Vilka dessa »alternativa« åtgärder skulle vara framkom dock inte av texten i protokollet.

Enligt min mening är det besynnerligt att de socialdemokratiska ledamöterna i fullmäktige å ena sidan delade oron för stigande inflation samtidigt som de å andra sidan inte var beredda att använda det räntevapen som stod till buds för att nå det mål som samma fullmäktige självt hade tilldelat Riksbanken. Det är möjligt att jag överdriver om jag säger att det fanns drag i reservanternas motivering som förde tankarna till 1980-talet med den oförmåga som då fanns att fatta obehagliga beslut. Då var socialdemokraterna inte beredda att vidta de ekonomisk-politiska åtgärder som det uppsatta

målet krävde. Jag tänker på åren 1984 och 1985 då den dåvarande regeringen satte upp inflationsmål och på den kraftiga överhettningen i slutet av 1980-talet. Kanske är en mer rimlig förklaring till reservationen att de socialdemokratiska ledamöterna såg mer omfattande finanspolitiska åtgärder som ett bättre alternativ.

Inte konstigt att många tvivlade

Detta visar på att det blev en trevande inledning på perioden med prisstabilitetsmål. Utan ordentligt stöd för målet, utan en tydligare formell självständighet, utan en bred uppslutning för ledningen av Riksbanken och utan stöd för att räntevapnet skulle vara det medel som skulle användas för att uppfylla målet, riskerade den nya stabiliseringspolitiska regimen att bli kortvarig. Risken var uppenbar för att den inte skulle lyckas. Till detta bör även fogas den motvind som det stora underskottet i statsfinanserna utgjorde för penningpolitiken och som Riksbanken tvingades arbeta i. Visserligen hade den borgerliga fyrpartiregeringen tagit ett antal steg för att påbörja saneringen, men eftersom den partipolitiska debatten präglades av polemik när det gällde betydelsen av att komma till rätta med underskottet genom konkreta åtgärder, infann sig inte någon trovärdighet för detta arbete under våren 1994.

Bilden bland många aktörer på de finansiella marknaderna var att den borgerliga regeringens åtgärder inte räckte till och att det socialdemokratiska partiet, som hade ett försprång i opinionsmätningarna inför riksdagsvalet, inte var berett att vidta erforderliga aktiva åtgärder i händelse av att de skulle ta över regeringsmakten. De var ju tvärtom motståndare till en aktiv budgetsanering att döma av den allmänna diskussionen och de partimotioner som lagts i riksdagen. En viss omsvängning kom dock i augusti 1994, endast några veckor före riksdagsvalet, då det socialdemokratiska partiet presenterade en del förslag till åtgärder för att stärka statsbudgeten.

Mot denna bakgrund var det inte underligt att många tvivlade på om det verkligen skulle kunna lyckas att skapa en låginflationsregim i vårt land vid den här tidpunkten. Här stod det uppenbarligen och vägde.

AVGÖRANDE VÄNDNING FÖR DEN STABILISERINGS-
POLITISKA REGIMEN EFTER HÖSTEN 1994

Bredare uppslutning kring Riksbankens ledning

Efter den socialdemokratiska valsegern på hösten 1994 fick fullmäktige i Riksbanken en ny majoritet. Det spekulerades om huruvida en ny riksbankschef skulle tillsättas med tanke på reservationen hösten 1993. Men för andra gången i rad manifesterades det som hade varit tanken med den nya lagstiftningen för Riksbanken från slutet av 1980-talet, nämligen att frikoppla riksbankschefen från partipolitiken. Jag satt kvar, precis som Bengt Dennis hade gjort vid maktskiftet 1991.

Nytt fullmäktige stärker Riksbanken

Ett annat besked var att den förre finansministern Kjell-Olof Feldt valdes till ordförande i Riksbanksfullmäktige. Feldt hade ju på olika sätt sökt arbeta för att få till stånd ekonomisk-politiska åtgärder under 1980-talet för att få bukt med inflationen och t.o.m. lämnat regeringen för att det inte gick. Kjell-Olof Feldts namn rönt stor uppskattning, som socialdemokratisk ordförande, bland sparare och investerare i marknaden. Fullmäktige fick även i övrigt en stark sammansättning. Bengt Westerberg blev vice ordförande med mandat från folkpartiet och Johan Gernandt, som hade lång erfarenhet av arbetet i fullmäktige, ledamot med mandat från moderaterna, liksom förra talmannen Ingegärd Troedsson. Dessa personer gav tillsammans med övriga ledamöter Riksbanken den styrka som behövdes för att kunna lyckas med sitt uppdrag. Med denna sammansättning kunde fullmäktige föra ganska frejdiga, livliga och inträngande diskussioner om den ekonomiska utvecklingen och om inflationsriskerna. För mig som riksbankschef var det självfallet av stor betydelse att ha så erfarna och kunniga ledamöter i Riksbankens »styrelse«.

Jag, och säkert många andra, kunde på hösten 1994 inte tolka dessa åtgärder av den nytilträdde regeringen och dess riksdagsma-

joritet på annat sätt än som ett tecken på att inriktningen av den ekonomiska politiken mot en låg och stabil inflation var allvarligt menad. Nu hade stödet också en bredare parlamentarisk bas. Därmed signalerades en annan socialdemokratisk ekonomisk politik än den som hade förespråkats under åren i opposition.

Räntehöjningarna fullföljdes

Reservationen i augusti 1994 mot Riksbankens räntehöjning visade sig vara en engångsföreteelse. Efter riksdagsvalet hösten 1994 var fullmäktige med sin nya sammansättning alltid enig i sina räntebeslut. Det var naturligtvis en styrka för penningpolitiken att vi hade en gemensam grundsyn på Riksbankens roll och hur penningpolitiken skulle användas och bedrivas. Visserligen fördes ofta omfattande diskussioner. Vi funderade emellanåt en hel del på hur styrräntan bäst borde hanteras och olika synpunkter ventilerades kring sammanträdesbordet, men det gick aldrig mer dithän att en ledamot reserverade sig mot ett enskilt beslut vid ett enda tillfälle fram till det att organisationen ändrades den 1 januari 1999.

Jag tror inte att enigheten hängde samman med att alla beslut alltid upplevdes som helt självklara och okontroversiella utan snarare med att ledamöterna ville demonstrera en enhetlig syn utåt på penningpolitiken. Avvikande meningar och reservationer riskerade att tolkas i partipolitiska termer, något som kunde rubba tilltron till hela inriktningen av politiken. Idag, med den utformning som Riksbankens beslutande organ har, uppfattas åsiktsskillnader mer som att ledamöter helt enkelt gör olika personliga bedömningar och har ingenting med partipolitik att göra.

Riksbanken fortsatte att höja reporäntan under hösten 1994 och fram till våren 1995 i ett antal steg. Totalt kom denna höjningscykel att bli cirka 2 procentenheter, se figur 6.1. Det var inte särskilt dramatiskt eftersom styrräntan höjdes från strax under 7 procent till knappt 9 procent. Det var med andra ord ganska långt till de nivåer som hade gällt under hösten 1992. Samtidigt kan nivåerna med dagens mått mätt framstå som höga, och våra åtgärder utlöste starka protester.

Sett i efterhand tycker jag fortfarande att det var rimligt att skärpa penningpolitiken under den här perioden. Inflationförväntningar, utfallet i lönerörelsen våren 1995 och en hel del andra indikatorer pekade på att inflationstakten var på väg upp. Ytterst skulle jag vilja hävda att trovärdigheten för prisstabilitetsmålet och Riksbankens nya roll som den myndighet som ska »upprätthålla ett fast penningvärde« (vilket senare blev formuleringen i den nya riksbankslagen) stod på spel.

Den statsfinansiella saneringen

Problemen i statens budget blev akuta efter krisen i början av 1990-talet. Som mest uppgick underskottet i de offentliga finanserna till omkring 12 procent av BNP. Utvecklingen var inte långsiktigt hållbar. Det undergrävde tilltron till den långsiktiga inriktningen på prisstabilitet vilket försvårade Riksbankens arbete. Det var naturligtvis en ofantlig uppgift för det politiska systemet att få till stånd en vändning. Saneringen av de offentliga finanserna hade påbörjats av den borgerliga fyrtipartiregeringen och kom att fullföljas av den nytillträdde socialdemokratiska regeringen efter valet 1994. De halvårsvisa avstämningarna, som var en innovation, bidrog till större trovärdighet för att konsolideringen verkligen skulle genomföras. Likaså bidrog reformeringen av budgetprocessen i form av budgetmål och utgiftstak till den förbättrade tilltron.

Vändningen av förtroendet för den svenska ekonomiska politiken kom i samband med att dåvarande finansministern Göran Persson deltog i en konferens i augusti 1995 anordnad av Federal Reserve Bank of Kansas City i Jackson Hole i USA.¹⁹ Det är en årlig konferens med deltagare från centralbanker runt om i världen, ledande akademiker inom de områden som utgör teman för konferensen och ett antal särskilt inbjudna finansiella aktörer. Göran Persson var det året inbjuden för att diskutera finanspolitisk konsolidering från ett politiskt perspektiv. Anförandet gav en sådan genklang hos de närvarande – dit kunde även räknas företrädare för några av

19. Persson (1995).

världens främsta finansstidningar och tidskrifter – att synen på Sverige kom att omvärderas.

Ärlighet mot medborgarna – släta aldrig över effekterna av åtgärderna, säg aldrig att det inte känns. Ärlighet mot marknaderna – försök inte lura någon med bokföringstricks, sade Persson i sitt anförande.²⁰

Det började talas om Sverige som en »success story« som hade klarat av en allvarlig bankkras och likaså börjat ta itu med de svåra budgetproblemen. Under hösten 1995 gick därför det mesta åt rätt håll. Det bildade så småningom upptakten till en kraftig penningpolitisk lättnad. Under loppet av 1996 kunde Riksbanken sänka styrräntan ned till nivåer som vi inte hade sett i Sverige sedan 1960-talet. Det ledde även till att marknadsräntor över hela avkastningskurvan följde med ned. Penningpolitiken kunde nu verka i en miljö som präglades av påtagligt förbättrad trovärdighet för hela den ekonomisk-politiska inriktningen på prisstabilitet.

Kritiken mot räntehöjningscykeln blev utbredd

Räntehöjningscykeln 1994 fram till slutet av 1995 – se figur 6.1 – utlöste en hel del besvikelse, inte minst efter det att många besvärliga politiska beslut om finanspolitiken hade tagits. Riksbanken låg nämligen kvar med reporäntan på nästan 9 procent fram till i början av januari 1996, dvs. mer än ett halvår efter det att stora delar av den finanspolitiska konsolideringen hade beslutats av riksdagen i juni 1995. Fler och fler av framträdande politiker började stilla undra vilken verklighet vi i Riksbanken levde i och analyserade. Det är inte svårt att förstå frustrationen mot bakgrund av den omfattande statsfinansiella konsolideringen och det politiska tryck som dessa långtgående åtgärder gav upphov till. I Riksbanken ville vi dock på allvar etablera ett konsekvent agerande för hur penningpolitiken skulle bedrivas och vara absolut säkra på att nå målet. Idag är denna tankeram väl känd.

20. Göran Persson (1997).

Läget på hösten 1995 var sådant att Riksbanken bedömde att inflationen skulle komma att överskrida målet. Sett isolerat till denna prognos borde reporäntan snarast ha höjts – alltså inte sänkas som våra kritiker gjorde gällande. Vid en granskning av vad andra prognosmakare ansåg framgår det att de inte gjorde en annorlunda bedömning än den som Riksbanken stod för under hösten 1995. Att reporäntan ändå inte höjdes ytterligare hängde samman med den period av förstärkning av trovärdigheten för varaktig prisstabilitet som särskilt ägde rum under hösten 1995. I tider av så snabba scenförändringar till det bättre kan det finnas skäl att avvakta. Det blev också vårt beslut. Räntan började sänkas i januari 1996.

Besvikelsen var utbredd och kritiken över att det tog så lång tid att sänka reporäntan kom till uttryck i olika fora och på olika sätt. Låt mig få nyansera den snäva bild som ibland ges av denna penningpolitiska fas.

1999 gjorde finansutskottet en utvärdering av penningpolitiken för åren 1996 till 1998. Bakgrunden var enligt utskottet den nya och självständiga ställning som Riksbanken fått i samband med den lagändring som trädde i kraft det året. Som jag ser det är en sådan utvärdering naturlig då det politiska systemet delegerat vissa uppgifter till en centralbank. Av varje delegering följer ett behov av att fortlöpande granska hur uppgiften sköts och om målet har nåtts. En förutsättning är att en sådan utvärdering sker på ett rättvisande sätt.

Problemet med denna första »utvärdering« var dock att den var skriven på ett sätt som lätt gav intryck av att avsikten redan från början var att utdela kritik mot Riksbanken. Utskottet var inte enigt i sina slutsatser, vilket kan tolkas som att det mer handlade om att belägga de redan färdiga slutsatserna snarare än att göra en förutsättningslös utvärdering. Innebörden i kritiken var att Riksbanken missat målet och bedrivit en för stram penningpolitik.

Det var sammantaget fråga om en så allvarlig kritik bl.a. av räntecykeln 1994/96 från utskottsmajoritetens sida att dåvarande fullmäktiges presidium och riksbanksledningen ställde frågan om kritiken skulle tolkas som att uppgiften att upprätthålla ett fast

penningvärde skulle tonas ner. Vår uppfattning var att Riksbanken under dessa år agerat konsekvent vid besluten om reporäntan. Hur väl lyckades då Riksbanken nå prisstabilitetsmålet under den här perioden? Utfallen låg väl inom toleransintervallet med tanke på att den omfattande sänkningen av reporäntan i sig påverkade konsumentprisindex via boenderäntorna. Vi hade svårt att förstå vad kritiken egentligen bestod i.²¹

Senare instämde även regeringen i den kritik som finansutskottet utdelade. I en särskild bilaga till 2001 års vårproposition gjorde regeringen en utvärdering av den ekonomiska politiken under 1990-talet.²² I bilagan sägs att »i efterhand kan det således konstateras att penningpolitiken under 1994 och 1995 var stramare än vad som hade krävts för att nå inflationsmålet 2 procent under 1996 och 1997«. Som framgått tidigare var detta inte den bild vi hade.

Det är inte kritiken mot Riksbanken i sig som var problemet, snarare var det att kritiken byggde på felaktiga premisser. Den typen av tendensiösa utvärderingar reser frågan om författarnas syften och kan i värsta fall medföra att trovärdigheten för det prisstabilitetsmål som satts upp för penningpolitiken rubbas. Med en inflationshistoria som Sveriges där ambitiösa mål vid flera tillfällen angivits men inte backats upp av konkreta ekonomisk-politiska åtgärder är det viktigt att det politiska systemet är tydligt i sina utlåtanden. Tydligt – och inte bara ibland – utan även konsekvent.

RIKSBANKEN FÅR EN MER SJÄLVSTÄNDIG STÄLLNING

Redan i början av 1990-talet hade en arbetsgrupp tillsatts av regeringen för att lägga fram förslag som skulle öka Riksbankens självständighet. Förslagen hamnade dock i malpåse. Det dröjde fram till mitten av 1990-talet innan idén togs upp igen. Den utlösande faktorn var sannolikt Sveriges nyvunna medlemskap i EU och de krav på lagstiftning som Maastrichtfördraget anger även för centralbanker i länder som inte deltar i EMU. En stabil majoritet bestående av

21. Se Feldt m.fl. (1999).

22. Prop. 2000/01:100 Bilaga 5.

fem av riksdagens partier, centern, folkpartiet, kristdemokraterna, moderaterna och socialdemokraterna, slöt upp bakom förslaget som krävde en grundlagsändring. Den nya lagstiftningen trädde i kraft 1999, dvs. sex år efter det att Riksbanken tilldelats en ny roll i den svenska stabiliseringspolitiken.

I samband med reformeringen av Riksbankens ställning kom frågan om ansvaret för valutapolitiken upp på bordet. Till en början var regeringen inne på att överta *hela* ansvaret för valutapolitiken från Riksbanken. Regeringen pekade redan i höstpropositionen 1995 på att beslutskompetensen i valutapolitiska frågor ligger hos regeringen i en rad andra EU-länder och menade att den svenska ordningen, som det hette i propositionen, kunde försvåra samarbetet med andra länder.²³ En utredning tillsattes under ledning av Pierre Vinde, som hade en bakgrund bl.a. som statssekreterare, ordförande i riksbanksfullmäktige och biträdande chef för OECD i Paris.

Penning- och valutapolitiken är dock två sidor av samma mynt. En höjd ränta kan så att säga alltid neutraliseras om en motsvarande försvagning av kronans kurs samtidigt sker. Det gäller särskilt i en liten öppen ekonomi. Ges regeringen en formell möjlighet att bestämma över valutapolitiken innebär det att den även ges möjlighet att påverka penningpolitiken; det blir ett »dubbelkommando«. Det skulle innebära en försvagning för centralbanken att ta ansvar för prisstabilitetsmålet, något som Riksbanken också påpekade för den ansvarige utredaren, men det hjälpte inte. Vinde lade fram ett betänkande där han föreslog att hela valutapolitiken skulle lämnas över till regeringen.

Utfallet blev dessbättre att den tanken lades på hyllan. Vindes utredning kördes över av regeringen. Ansvaret för valutapolitiken delades upp mellan regeringen och Riksbanken. Ansvaret för valutaregimen, dvs. om kronan ska ha rörlig eller fast växelkurs, fördes över till regeringen, medan ansvaret för att tillämpa valutapolitiken, t.ex. bestämma växelkursnivån vid en knytning av kronan till

23. Prop. 1995/96:25.

en valuta eller korg av valutor, stannade hos Riksbanken. Därmed kunde risken för »dubbelkommando« undvikas.

Den 1 januari 1999 fick alltså Riksbanken en – också i formell mening – självständig ställning. I det stora hela tycker jag att det blev en bra lagstiftning som har varit och kommer att vara till stort stöd för Riksbankens möjligheter att inrikta sin penningpolitik på en låg och stabil inflation. Även om tilltron till prisstabiliteten av allt att döma var hög redan tidigare, innebar de legala förändringarna att den stärktes ytterligare, de långa räntorna föll och enkätundersökningar visade på lägre väntad inflation.

En del brukar säga att Riksbanken i och med denna lagstiftning fick en »oberoende« ställning utan möjlighet för demokratisk påverkan. Själv har jag alltid sökt påpeka att lagstiftningen handlar om att riksdagen *delegerar* uppgifter till *sin* centralbank att självständigt bedriva penningpolitik inom den ram som de folkvalda angett. Möjligheten finns alltid att ta tillbaka denna delegering eller att ändra de ramar som penningpolitiken ska verka inom. Detta skulle kunna ske genom en ändrad lagstiftning i en öppen process – inte genom instruktioner i slutna rum. Dessutom har fullmäktige en löpande insyn i direktionens arbete genom att dess ordförande och vice ordförande får närvara vid sammanträdena. Fullmäktige kontrollerar även hur direktionens ledamöter sköter sitt uppdrag och frågar ut ledamöterna på sina sammanträden. Riksbanken är alltså inte oberoende – och utom räckhåll från den politiska processen – utan snarare självständig.

En fråga som ändå tycks dröja sig kvar på den politiska dagordningen är hur ansvaret för valutapolitiken i praktiken ska hanteras. Den nya lagstiftningen är otvetydig och klar: regeringen bestämmer, som nyss sagts, vilken valutaregim Sverige ska ha och Riksbanken ansvarar för tillämpningen av denna regim.

Samtidigt har steg tagits i en riktning de senaste åren som jag tycker väcker frågan om det verkligen förhåller sig så och som kanske bör diskuteras ytterligare i ljuset av den lagstiftning som gäller. Regeringen bestämde under hösten 2001 att den, via sin myndighet – Riksgäldskontoret – ska ha möjlighet att direkt verka i valutamarknaden. Bakgrunden är att alla statliga utlandsbetalningar tidi-

gare gjordes via Riksbanken. Denna ordning har regeringen ändrat på i och med att den givit Riksgälden möjlighet att göra valutaväxlingar med andra motparter än Riksbanken.

Ytterligare oklarhet skapades av regeringens agerande under sommaren 2001. Riksbanken beslutade i juni 2001 att intervensera på valutamarknaden, en åtgärd som varit sällsynt under åren.²⁴ Kort därefter i juli samma år tog regeringen initiativ till något som jag anser framstår som märkligt, nämligen att ändra direktiven till Riksgäldskontoret mitt under gällande verksamhetsår. Såvitt jag vet har det inte hänt tidigare. Riktmärket för amortering av skulden i utländsk valuta sänktes från 35 miljarder kronor till 25 miljarder kronor år 2001, med möjlighet för kontoret att avvika med +/- 15 miljarder kronor. Med tanke på de återbetalningar på utländska lån som redan gjorts under åren kunde Riksgälden omedelbart sluta att amortera ytterligare på valutaskulden. Att det var fråga om en åtgärd som direkt syftade till att stärka kronan bekräftades också vid diskussioner med finansdepartementet.

Den åtgärden skulle kunna ses som en direkt intervention i valutamarknaden. Låt vara att den skedde på samma sida i valutamarknaden som de åtgärder som Riksbanken samtidigt vidtog och alltså syftade till samma resultat. Det blev ändå ett dubbelkommando som i framtiden kan visa sig, om det upprepas, vara olyckligt för tilltron till prisstabiliteten.

Jag ska kanske inte överdriva riskerna med att regeringen och Riksbanken vid något tillfälle i framtiden skulle komma att hamna på kollisionskurs i valutamarknaden. Men det nuvarande förhållandet och det faktum att regeringen faktiskt har agerat på ett sätt som i det närmaste kan betraktas som en valutaintervention reser mer grundläggande frågor om vilken myndighet som egentligen har ansvaret för tillämpningen av valutapolitiken.

24. Efter denna intervention utvecklade Riksbanken en policy för hur den typen av frågor ska beredas och beslutas inom banken och kommuniceras utåt. Riksbanken offentliggjorde även denna ordning. Såvitt jag vet är därmed Riksbanken den enda centralbank som har gjort något liknande. Se Borg och Heikensten (2002) för en närmare beskrivning och diskussion av denna policy.

25. Prop. 1997/98:40, s. 49.

Ytterligare en otydlighet som kommit upp under senare år är hur Riksbankens finansiella oberoende ska ses. Regeringen angav i sin proposition att det i huvudsak är fyra aspekter som är avgörande för att Riksbanken ska kunna anses vara självständig:²⁵

- ♦ Institutionellt oberoende. Det ska inte gå att ge direkta instruktioner till Riksbanken i syfte att påverka penningpolitiken.
- ♦ Personligt oberoende. Ledamöterna i Riksbankens beslutande organ ska ges stor grad av självständighet genom långa mandatperioder och svårligen kunna avsättas.
- ♦ Funktionellt oberoende. Riksbanken ska ges ett tydligt mål för penningpolitiken som bör vara offentligt och lagfäst.
- ♦ Finansiellt oberoende. Med finansiellt oberoende menas att banken bör ha tillräckliga medel till sitt förfogande för att kunna fullgöra sina uppgifter utan att styras av anslag från regering och riksdag.

Föregångaren till ECB, det Europeiska Monetära Institutet (EMI), påpekade med anledning av den departementspromemoria som bildade underlag till den nya lagstiftningen att det borde finnas en särskild bestämmelse i lagtexten som anger efter vilka principer som Riksbankens vinst skulle fördelas.²⁶ Regeringen avvisade dock denna synpunkt och pekade på att bankens vinstdisposition hade fastställts på samma objektiva grunder varje år sedan 1989 och förutsatte att detta skulle gälla också i framtiden. Riksdagen ställde sig bakom regeringens uppfattning i denna fråga.

Redan på våren 1999, dvs. bara några månader efter det att den nya lagstiftningen hade trätt i kraft, reste dock finansutskottet frågan »*om inte den nu uppnådda konsolideringen skall påverka framtida inleveranser till statskassan*«. ²⁷ Den princip som riksdagen hade ställt sig bakom när den nya lagstiftningen om Riksbankens

26. Ds 1997:50.

27. 1998/99:FiU23.

självständighet antogs upphävdes alltså kort efter det att regelverket trätt i kraft. Processen ledde fram till att Riksbanken tvingades till en första extra inleverans på 20 miljarder kronor till statsverket våren 2001 och en andra inleverans på samma belopp våren 2002.

Finansutskottets beslut försvagade Riksbankens möjligheter att hålla beredskap för oväntade händelser. Balansräkningen kom att urholkas jämfört med den situation som rått under många år – givet en mer rimlig värdering av kronans kurs och därmed av valutareservens storlek. Till detta kan fogas att processen sköttes på ett beklagligt sätt. Visst kan statsmakterna ha anledning att se över hur stort eget kapital en centralbank behöver, men att först hänvisa till en gammal princip för inleverans av Riksbankens vinst och sedan bryta denna princip omedelbart därefter utan särskild tyngd i motiveringen ser konstigt ut. Att därefter hävda att den gamla principen åter skall gälla utan att den finansiella självständigheten stärks i den form som en lagparagraf, som direktionen i Riksbanken föreslog, innebar att onödigt oklarhet skapades kring Riksbanken.

Avslutningsvis kan nämnas i den här frågan att den särskilda bestämmelse i riksbankslagen som dåvarande EMI förde fram, som ECB åter aktualiserat och som Riksbanken efterlyst ännu inte har förts in. Den nuvarande EU-ministern Gunnar Lund har dock skrivit ett brev till kommissionären Pedro Solbes i detta ärende och avisat en översyn av frågan.

ÖPPNA PROCESSER OCH EN TYDLIG TANKERAM

En viktig del i Riksbankens arbete med att etablera förtroende för den nya inriktningen på prisstabilitet blev betoningen på öppenhet. Öppenhet leder till flera fördelar. Låt mig nämna några.

För det första är öppenheten ett sätt för Riksbanken att stå till svars gentemot det politiska systemet för sina bedömningar och för sin politik. Eftersom det alltid är de politiska organen i form av riksdag och regering som har det övergripande ansvaret för alla delar av den ekonomiska politiken måste Riksbanken klart och tydligt redovisa hur den sköter det uppdrag som delegerats till den.

För det andra innebär öppenheten att aktörerna på de finansiella

marknaderna lättare kan förstå hur Riksbanken agerar. Tanken är att en tydlig tankeram bakom uppläggningsen av politiken ska bidra till en mer effektiv politik. Helst ska de finansiella aktörerna redan innan ett beslut tas ha gissat sig till vad det kommer att bli eftersom alla har tillgång till samma offentliggjorda statistiska underlag.

För det tredje innebär öppenheten att »bevisbördan« ändras. Riksbanken behöver inte på samma sätt argumentera varför den exempelvis beslutar att höja räntan. Det följer av den dokumentation som banken fortlöpande offentliggör. Snarare måste Riksbanken mera noggrant motivera om den i något läge *inte* väljer att agera i linje med sin analys. På så vis tvingar Riksbanken sig själv att söka föra en så konsekvent penningpolitik som möjligt.

För det fjärde skärper penningpolitiken det interna arbetet. Ett tydligt internt ansvar för produktion av olika delar av en prognos gör att de personer som arbetar i banken med ett sådant ansvar känner en extra motivation att göra ett professionellt jobb. De vet att de fortlöpande får frågor från journalister, analytiker och politiker om grunderna till olika delar av bedömningen.

Utvecklingen av inflationsrapporten

Den kanske viktigaste delen av öppenheten är inflationsrapporterna. Numera publiceras de fyra gånger per år. Direktionen, Riksbankens högsta beslutande organ i penningpolitiska frågor, ställer sig även bakom rapporternas innehåll. Det tog dock några år innan rapporterna fick sin nuvarande status och uppläggning.

Första rapporten kom i juni 1993 och kallades »Penningpolitiska Indikatorer«. Den innehöll två delar. En del som redogjorde för det arbete som bedrevs inom banken med olika penningpolitiska indikatorer. Den var författad av olika namngivna ekonomer och sammanställd av en medarbetare på den dåvarande ekonomiska avdelningen. En andra del sammanfattade detta arbete och drog slutsatser om vad indikatorerna sade och vilka implikationer detta hade för den aktuella inflationsutvecklingen. Detta sammanfattande avsnitt undertecknades av chefen för den ekonomiska avdelningen liksom av vice riksbankschefen. Rapporten var alltså inte något

som riksbankschefen eller fullmäktige explicit stod bakom även om jag föreställer mig att den hade föredragits för dem.

En andra rapport publicerades i oktober 1993. Enligt förordet var det en skrift som syftade till att redovisa »*Riksbankens analys av det aktuella inflationstrycket och av inflationsförväntningarna*« och som var undertecknat av chefen för dåvarande ekonomiska avdelningen. De följande rapporterna i mars, juni och oktober 1994 och även den som publicerades i februari 1995 var i stort upplagda på samma sätt. De hade ingen direkt och explicit förankring i Riksbankens högsta beslutande penningpolitiska organ, fullmäktige eller hos riksbankschefen. Rapporterna hade givetvis föredragits i fullmäktige, men någon egentlig diskussion eller beslut om rapporterna förekom inte. Dess status var med andra ord fortfarande relativt oklar för utomstående bedömare.

I juni 1995 skedde en förändring. I den rapport som då publicerades fanns ett nytt kapitel med titeln »Förord och slutsatser för penningpolitiken«. Det var undertecknat av riksbankschefen och avstämt med fullmäktige. Riksbankschefen agerade som fullmäktiges talesman och redovisade alltså i sitt undertecknade avsnitt hur hela fullmäktige såg på penningpolitiken. I påföljande rapport från november 1995 hette avsnittet »Slutsatser för penningpolitiken«.

Fram till det att den nya lagstiftningen trädde i kraft den 1 januari 1999 fortsatte den uppläggningsen i stort sett att gälla. Parallellt utvecklades rapporterna. Mer och mer av det interna siffermaterialet kom att redovisas och så småningom även hela inflationsprognosen. Steg för steg öppnade alltså Riksbanken upp sig och visade mer och mer av det interna arbetet för utomstående.

Tankeram och handlingsregel

Arbetet med att utarbeta en konsekvent tankeram för hur penningpolitiken skulle hanteras bedrevs intensivt i mitten och under andra halvan av 1990-talet. Min efterträdare som riksbankschef och då vice riksbankschef, Lars Heikensten, spelade en viktig roll för detta arbete. Han bidrog även i hög grad till att många skickliga personer

kom in i banken. Heikensten beskriver i kapitel 7 i den här boken hur arbetet bedrevs.

Idag är tankeramén känd och tämligen väl etablerad.²⁸ Den handlar bl.a. om hur målet ska tolkas, vilket tidsperspektiv som står i fokus för penningpolitiken, hur olika typer av störningar ska hanteras osv. Även om syftet med denna tankeramén är att arbetet med penningpolitiken ska styras efter vissa mönster, så får den ändå inte bli mekanisk. Ekonomin utsätts ständigt för olika typer av störningar och det måste finnas utrymme för att öppet analysera och tolka dessa för att se vilka lärdomar och slutsatser som de bör ge upphov till.

En del av denna tankeramén är den handlingsregel som styr hur Riksbanken agerar med styrräntan. Den innebär att styrräntan *normalt* justeras när de sammantagna prognoserna indikerar att inflationen ligger över eller under målet på 1–2 års sikt. Ordet »normalt« är här kursiverat eftersom det kan finnas tillfällen då det kan vara motiverat att avvika från handlingsregeln, men måste då motiveras nogga för omvärlden.²⁹

Reporäntan är ett trubbigt vapen som verkar med lång och varierande tidsfördröjning. Eftersom all erfarenhet visar att det är svårt att finjustera ekonomin har det medelfristiga perspektivet på 1–2 års sikt kommit att stå i fokus för penningpolitiken. Det innebär i sig att hänsyn också tas till stabiliteten i den reala ekonomin. Ett kortare perspektiv gör att det krävs relativt stora kast i reporäntan för att målet ska nås. Ett längre perspektiv gör det däremot möjligt att ändra reporäntan i mjukare steg. Nackdelen med ett längre perspektiv är dock att penningpolitiken måste bygga på bedömningar om framtiden. Alla som sysslar med prognoser vet hur svårt det är att göra bedömningar på upp till två års sikt. Men erfarenheten tyder ändå på att möjligheten att kunna föra en mjukare penningpolitik väger tyngre än behovet av att alltid kunna förutsäga framtiden rätt på decimalen.

Handlingsregeln har fyllt ett annat viktigt syfte som skiljer den

28. Se t.ex. Heikensten och Vredin (1998).

29. Direktionens beslut den 4 februari 1999.

nuvarande regimen från den som gällde under 1970- och 1980-talen. Den har gjort det möjligt att bedriva en »successiv« politik med små gradvisa steg snarare än stora kliv som var vanligt förr. Fördelen med en sådan politik är att det allmänt sett är bättre att göra lite och ofta än mycket och sällan. Att tvingas ta till stora åtgärder efter det att mer omfattande obalanser redan byggts upp kan lätt ge upphov till instabilitet i hela ekonomin. Med en relativt enkel handlingsregel tvingas beslutsfattare vidta mindre ekonomisk-politiska åtgärder mer gradvis. I längden ger det också en större stabilitet åt produktion och sysselsättning samtidigt som inflationen håller sig nära målet. Det kan diskuteras hur pass aktivistisk penningpolitiken ska vara, men i grunden tror jag ändå att det är bättre att söka förhindra att ekonomin kör ned i diket istället för att avvakta tills olyckan är framme och sen försöka baxa upp den igen.

Utskottsutfrågning, anföranden och träffar

Under min period som riksbankschef har jag kallats till finansutskottet för offentliga utfrågningar vid sammanlagt 14 tillfällen sedan våren 1994. Det förekom utfrågningar även dessförinnan, men de skedde i sluten form.

För mig har dessa utfrågningar varit en viktig del i arbetet med att skapa förståelse för Riksbankens arbete. Eftersom riksdagen är Riksbankens huvudman och genom att den valt att delegera de penningpolitiska besluten till Riksbanken är det naturligt att en väsentlig del av den penningpolitiska diskussionen sker i riksdagen. Att riksbankschefen ges möjlighet att i sådana former diskutera direkt med ledamöterna i finansutskottet tror jag bidrar till att stärka förståelsen och ytterst legitimiteten för det arbete Riksbanken bedriver.

Eftersom den penningpolitiska diskussionen varit synnerligen intensiv sedan övergången till prisstabilitetsmål, har det vidare varit viktigt att på olika sätt träffa många människor runt om i vårt land för att berätta och samtala om Riksbanken. En mängd anföranden, föreläsningar, och möten med penningpolitiskt intresserade, studenter, fackföreningar, arbetsgivarrepresentanter, partipolitiska företrädare och journalister har därför ägt rum genom åren. Det stora

massmediala intresset har även ökat möjligheten att närmare motivera och utförligare förklara penningpolitiken för en bred allmänhet. Massmedias ofta insiktsfulla analyser har dessutom skärpt det interna arbetet inom banken.

Öppna protokoll

En viktig del av öppenheten är offentliggörandet av de penningpolitiska protokollen. Direktionens diskussioner, vilka föregår besluten, offentliggörs numera i särskilda protokoll. De brukar publiceras cirka två veckor efter direktionssammanträdena. I dem går det att ta del av hur diskussionen löpt och närmare bestämt vem eller vilka av ledamöterna som eventuellt röstat emot besluten. Tanken med att inte offentliggöra vilken ledamot som sagt vad i själva diskussionen på mötet hänger samman med ambitionen att stimulera till en mer fri diskussion och att denna diskussion förs på själva mötet. Offentliggörs namnen är risken påtaglig att den verkliga penningpolitiska diskussionen sker på mer eller mindre spontana möten, innan det verkliga penningpolitiska sammanträdet äger rum. Om detta är det bästa sättet att skapa offentlighet kring Riksbankens diskussioner får dock framtiden utvisa. Öppenheten kan säkert drivas vidare.

Att det förekommer reservationer från olika ledamöter tycker jag i grund och botten är en styrka. Det visar för en bred allmänhet att penningpolitiska beslut inte är självklara i alla lägen. Olika personer kan hamna på olika ståndpunkter såväl i Riksbanken precis på samma sätt som i familjens diskussioner hemma vid köksbordet. Så länge alla ledamöter ändå har samma grundsyn, nämligen att Riksbankens lagstadgade mål är att »upprätthålla ett fast penningvärde«, spelar det inte så stor roll om en del ledamöter ibland förespråkar en annan linje än majoriteten.

Avslutande reflektioner

Viljan att sträva efter låg inflation var ingenting nytt för 1990-talet. Det nya var att det fanns en politisk vilja och förmåga att fatta ett

antal viktiga strategiska beslut. Kanske spelade den arbetsfördelning mellan regering och riksdag, å ena sidan, och Riksbanken, å den andra, som råkade gälla i ett kritiskt historiskt skede en viktig roll för dessa beslut. Genom att växelkursen var flytande var det Riksbanken, och inte det politiska systemet, som hade ansvaret att fatta de löpande beslut som krävdes för att styra inflationen mot det uppsatta målet. Penningpolitiken kom så att säga att bedrivas på armlängds avstånd från den dagsaktuella partipolitiken. Denna ordning kom efter hand att markeras mer och mer tydligt. Regeringen lade sig inte i Riksbankens beslut. Senare kom detta att markeras i form av en också i formell mening tydlig bekräftelse på självständigheten i form av ny lagstiftning.

Prisstabilitetsmålet kom att fungera som ankare och riktmärke inte bara för den privata sektorns aktörer utan även för det politiska systemet. Men det var inte prisstabilitetsmålet i sig som lyckades, utan framgången låg i de politiska åtgärder som statsmakterna vidtog efterhand och som ledde till att Riksbanken lämnades att bygga upp sin kompetens och att löpande fatta besluten självständigt med hjälp av den egna analysen. Samtidigt visar erfarenheterna under 1990-talet att det alls inte var fråga om en rak väg. Fortfarande finns en del oklarheter, men i det stora hela gick det att bygga en stabilitetsinriktad regim och därmed bryta med de olyckliga 1970- och 1980-talen.

Inledningsvis berörde jag hur bilden av Riksbanken såg ut i början av 1990-talet. Den finansiella avregleringen och dess konsekvenser, räntechockerna under kronförsvaret, kritiken mot räntepolitiken både under 1993 och turbulensen kring räntecykeln 1994 och 1995 gjorde att strålkastarljuset ofta riktades mot den svenska centralbanken. Kritiken blev ibland hård och mediabilden stundtals mycket negativ. Min erfarenhet är dock att öppenheten är ett värdefullt instrument i sådana situationer. Lärdomen är att Riksbanken, liksom andra maktcentra, måste vinnlägga sig om att legitimera sina beslut, vara beredd att diskutera och inte minst att förklara tydligt vad som är bakgrunden till olika steg som tas. För centralbanker är detta något nytt och det är inte gjort i en handvändning att ändra invanda arbetssätt. Men tiden då skälen till penningpoli-

tiska beslut kunde gömmas i mystikens dimmor och bakom tunga fasader är sedan länge förbi. Människor accepterar helt enkelt inte det. Även om arbetet med att skapa legitimitet för centralbanken aldrig kan ses isolerat från den politiska processen, ligger ansvaret i grunden på centralbanken själv. Det är ett svårt, ibland ensamt arbete som kan kräva lång tid. Jag brukade lite skämtsamt säga till medarbetarna i Riksbanken att när en räntehöjning applåderas på samma sätt som om Sverige tagit OS-guld i ishockey har banken kommit en bit på väg i detta arbete. Men jag ska villigt erkänna att det är en bit kvar dit.

I ljuset av de positiva erfarenheterna av de senaste årens stabiliseringspolitik finns, enligt min mening, goda skäl att bibehålla centrala beståndsdelar av det stabiliseringspolitiska ramverket – någon form av mål, klara institutionella förutsättningar för den långsiktiga inriktningen av stabiliseringspolitiken och en hög grad av öppenhet och tydlighet – om det skulle visa sig att Sverige kommer att delta i EMU. Erfarenheterna av hur stabiliseringspolitik bäst bedrivs med finanspolitik är i och för sig inte lika uppmärksammade som kring penningpolitiken. Brist på analytiskt underlag kan man dock inte säga att det råder med tanke på allt som skrivits inom detta område sedan 1930-talet. Ändå kanske det är svårare att dra entydiga slutsatser rörande exakt vilken ordning som är mest lämpad. Men om statsmakterna låter fördjupa analysen om hur målet för stabiliseringspolitiken bör utformas, vilka finanspolitiska instrument som bör användas vid olika typer av störningar och hur den finanspolitiska beslutsprocessen kan förbättras i syfte att skapa trovärdighet kring en nationell stabiliseringspolitik är mycket vunnit.

Till sist vill jag åter peka på möjligheten att använda experimentet med Riksbanken under 1990-talet också på andra myndigheter och organ. Ett tydligt mål, som läggs fast av statsmakterna, klara institutionella förutsättningar och en process för beslutsfattandet som omfattar både öppenhet och uppföljning är något som kan användas även på andra håll. Det urholkar inte demokratin, tvärtom skulle det kunna göra den mer effektiv.

Referenser

- Ahearne, Alan m.fl., (2002), »Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s«, *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, nr 729, juni.
- Bergqvist, Jan, (1993), Brännpunkt, i *Svenska Dagbladet*, 18 november.
- Bergström, Villy, (1991), »Självständiga centralbanker i demokratier?«, *Penning- och valutapolitik*, Sveriges riksbank, nr 1, s. 5–18.
- Bernard, Henri och Joseph Bisignano, (2001), "Bubbles and Crashes: Hayek and Haberler revisited«, i *Asset Price Bubbles: Implications for Monetary and Regulatory Policies*, 13, s. 3–39.
- Borg, Anders och Lars Heikensten, (2002), "Riksbankens valutainterventioner – beredning, beslut och kommunikation, *Penning- och valutapolitik*, Sveriges Riksbank, nr 1, s. 25–44.
- Bäckström, Urban, (1993), »Tillgångspriser och penningpolitik«, *Ekonomisk Debatt*, årgång 21, nr 5, s. 451–464.
- Bäckström, Urban, (1997), *What Lessons Can be Learned from Recent Financial Crises? The Swedish Experience*, A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas, in Jackson Hole, Wyoming.
- Bäckström, Urban, (1998), »Finansiella kriser – svenska erfarenheter«, *Ekonomisk Debatt*, årgång 26, nr 1, s. 5–19.
- Feldt, Kjell-Olof, (1991), *Alla dessa dagar*, Norstedts, Stockholm.
- Feldt, Kjell-Olof m.fl. (1999), i *Dagens Nyheter*, 27 maj.
- Fisher, Irving, (1933), »The Debt-Deflation Theory of Great Depressions«, *Econometrica*, vol. 1, s. 337–357, oktober.
- Fregert, Klas och Lars Jonung, (2003), *Makroekonomi. Teori, politik och institutioner*, Studentlitteratur, Lund.
- Gårdlund, Torsten, (1958), *The Life of Knut Wicksell*, Almqvist & Wiksell, Stockholm.
- Heikensten, Lars och Anders Vredin, (1998), »Inflationsmålet och den svenska penningpolitiken – erfarenheter och problem«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 26, nr 8, s. 573–593.
- Jonung, Lars, (1999), *Med backspegeln som kompass - om stabiliseringspolitiken som läroprocess* (Ds 1999:9), ESO.
- Lundgren, Bo, (1998), *När bubblan brast*, Bokförlaget DN.
- Persson, Göran, (1995), *Budget Deficits and Debt: Issues and Options*. A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas, in Jackson Hole, Wyoming.
- Persson, Göran, (1997), *Den som är satt i skuld är icke fri*, Atlas, Uddevalla.

Offentligt tryck

Ds 1997:50 Riksbankens ställning.

EMI (1997) Yttrande den 7 november över Ds 1997:50 Riksbankens ställning

Fiu 1998/99:23 Penningpolitiken och Riksbankens förvaltning 1998

Prop. 1995/96:25 En politik för arbete, trygghet och utveckling

Prop 1997/98:40 Riksbankens ställning

Prop 2000/2001:100 2001 års ekonomiska vårproposition

Prop 1990/91:100 Finansplan

Riksbanken (1999), direktionens protokoll 4 februari

SOU 1993:20 1993 års Riksbanksutredning

SOU 1997:10 Valutapolitiska utredningen

7. Bakom Riksbankens tjocka väggar – hur inflationsmålspolitiken växte fram 1995–2003¹

Riksbanken stod inför en svår uppgift efter kronans fall 1992. Visserligen var inflationen för tillfället låg, men det var mitt i en djup lågkonjunktur. Nu gällde det att hitta en modell för hur penningpolitiken skulle kunna utformas i framtiden och på så sätt befästa den låga inflationen även i bättre tider. Detta skulle dessutom ske i en miljö där statens finanser försämrats snabbt, samtidigt som problemen i den finansiella sektorn var allvarliga.

Riksbanken valde att införa ett inflationsmål, därtill inspirerad av utländska centralbanker och akademiker. Beslutet var ingalunda okontroversiellt, men framstår nu som klokt. I dag är inflationsmålsstyrning den vanligaste strategin i länder som bedriver penningpolitik med rörlig växelkurs. Samtidigt finns det skäl att inte överbetona penningpolitikens och inflationsmålstrategins betydelse för den relativt goda utveckling Sverige haft under de senaste tio åren. Det verkligt väsentliga har, som jag ser det, varit samsynen i det politiska systemet kring behovet av bibehålla den låga inflationen och att få ordning på de statliga finanserna. Denna har fått ytterligare stöd av att finansmarknaderna hållit ett vakande öga på utvecklingen.

I centrum för de första årens hårda diskussioner om penningpolitiken stod olika frågor. En hade att göra med avvägningen mot andra aspekter än inflationen, t.ex. arbetslösheten och problemen i den finansiella sektorn. En annan med hur man bör se på växelkur-

1. Artikeln bygger på Heikensten och Vredin (2002) och på flera tal som jag hållit under åren i Riksbanken, t.ex. Heikensten (2000, 2001a och 2001b). Värdefulla synpunkter har jag fått från Claes Berg, Urban Bäckström, Jörgen Eklund, Klas Eklund, Lars Jonung, Eva Srejber, Staffan Viotti och Anders Vredin.

sen i en regim med rörlig valuta.² Ytterligare en fråga gällde relationen till finanspolitiken. Längre var budgeten alltför svag för att oron på de finansiella marknaderna skulle kunna stävjas. Till oron bidrog också att Riksbanken och finansdepartementet föreföll vara på kollisionskurs. Därutöver fanns viktiga skillnader i de ekonomiska bedömningarna som kunde ha betydelse för valet av reporänta. Jag tänker bl.a. på Riksbankens bedömningar av resursutnyttjandet i ekonomin och värdering av den information som fanns om inflationsförväntningarna.³

Utvecklingen lugnade emellertid ned sig betydligt från mitten av 1990-talet, i huvudsak till följd av att tillräckliga åtgärder vidtagits för att statens finanser skulle förefalla vara i någorlunda ordning. En grundläggande ram för penningpolitiken hade också lagts fast och testats under ett par år. Till detta kom att ekonomin i stort började återhämta sig, understödd av den internationella konjunkturuppgången och en svag växelkurs. Det penningpolitiska arbetet kunde därmed gå in i en lugnare fas.

I de föregående kapitlen i denna bok berörs bl.a. olika aspekter på kronans fall 1992, på beslutet om ett inflationsmål 1993 och på utvecklingen av penningpolitiken. Detta kapitel har ett annat fokus. Det är mer inriktat på att beskriva *hur politiken bedrivs idag år 2003*. Frågan är vilka analytiska ramar som vägleder politiken, hur beslut förbereds, tas och kommuniceras. Mycket av mitt arbete sedan jag kom till Riksbanken hösten 1995 har handlat om detta; om att utveckla det sätt på vilket penningpolitiken bedrivs.⁴

Inledningsvis redogör jag för de grundläggande principerna bakom dagens politik med inflationsmålsstyrning och hur dessa har utvecklats. I de följande avsnitten diskuterar jag tre penningpolitiska frågeställningar som följt oss genom åren; hur vi tar hänsyn till

2. Se t.ex. Bäckström (2003).

3. Se t.ex. Postens Finansbrev (1997).

4. I det här arbetet har jag hela tiden samarbetat nära med Urban Bäckström. Ett stort antal medarbetare har bidragit till arbetet. Några centrala personer har varit Claes Berg, Per Jansson, Hans Lindberg, Christina Lindenius, Staffan Viotti och Anders Vredin. Riksbankens fullmäktige, med Kjell-Olof Feldt i spetsen, var en källa till inspiration under de första åren. Sedan 1999 har jag haft många stimulerande diskussioner med mina kollegor i direktionen.

växelkursen när politiken utformas, hur inflationsmålet ska tolkas i ljuset av olika tillfälliga effekter och vilken betydelse förändringar i tillgångspriser ska tillmätas. Därefter beskriver jag hur beslut fattas; hur direktionen arbetar, vilken typ av underlag vi utgår ifrån osv. Innan jag drar några slutsatser diskuterar jag också betydelsen av öppenhet och redogör för hur Riksbanken valt att kommunicera.

Riksbankens tankeram

De första stegen

Redan några månader efter kronans fall 1992 beslutade Riksbanken att penningpolitiken framöver skulle inriktas på att uppnå ett inflationsmål på 2 procent med ett toleransintervall på plus/minus 1 procentenhet för att tydliggöra att avvikelser var troliga, men också att dessa skulle begränsas. Målet knöts till konsumentprisindex (KPI), det mest välkända och säkra inflationsmått som fanns och som dessutom publicerades regelbundet.⁵

I och med detta beslut var ett par grundläggande val gjorda. Politiken skulle, i varje fall tills vidare, inte inriktas på en återgång till fast växelkurs.⁶ I stället skulle ett explicit mål för inflationen vägleda politiken. Därmed förkastades också möjligheten att låta politiken styras i första hand av olika mått på penningmängden, något som varit den förhärskande penningpolitiska uppläggnings i länder med rörlig växelkurs under 70 och 80-talet. Inte heller öppnades utrymme för »kombinationsstrategier« av den typ ECB senare kom att välja. Riksbanken tonade samtidigt ner betydelsen av eventuella avvägningar mellan inflationsmålet och utvecklingen i den reala ekonomin. Detta sätt att formulera politiken inspirerades av liknande beslut i andra länder som Nya Zeeland, Kanada och Storbritannien.

Beslutet att arbeta med inflationsmål var början på en utveckling som skulle sträcka sig över flera år och omfatta förändringar i Riksbankens organisation, kompetens och arbetssätt. När beslutet

5. Se t.ex. Andersson (2003) för en redogörelse för övervägandena bakom beslutet.

6. Se Dennis (2003).

om inflationsmål togs, var det klart att det skulle krävas en ny typ av beslutsunderlag med fokus på en bedömning av inflationen ett par år fram i tiden. Arbetet med att ta fram sådana hade också inletts direkt i början av 1993. Vid den tidpunkt när jag tillträdde som vice riksbankschef med ansvar för penningpolitik var det viktigaste att fördjupa inflationsanalysen. Ett betydelsefullt steg togs 1996 när vi inrättade en forskningsavdelning. En annan central uppgift var att etablera väl fungerande interna processer för att löpande ta fram de underlag som behövdes. Den nya politiken måste också bedrivas så att den blev trovärdig och kunde vinna acceptans i samhället i stort.

I det här arbetet har Riksbanken legat relativt långt framme, inte minst tack vare goda kontakter med den akademiska världen, men också genom beredskap att bryta med en del traditionella centralbanksföreställningar och våga pröva nya idéer.⁷ Mellan de länder som arbetat med inflationsmål har det också under de senaste tio åren förekommit ett intensivt samarbete. Kretsen av länder som arbetar med inflationsmål har också ökat kraftigt. Riksbanken har numera, som gammal i gården när det gäller inflationsmål, bidragit med intellektuellt stöd bl.a. till centralbankerna i Sydafrika, Brasilien, Turkiet och flera länder i Östeuropa.

Prognoser och handlingsregel

Redan i juni 1993 publicerades ett embryo till de kommande inflationsrapporterna, en rapport med inflationsindikatorer. Denna följdes av de första inflationsrapporterna, som var något av kataloger över inflationsrisker. Rapporterna utvecklades gradvis och fick under 1995 en annan ställning, när de inte längre bara var beslutsunderlag utan Riksbankens ledning explicit ställde sig bakom dem.

7. Låt mig i detta sammanhang lyfta fram fyra personer utanför Riksbanken vars stöd och insikter varit till stor hjälp för mig och som också tidigare på olika vis har bidragit till Riksbankens arbete. Bill White (tidigare vice riksbankschef i Kanada, numera chefekonom vid BIS), Alan Blinder (tidigare vice chef vid Federal Reserve, numera professor vid Princeton), Mervyn King (tidigare vice chef, numera chef för Bank of England och Lars E O Svensson (akademisk rådgivare och numera professor vid Princeton).

Fortfarande innehöll de dock ingen samlad, konsistent bild av ekonomin och den framtida inflationen.

Det här upplevde jag som ett problem när jag kom till banken, inte minst i kommunikationen med omvärlden. Det gjorde det svårare än nödvändigt att motivera politiken. Därför kom vi i Riksbankens ledning överens i början av 1996 om att rapporterna skulle skrivas på ett annat vis; som sammanhållna prognoser. Senare samma år togs ytterligare ett viktigt steg, när siffersatta prognoser för de närmaste två åren för inflationen publicerades för första gången. Dessa kompletterades 1997 och 1998 med sannolikhetsfördelningar för inflationsutfallen; s.k. trattar, inspirerade av motsvarande trattdiagram i Bank of Englands rapporter.⁸ Därmed hade inflationsrapporterna fått den form som de sedan i huvudsak har behållit, även om de löpande fyllts med nytt analytiskt material och pedagogiken med jämna mellanrum har setts över.⁹

Ett viktigt steg i utvecklingen av den tankeram som väglett politiken togs i september 1997, när en regel för Riksbankens agerande för första gången kommunicerades. Det gjordes då klart att Riksbanken *normalt* hade anledning att höja reporäntan om inflationsprognosen tydde på att inflationen skulle hamna över målet på 2 procent 1–2 år fram i tiden. På motsvarande sätt fanns det normalt sett skäl att sänka räntan om prognosen hamnade under målet.

Idén till handlingsregeln kom från Lars Svensson. Han hade i några betydelsefulla uppsatser formulerat en modell för hur centralbanker med inflationsmål borde agera.¹⁰ Viss inspiration hade han kanske fått från några av de modeller som tagits fram inom Riksbanken och av andra »inflation targeters«.¹¹

8. En uppmärksam läsare kan notera att trattbredden i de första rapporterna med den här typen av diagram var betydligt smalare än de varit senare. Det beror på att osäkerhetsintervallen i de två första rapporterna ritades för hand utan hjälp av det ganska tekniska sannolikhetsmaskineri som togs i bruk för första gången i juni 1998.

9. I Berg (1999) diskuteras hur Riksbankens arbete med inflationsprognoser har utvecklats.

10. Se t.ex. Svensson (1997) och Svensson (1999).

11. På ekonomiska avdelningen fanns bl.a. en prognosmodell med två ekvationer som användes flitigt för att ta fram lämpliga räntebanor i ett framåtblickande tvåårsperspektiv. Se Hansson (1993).

Det var lätt att se fördelar med handlingsregeln. Riksbanken skulle »binda upp« sitt agerande än mer och därutöver borde politiken kunna bli mer tydlig. Ändå var vi i ledningen tveksamma: gick inte bindningen för långt och var inte regeln för mekanisk? Efter en del funderande och samtal med bl.a. Lars Svensson, Claes Berg och Hans Lindberg hittade vi en enkel form för att hantera det hela som Riksbankens ledning och fullmäktige kunde acceptera: ordet *normalt* sattes in i regeln.

Handlingsregeln blev, som vi föreställt oss, viktig från kommunikationssynpunkt. Det blev lättare för marknadsens bedömare att löpande utvärdera ny information och att relatera denna direkt till bankens beslutsproblem. Det blev därmed också lättare för dem att prognostisera de kommande ränterörelserna. Även inom banken visade sig regeln vara värdefull, genom att prognosarbetets ställning förstärktes ytterligare. Medarbetarnas ansträngningar koncentrerades än mer på prognoser för inflationen två år fram i tiden. Riksbanksledningens och fullmäktiges överväganden blev också mer precisa. Det räckte inte längre med att kommunicera en allmän inflationsoro inför de kommande åren. Samtidigt gjordes från början klart att en viss vikt skulle läggas både vid det första prognosåret och vid perioden bortom den tvååriga prognoshorisonten.

Flexibel inflationsmålsstyrning

Under de första åren med inflationsmål uttryckte Riksbanken ingen större oro för samspelet mellan penningpolitiken och den reala ekonomin. Tvärtom tonade företrädare för banken ned betydelsen av en »trade-off« mellan inflation och arbetslöshet. Det hävdas ibland att det här var naturligt eftersom tilltron till politiken var låg. Genom att understryka att prisstabilitet var det enda målet och att andra hänsynstaganden inte var möjliga skulle det gå snabbare att vinna förtroende för politiken. Kanske var det förklaringen, men jag tror för min del ändå inte att det var klokt. I den svenska ekonomisk-politiska miljön hade det varit enklare att få stöd för en mer nyanserad linje. Inte heller lyfte banken under de här åren fram att inflationsmålsstyrning faktiskt normalt sett kan väntas bidra till att

stabilisera även konjunkturen och den reala ekonomin genom att ränteläget vanligen är högre när resursutnyttjandet stiger och tvärtom. Från mitten av 1990-talet började vi dock på olika vis göra klart att Riksbanken inte var vad min engelska kollega Mervyn King kallat en »inflation nutter« .¹²

Den horisont inom vilken Riksbanken avser att uppnå sitt mål är inte oberoende av de reala förhållandena i samhällsekonomin. Om inflationen avviker kraftigt från målet kan Riksbanken, för att undvika att störa den ekonomiska utvecklingen för mycket, vilja gå försiktigt fram med räntan. Inte heller avser Riksbanken att försöka motverka alla kortsiktiga störningar i prisbilden, något som jag kommer att återkomma till senare.¹³

Att det kan finnas en »trade-off« mellan inflationsbekämpningen och utvecklingen i den reala ekonomin är något som präglar den lagstiftning som styr penningpolitiken i USA, och även Maastrichtfördraget. Det här sättet att se på politiken har nu också stöd i förarbetena till den nya riksbankslagen. I dessa sägs att Riksbanken, som en myndighet under riksdagen, ska understödja de allmänna målen med den ekonomiska politiken så länge dessa inte kan väntas stå i strid med målet om ett fast penningvärde. Riksbankens uppgift är alltså att med den nuvarande akademiska terminologin tillämpa en *flexibel* inflationsmålsstyrning.

Det kan vara värt att understryka att penningpolitiken, trots den enkla handlingsregeln, inte är mekanisk. Exempelvis har under en följd av år prognoser för inflationen i termer av KPI kompletterats med bedömningar av den underliggande inflationen, som på olika

12. Se King (1997). Låt mig berätta om en liten episod som åskådliggör förändringen. När jag som ganska färsk vice riksbankschef skulle tala om penningpolitik och presenterade en text där en del av dessa samband berördes, fick jag beskedet av den luttrade och uppriktige översättaren att ett innehåll av det här slaget knappast skulle släppas igenom. Flera av medarbetarna visade sig också vara påtagligt skeptiska, men Urban Bäckström var tvärtom positiv till att vi ändrade kommunikationen.

13. Lars Svensson skulle beskriva detta som att politiken rört sig från att vara strikt (eller möjligen kommunicerades som att den var strikt) till att vara flexibel, se Svensson (1997).

TABELL 7.1. Tio år med inflationsmål – ett kalendarium

Tidpunkt	Händelse
19 november 1992	Kronan flyter.
14 januari 1993	Riksbanken annonserar inflationsmålet.
Januari 1993–sommaren 1994	Styrräntan sänks vid flera tillfällen, från 10,5 procent ned till ca 7 procent. Intensiv penningpolitisk diskussion. Statens finanser och växelkursen i fokus.
Juni 1993	Föregångare till inflationsrapporten publiceras.
Augusti 1994	Styrräntan höjs.
Hösten 1994	Omfattande budgetåtgärder annonseras.
Hösten 1994–våren 1995	Svenska folket röstar ja till EU-medlemskap. Ytterligare budgetåtgärder vidtas. Koppling görs till EU:s konvergensprogram. Fortsatt höga räntor. Intensiv penningpolitisk diskussion.
Hösten 1995	Budgetsituationen förbättras. Läget stabiliseras. Kronan förstärks.
Vintern 1996–våren 1997	Styrräntan sänks i snabb takt från 9,15 till 4,95 procent.
Vintern 1996–våren 1997	Riksbanken tonar ner betydelsen av kort-siktiga kronrörelser för penningpolitiken och utvecklar resonemang kring samspelet mellan inflationen och den reala ekonomin.
Våren 1996–våren 1998	Inflationsrapporterna utvecklas i flera steg. Sammanhållna prognoser (1996), siffrsatta prognoser (1996) och sannolikhetsfördelningar (1997) introduceras.
1996–1997	Inflationen enligt KPI under målet. Diskussion om tillfälliga effekter.
1997	Förtydligande publiceras i januari 1999.
Hösten 1998	Handlingsregeln introduceras.
1998–2000	Oro på de finansiella marknaderna. Reporäntan sänks i ett par steg. Riksbanken intervenerar.
1998–2000	Diskussion om den s.k. nya ekonomin. Krav först på lägre räntor eftersom ekonomin antas fungera bättre, senare på högre räntor för att dämpa aktieprisuppgången.

Tidpunkt	Händelse
Januari 1999	Ny lagstiftning med direction införs. Beslutsordning ändras. Protokoll publiceras.
Våren-försommaren 2001	Överraskande inflationsuppgång. I huvudsak tillfälliga effekter. Oro på kronmarknaden. Riksbanken intervenerar och höjer styr- räntan.
Hösten 2001	Konjunkturen försvagas. 11 september. Styrräntan sänks i ett par steg.
Hösten 2001	Ett regelverk för valutainterventioner med betoning på öppenhet publiceras.

vis bidragit till att belysa förutsättningarna för att kunna säkra inflationsmålet på sikt. Då och då har dessa mått i praktiken varit väl så viktiga för riksbankspolitikens utformning som just KPI-prognoserna; en fråga jag återkommer till. De penningpolitiska besluten har dessutom vid ett par tillfällen – i varje fall på marginalen – påverkats av överväganden relaterade till utvecklingen på de finansiella marknaderna och möjligheten att säkra finansiell stabilitet de kommande åren. Så var fallet vid sänkningarna hösten 1998 och i någon mån också efter den 11 september 2001. Även bedömningar av hur en ändrad reporänta kan tänkas påverka marknaden, och mer taktiska aspekter relaterade till effekterna på t.ex. lönebildningen, kan ha påverkat den exakta »*timing*en« av ett beslut.

Principerna bakom den svenska penningpolitiken är i sig själva enkla. Detta hindrar inte att många viktiga penningpolitiska problem är olösta och fortsatt svåra att hantera. Tre frågor som vi haft anledning att återkomma till och pröva gång efter annan är

1. hur vi bör se på växelkursen och hantera dess fluktuationer,
2. hur vi bör hantera tillfälliga effekter på inflationen samt
3. vilken roll tillgångspriser bör spela för vårt agerande.

Låt mig nu ta upp dessa frågor.

Växelkursen och inflationsmålet

Sedan försvaret av kronan upphörde i november 1992 har mycket av den penningpolitiska diskussionen kretsat kring växelkursens utveckling. Det är knappast förvånande mot bakgrund av att kronan ibland fluktuerat kraftigt och att den i genomsnitt varit lågt värderad (se figur 7.1). Sverige är inte heller unikt. I andra länder där inflationsmålspolitik bedrivs diskuteras växelkursen och dess roll i penningpolitiken flitigt, oberoende av om valutan har bedömts vara för stark som i Storbritannien eller för svag som i Australien och Nya Zeeland.

Riksbanken har under de senaste tio åren inte haft något mål för kronkursens nivå. Det primära för hur penningpolitiken har lagts upp har varit hur inflationsutsikterna förhåller sig till inflationsmålet på 2 procent. Men växelkursen har däremot varit en viktig faktor i Riksbankens inflationsbedömning. Växelkursen påverkar inflationen direkt via priserna på importerade varor och tjänster. Indirekt, och oftast med en längre fördröjning, påverkar växelkursen inflationstrycket via effekter på aktivitetsnivån.

En ändrad syn

Riksbankens syn på växelkursen och inflationen har förändrats en del sedan inflationsmålet infördes. Under de första åren med rörlig växelkurs påverkades penningpolitiken mer av kortsiktiga svängningar i kronans värde. Det framgår både av Riksbankens agerande vid den här tiden och av det sätt på vilket banken argumenterade i tal och andra sammanhang. Detta var kanske inte så förvånande i ljuset både av att valutan försvagats kraftigt och av att politiken tidigare haft så starkt fokus på just växelkursen, vilket fortsatte att präglade tänkandet i Riksbanken.

Ett uttryck för det mer kortsiktiga reaktionsmönstret var användningen i penningpolitiken av ett analytiskt redskap kallat Monetary Conditions Index (MCI).¹⁴ Det var ett försök att sammanfatta

14. Detta berörs i Andersson (2003).

effekterna på inflationen av rörelser i korta räntor och i kronan. Den underliggande tanken var att om kronan förstärktes borde räntorna kunna vara lägre och tvärtom, något som indexet grovt kan åskådliggöra. Risker med ett sådant index är att det kan bidra till ett alltför mekaniskt agerande eller i alla fall uppfattas på detta vis. Erfarenheterna både från Sverige och länder som Kanada och Nya Zeeland tyder på det. När växelkursen försvagas tenderar det att direkt användas som argument för en högre ränta.

Vid mitten av 1990-talet skedde en förändring i synen på växelkursen. När inflationsbedömningarna gjordes, fästes mindre vikt vid kronans aktuella kurs. Fokus lades i stället på hela banan för växelkursen och inflationen de närmaste åren. Denna ändrade hållning underlättades av att tilltron ökat för den ekonomiska politiken i stort. Ett första tillfälle när denna ändrade syn fick ett tydligt genomslag i politiken var när reporäntan sänktes för andra gången i slutet av januari 1996. Beslutet togs trots att kronan försvagats påtagligt strax innan bl.a. till följd av ett politiskt utspel från den blivande statsministern. Genom att argumentera tydligt för att kronans försvagning inte utgjorde något hot mot inflationen på den relevanta sikten bröt Riksbanken mot tidigare mönster.¹⁵

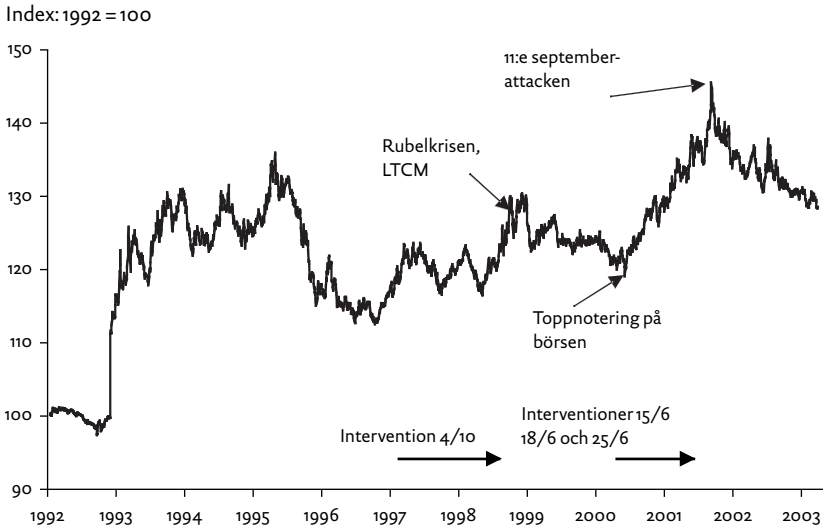
Orsaken väsentlig

Hur penningpolitiken ska reagera på en förändring i kronkursen beror i hög grad på vad som förorsakat kursrörelsen. Vetskap om detta kan ofta ge en vägledning om hur långvarig förändringen kan tänkas bli. Självfallet måste hänsyn också tas till situationen i ekonomin i övrigt. Förändringar av kronkursen kan aldrig ses som isolerade händelser och de penningpolitiska reaktionerna kan därmed inte heller följa några enkla regler. Om en försvagning beror på en internationell konjunkturedgång bör man reagera annorlunda än om den har sin grund i en misstro mot utvecklingen i Sverige.

15. Förändringen uppmärksammades i marknadsbrev etc. Urban Bäckström och jag åt samma dag lunch med några av finansutskottets ledamöter. De båda borgerliga ledamöterna frågade då direkt vid den inledande juicen om Riksbanken ändrat politik.

Många exempel på svårigheterna att göra denna typ av bedömningar finns från senare år. Inte minst gäller detta de första åren med inflationsmål, då den statsfinansiella utvecklingen spelade en avgörande roll för växelkursens utveckling. Även senare, när tilltron till den ekonomiska politiken varit starkare, har Riksbanken ställts inför svåra val.

Ett exempel utgör hösten 1998, då en dramatisk försvagning av växelkursen inträffade i samband med oro på de internationella finansmarknaderna. Vi gjorde då bedömningen att den finansiella oron skulle komma att bidra till en svagare konjunktur och därmed lägre inflation. Reporäntan sänktes därför, och dessutom mot bakgrund av en oro för instabilitet i det finansiella systemet; trots att kronan försvagats. Vid ett tillfälle under hösten 1998 gjordes också en intervention på valutamarknaden, för att markera att kronan försvagats långt bortom vad Riksbanken ansågs motiverat utifrån en mer fundamental bedömning av svensk ekonomi.



FIGUR 7.1. Kronans utveckling (TCW).

Index: 1992 = 100
 Källa: Riksbanken.

Ett exempel av annan karaktär utgör händelserna i maj-juli 2001. Det som oroade denna gång var att kronförsvagningen skedde snabbt och utan att det tillkommit någon ny information som syntes motivera en så kraftig rörelse. Den bidrog därmed till att den kronbana som dittills väglett politiken framstod som mindre realistisk. Att deprecieringen kom samtidigt som det skett en betydande prisuppgång var särskilt problematiskt, eftersom det ökade risken för att inflationsförväntningarna skulle ställa in sig på en prisstegringstakt över målet.¹⁶

Länken mellan växelkursutvecklingen och inflationen svagare

En tröst för den som bedriver penningpolitik är att länken mellan växelkursen och inflationen verkar ha försvagats under 1990-talet. Det är i alla fall den bild som utredningar i t.ex. Sverige, Storbritannien och Australien givit.¹⁷ Trots perioder av kraftiga växelkursförsvagningar har prisutvecklingen i många länder varit återhållsam.

Ett skäl till de ändrade sambanden kan vara den internationella konkurrensen, som ökat genom avregleringar och ett växande handelsutbyte med bl.a. tillväxtekonomier. Effekterna detta ger på priserna är antagligen i princip av engångskaraktär, men de kan genom att förändringarna sker gradvis i land efter land och sektor efter sektor få de effekter över långa perioder.

Ett annat skäl kan vara att prissättningsbeteendet förändrats i och med övergången till en rörlig växelkurs. Vid devalveringarna av kronan under 1970- och 80-talen uppfattades den nya svagare kursen som permanent och togs därför som utgångspunkt i prissättningen. De försvagningar och förstärkningar som skett sedan dess

16. Vid båda de tillfällen jag nämnt valde Riksbanken inte bara att ändra reporäntan utan också att intervensera på valutamarknaden. Detta har annars förekommit sparsamt under de senaste 5-6 åren. Riksbankens syn på interventioner vid en rörlig växelkurs presenteras i Borg och Heikensten (2002).

17. Se t.ex. Andersson och Wascher (2001).

har sannolikt i större utsträckning bedömts som tillfälliga, med ett mindre prisgenomslag som resultat.

Ytterligare ett skäl till att prisimpulserna från den svaga växelkursen blivit mindre än Riksbanken och många andra räknat med under de första åren med inflationsmål kan vara att resursutnyttjandet och därmed efterfrågetrycket överskattades.¹⁸ Med en lägre efterfrågan var också möjligheterna för företagen att låta den svagare växelkursen slå igenom på priserna i konsumentledet mer begränsade.

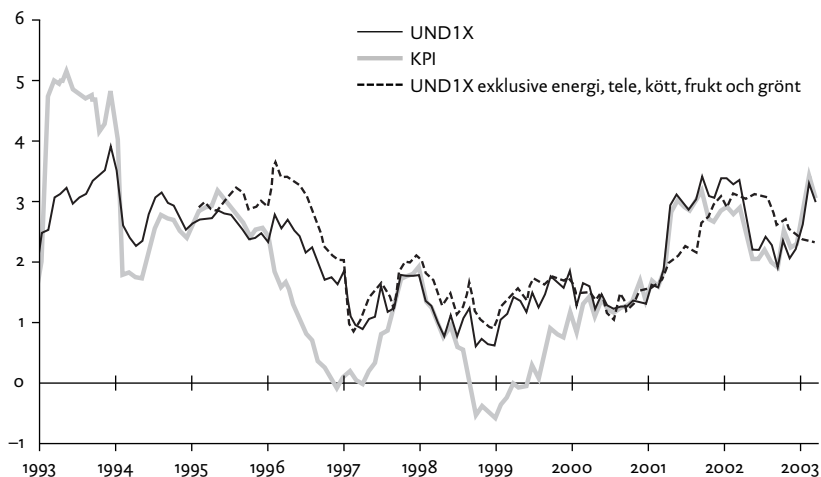
Sammanfattningsvis beaktar Riksbanken alltså växelkursen främst i det tidsperspektiv som är viktig ur inflationssynpunkt, ett till två år fram i tiden. Vi reagerar normalt sett inte på växelkursrörelser i ett kortare perspektiv. Allt fler centralbanker har kommit att arbeta på detta vis, men utvecklingen har gått olika snabbt och vissa centralbanker, t.ex. den kanadensiska, har länge behållit ett mer kortsiktigt fokus. Detta har sin tur medfört att dessa banker – precis som Riksbanken tidigare – fått ägna en stor del av sin kommunikation och pedagogiska förmåga åt att diskutera de senaste rörelserna på valutamarknaden.

Hanteringen av tillfälliga effekter

Riksbankens inflationsmål är definierat i termer av KPI. Frågan är dock om det är rimligt att alltid låta sig vägledas enbart av KPI när penningpolitiken utformas. Den här frågan ställdes på sin spets 1996–1998 (se figur 7.2). Vid den här tiden föll KPI snabbt för att sedan under ett par år ligga väsentligt under 2-procentsmålet. Orsaken var i första hand en kraftig nedgång i bostadskostnaderna till följd av att såväl långa som korta räntor föll, när förtroendet stärktes för den ekonomiska politiken och Riksbanken snabbt drog ner styrräntan under 1996. Uppenbart var att en lägre styrränta – i varje fall – initialt kunde leda till en lägre, inte högre inflation. Indirekta skatter och subventioner påverkade också utvecklingen under de här åren. När de ändrades fick det direkta effekter på pris-

18. Se Apel och Jansson (1999).

Årlig procentuell förändring



FIGUR 7.2.

Inflationen enligt KPI och UND1X 1993–2003.

nivån, men därmed var det inte klart att de skulle få bestående effekter på inflationen.¹⁹

Problem med alternativa målvariabler

Andra länder med inflationsmål har liknande erfarenheter och har i en del fall dragit slutsatsen att målvariablerna bör ändras. I andra fall har de valt att i den »dagliga hanteringen« vägledas av andra index än det officiellt målsatta, och att också beskriva politiken utifrån dessa alternativa mått på den underliggande inflationen.²⁰

19. Av Andersson (2003) framgår att en tanke med den tolkning inflationsmålet gavs under de första åren var att uppmuntra till förändringar av skattesystemet. Hur motiverade sådana än ter sig, tycker jag inte att detta är penningpolitikens uppgift.

20. Den teoretiska basen för val av andra index är dock i allmänhet svag. Orsaken är att den underliggande inflationen vanligen räknas fram genom att vissa varu- och tjänstekategorier tas bort från KPI, medan ekonomisk teori talar för att en optimal penningpolitik borde reagera på störningar av olika slag (som kan påverka många olika priser i ekonomin). Se Nessén och Söderström (2001).

Länge var också Riksbanken inne på att försöka finna ett enda alternativt inflationsmått som kunde ersätta KPI, som bättre fångade den underliggande eller trendmässiga inflationen. Det finns dock flera problem med en sådan ansats.

Ett första problem är att indirekta skatter och subventioner inte är några entydiga begrepp. Vissa subventioner och avgifter definieras inte som sådana när KPI och de olika måtten på underliggande inflation beräknas. Ett exempel på detta stötte vi på 2000, då frågan var hur vi skulle se på en förändring i daghemstaxan. Denna väntades medföra en ganska betydande nedgång i inflationen 2002, men formellt sett var ingen subvention involverad eftersom denna tjänst erbjuds och finansieras av kommunerna. Både KPI och UND1X tydde på att inflationen skulle hamna rejält under målet på ett à två års sikt – men det var svårt att se varför en prisrörelse av detta slag skulle motivera lägre räntor.

Ett annat problem utgör ändrade utbudsförhållanden i ekonomin. Det här har varit aktuellt vid flera tillfällen t.ex. 2001 och 2002 samt 2003, när olika störningar påverkat matpriser samt priserna på el och olja. En del centralbanker har försökt hantera detta genom att genomgående använda index där livsmedels- och energipriser tagits bort. Vi skulle vid flera tillfällen inte varit hjälpta av detta.

Det här leder till en tredje frågeställning; hur bör penningpolitiken hantera effekterna på inflationen av avregleringar? Under 1990-talets senare hälft, och även under 2000, fick Sverige en mycket låg inflation, bl.a. till följd av avregleringar på särskilt el- och telemarknaderna. Även om varje enskild avreglering var att betrakta som tillfällig, var de sammantaget del i en process som reducerade inflationen. Var borde man dra gränsen mellan en relativprisförändring som leder till sådana inflationseffekter att en penningpolitisk reaktion är motiverad, och en förändring som inte kräver någon reaktion?

Ytterligare ett problem är svårigheten att beräkna de samlade inflationseffekterna av en viss störning. Det är egentligen inte möjligt utan att man har tillgång till en ganska sofistikerad modell för hela ekonomin. Låt mig som exempel ta förändringar i el- och olje-

priser. De har inte enbart direkta effekter på inflationen utan påverkar också i allra högsta grad hushållens köpkraft och även företagens lönsamhet. Därmed får de betydligt större effekter på ekonomin och i förlängningen också på inflationen.

Det finns också principiella argument mot att räkna bort betydande varuaggregat som drabbats av prisförändringar. Vad centralbanker bör eftersträva är att stabilisera den allmänna prisnivån och inte att motverka förändringar i relativpriser. Det hänger samman med att det är den allmänna prisnivån som kan påverkas med penningpolitiken, och inte priset på t.ex. köttfärs eller spik. Det hänger också samman med att de positiva effekterna av ett stabilt penningvärde ligger i att ekonomins aktörer kan lita på att köpkraften som helhet inte urgröps.

Riksbanken tar ställning varje gång

Riksbanken har brottats med den här frågan ända sedan inflationsmålet infördes.²¹ I samband med att den nya direktionen trädde till 1999 gjorde vi klart att politiken *inte* skulle utformas med ledning av ett enda mått på inflationen. I stället skulle vi – i likhet med en del andra centralbanker – hålla fast vid KPI som övergripande målvariabel, samtidigt som vi gjorde klart att vi vid varje beslutstillfälle skulle pröva vilket mått på inflationen som var det rimligaste att utgå ifrån och som då rent operationellt skulle vägleda politiken. Så långt skiljer sig inte vårt sätt att nu arbeta så mycket från den praxis som dessförinnan gradvis växt fram. Det nya som tillkom var tanken att vi vid varje beslutstillfälle tydligt skulle kommunicera vilket inflationsmått vi utgick ifrån, för att göra det enklare att korrekt utvärdera politiken.²²

21. Se t.ex. Andersson (2003) och Bäckström (2003).

22. Vad jag vet finns det ingen annan centralbank som arbetar exakt på detta vis. Närmast kommer kanske Nya Zeeland där centralbankschefens kontrakt med finansministern klagör hur penningpolitiken läggs upp när inflationen påverkas av tillfälliga effekter. Idén till vår uppläggnings föddes i dialog med Mervyn King, (som inte bara är chef för Bank of England utan också hedersordförande i Aston Villa), på väg till seriefinal i Birmingham mellan Aston Villa och Manchester United. Riksbankens arbetssätt beskrivs mer utförligt i Heikensten (1999).

I praktiken innebär detta att vi numera vid nästan varje sammanträde har diskussioner om hur vi bör se på olika inslag i prisutvecklingen. Ofta har vi under senare år valt att utgå från UND1X, eftersom vi inte ansett att det funnits skäl att låta penningpolitiken påverkas av förändringar i indirekta skatter och subventioner eller räntelägets effekter på boendekostnaderna. Därutöver har vi exempelvis valt att tona ner den prisuppgång som skedde i livsmedels- och energipriserna 2001–2002. En förutsättning för att den här uppläggningsen ska fungera är att de som följer oss, inte minst på marknaden, ser linjen i vårt agerande och litar på att vi i vårt val av inflationsmått inte vägleds av några ovidkommande argument.

Tillgångspriser och penningpolitiken

Frågan om hur centralbanker bör se på tillgångspriser är klassisk i den penningpolitiska litteraturen. Den har sedan krisen i början på 1990-talet också varit levande i den svenska ekonomisk-politiska diskussionen. Bakgrunden är den fastighetsbubbla som byggdes upp under senare delen av 1980-talet och de allvarliga negativa konsekvenser som följde i första hand för det finansiella systemet, men också för den reala ekonomin när bubblan sprack. För Riksbankens del har engagemanget förstärkts både av Urban Bäckströms och Stefan Ingves intresse för frågan; ett intresse som för båda väcktes under bankkrisen.²³ Internationellt har frågan om hur tillgångspriser bör hanteras i penningpolitiska sammanhang varit i fokus sedan mitten av 1990-talet. I det här sammanhanget har det dock mera handlat om aktiepriserna; om något kunde och borde ha gjorts för att förhindra att en börsbubbla byggdes upp och på senare tid för att lindra effekterna av att den spruckit.

Viktigt att beakta också finansiell stabilitet

I själva verket är det två olika frågeställningar som ofta blandas

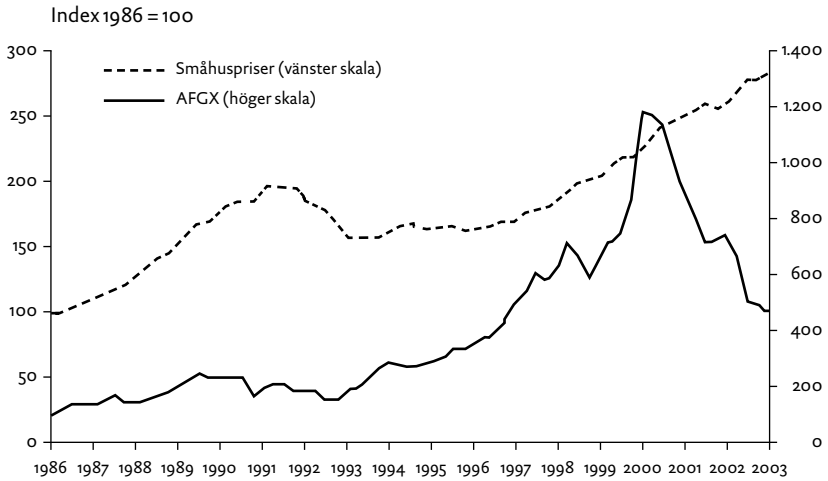
23. Riksbanken var t.ex. på Urban Bäckströms initiativ först med att löpande publicera genomgångar av systemriskerna i betalningsväsendet, s.k. stabilitetsrapporter. Se också Bäckström (1993).

ihop och kan skapa förvirring. Den första gäller huruvida tillgångsprisernas utveckling bör beaktas när penningpolitiken läggs upp. Här är de flesta överens om att efterfrågeläget och därmed inflationen påverkas av både aktie- och huspriser och att de därför måste finnas med i bedömningen när penningpolitiken utformas. I Riksbankens fall sker detta t.ex. genom att både huspris- och börsutvecklingen är viktiga inslag i bedömningen av hushållens förmågheter, vilka i sin tur påverkar hushållens konsumtion och därmed i förlängningen inflationen. Den som följt vårt arbete under senare år vet att dessa frågor spelat stor roll i diskussionen både när börsuppgången kulminerade 1999–2000 och under senare år när aktiebörserna har fallit kraftigt (se figur 7.3).

Den andra frågan är om något mått på tillgångspriserna bör ingå i centralbankernas målfunktion. Bör penningpolitiken reagera på utvecklingen på aktie- eller husmarknaden oavsett hur prognosen för konsumentpriserna ser ut? Om detta finns det ingen enighet i den akademiska litteraturen.²⁴ Tanken på att ingripa reser ögonblickligen nästa fråga: Hur ska man kunna veta om en tillgång är övervärderad eller ej? När man väl bestämt sig för detta uppstår en tredje fråga: Hur ska man kunna spräcka en »bubbla« i ordnade former? Det räcker med att nämna dessa problem för att många centralbanksföreträdare ska dra slutsatsen att penningpolitiken inte bör sträva efter att stabilisera tillgångs priser.

Min egen uppfattning i den här frågan är något annorlunda. Det är i varje fall rimligt att sätta in argumenten i ett större sammanhang. Förutom prisstabilitet har Riksbanken som mål att främja ett effektivt och stabilt betalningsväsende. Vi ska också – så länge inte våra primära mål är hotade – göra vad vi kan för att understödja övriga mål för den ekonomiska politiken, såsom god ekonomisk tillväxt, hög sysselsättning etc. Det innebär t.ex. att Riksbanken, som jag tidigare nämnt, bör bedriva penningpolitiken så att vi inte åstadkommer onödiga fluktuationer i produktion och i sysselsättning.

24. Ett par referenser är Alchian och Klein (1973), Bernanke och Gertler (2001), Cecchetti m.fl. (2000) och Gilchrist och Leahy (2002).



FIGUR 7.3. Aktie- och fastighetspriser 1986–2002.

Index 1986 = 100

Källor: SCB och Affärsvärlden.

I praktiken handlar det om svåra avvägningar. Om vi ser att finansiella obalanser håller på att byggas upp, och gör bedömningen att detta hotar antingen säkerheten i betalningssystemet eller riskerar att leda till en abrupt real anpassning framöver, med negativa konsekvenser för ekonomisk tillväxt eller sysselsättning, har vi motiv för att agera med räntan.²⁵

Riksbanken har bl.a. mot denna bakgrund noga följt utvecklingen i banksystemet. Om investeringarna i den s.k. nya ekonomin i stor utsträckning finansierats via banksystemet skulle vi säkert varit mer oroliga för aktieprisutvecklingen under 1999–2000 än vi var. Vi såg också – när bubblan sprack – att den bedömning vi gjort i detta avseende i huvudsak varit korrekt; investeringarna i IT och telekom hade i allt väsentligt finansierats med riskkapital och fick därför små effekter för banksektorn.

25. Det finns också de som hävdar att vetenskapen om att centralbanker kan komma att agera minskar risken för »bubblor«. Se t.ex. Cecchetti, Genberg, Lipsky och Wadhvani (2000). Om detta stämmer förstärker det argumenten för penningpolitisk aktivism.

Jag tror att det går att utveckla prognosmodeller också för tillgångsprisernas utveckling, som kan vara användbara i penningpolitiska sammanhang.²⁶ Det viktiga behöver inte vara att exakt avgöra när tillgångspriserna är fundamentalt motiverade, eller exakt när de kan tänkas falla, utan att identifiera situationer som är riskfyllda. Denna information i kombination med bedömningar av hur ekonomin och det finansiella systemet kan tänkas påverkas kan sedan vägas in när beslut tas om räntan.

Centralbankernas uppgift underlättas möjligen av att också andra medel står till vårt förfogande, t.ex. kapitalkrav för finansiella institutioner och regelbunden övervakning.²⁷ Riksbankens rapporter om finansiell stabilitet är avsedda att spela en roll i detta sammanhang. I dessa lyfts problem av det här slaget upp på bordet, delvis med syftet att bidra till självsanering.

När det gäller fastighetsprisernas utveckling kan förändringar i penningpolitiken få betydande effekter. Även om det inte är dessa priser som stått i fokus under andra hälften av 1990-talet, är detta en väsentlig insikt, eftersom de största negativa effekterna både för finansiella system och för hela ekonomier regelmässigt uppkommit vid »sättningar« i fastighetspriser snarare än aktiepriser.

När det gäller penningpolitikens effekter på börsen är bilden dystrare, i varje fall för ett litet land som Sverige. Aktiepriserna bestäms på internationella marknader, som i liten utsträckning påverkas av Riksbanken. Därför hade vi antagligen inte kunnat påverka den svenska aktiemarknaden på något påtagligt vis 1999–2000 med mindre än att vi höjt räntan rejält – något som i så fall skulle fått betydande negativa effekter på tillväxten. Vad vi däremot kunde ha gjort, och nog borde ha gjort mer, är att tala högt om den övervärdering vi tyckte oss se.

26. Se Borio och Lowe (2002).

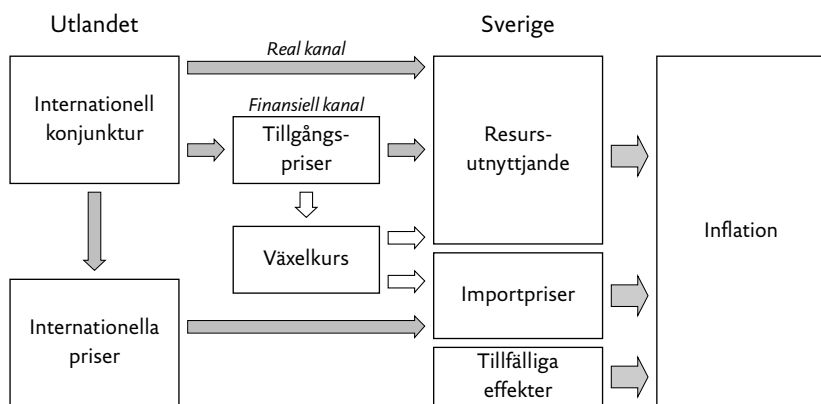
27. Riksbanken har inom ramen för G 10-samarbetet lett arbetet med en rapport som analyserar hur skatter, regleringar och informationsgivning påverkar tillgångsprisutvecklingen. Se G 10 (2003). Där framhålls betydelsen av att inte från början bygga in störningar i de ekonomiska systemen som riskerar att bidra till tillgångsprisbubblor. Exempel ges också på olika åtgärder som kan minska risken för en destabiliserande tillgångsprisutveckling.

Beslutsunderlagen

Bedömningar på ett till två år avgörande

Det tar tid för penningpolitiken att påverka inflationen. En del effekter av en ränteförändring kan visserligen vara mycket snabba, exempelvis kan börsen och penningmarknaden påverkas direkt när beskedet om en reporänteförändring aviseras, och detta kan få omedelbara effekter på t.ex. hushållens konsumtion. Det kan i sin tur få ett snabbt genomslag på vissa priser. Men det normala är att det tar tid innan penningpolitiken slår igenom. Om räntan exempelvis höjs påverkar det gradvis konsumtionen och investeringarna och får efter hand effekter både på det totala efterfrågeläget i ekonomin och på produktionsförmågan. Den lägre efterfrågan gör det i sin tur svårare för företag att höja sina priser. Därmed minskar inflationen, medan högre investeringar på lite sikt bör leda till motsatsen – lägre inflation.

Ränteförändringar påverkar alltså inflationen via ett antal kanaler som vi känner till mer eller mindre väl (ekonomer brukar kalla det här för transmissionsmekanismen). Exakt hur lång tid de olika effekterna tar vet vi inte. De beräkningar Riksbanken och andra centralbanker gjort tyder, som jag var inne på, att ett till två år är ett



FIGUR 7.4. Inflationsanalysen. En schematisk bild

rimligt tidsperspektiv när det gäller penningpolitikens maximala genomslag på inflationen.²⁸

När Riksbanken förbereder sig att ta penningpolitiska beslut handlar det alltså i hög grad om att ta fram prognoser för inflationen de närmaste åren. Det kräver i sin tur kunskaper om vad som hänt och händer i ekonomin och om olika ekonomiska samband som gör det möjligt att tolka den information som finns.

En sammanhållen bild

Riksbankens huvudbedömning görs med en relativt komplicerad metodik. I likhet med andra bedömare av ekonomin försöker vi bygga upp en sammanhållen, konsistent bild av utvecklingen i ekonomin de närmaste åren. Vi gör det med hjälp av ett stort beräkningsschema för ekonomin (eller en modell som ekonomer brukar tala om). Samma analytiska ram har också i hög grad varit styrande för hur våra bedömningar har presenterats i inflationsrapporterna.

Mot bakgrund av bedömningar av världskonjunkturen och olika internationella priser – t.ex. på olja – samt av växelkurs- och ränteutvecklingen skaffar vi oss en bild av den svenska konjunkturen och resursutnyttjandet. Det senare är normalt den avgörande faktorn för inflationen. Till detta lägger vi en värdering av inflationsförväntningarna och uppskattningar av olika mer eller mindre tillfälliga effekter som ränte- och skatteförändringar. Sammantaget får vi på så vis fram en inflationsprognos.

I beräkningsschemat finns många mer eller mindre kvantifierade delsamband. Ett exempel är statistiska relationer för att beräkna exporten. Svensk export uppskattas som en funktion av utvecklingen i världsekonomin och av kronans utveckling eller av något annat mått på det relativa prisläget. Vissa viktiga relationer är inte särskilt stabila. Då får vi på basis av andra erfarenheter göra en bedömning. I detta sammanhang kan ibland kunskaper om hur utvecklingen gestaltat sig i andra länder i liknande situationer vara en hjälp.

28. Centralbanker har också valt att tala om olika tidsperspektiv. ECB talar t.ex. om att de bedriver politiken i ett medelfristigt perspektiv, medan Federal Reserve ibland antyder att deras perspektiv är väsentligt kortare.

Utöver det stora beräkningsschemat, inom vars ram prognosen görs, har Riksbanken ett antal mindre modeller som komplement. Med dessa kan intressanta samband belysas och alternativa scenarier tas fram.²⁹

För bedömningen av ekonomins utveckling och inflationen är det också viktigt att veta hur politiken i övrigt – och då särskilt finanspolitiken – kommer att läggas upp. Ibland är detta uppenbart från publicerat material eller efter de kontakter Riksbankens ledning regelbundet har med finansministern eller ansvarig statssekreterare. Vid andra tillfällen har det varit nödvändigt att göra antaganden på basis av en värdering av den politiska situationen. Det är lätt att se att det här kan finnas potentiella konfliktytor i förhållande till regeringen, men sedan mitten av 1990-talet har arbetssättet fungerat väl.

Den ekonomiska information Riksbanken använder kommer från t.ex. Statistiska centralbyrån, Konjunkturinstitutet och från deras motsvarigheter i andra länder. Vi följer noga andra prognosmakares bedömningar i Sverige och utomlands. Det gäller t.ex. bedömningar från IMF och OECD, men också den s.k. Consensus Forecast, som innehåller sammanställningar av de prognoser som görs av olika privata aktörer. Utöver detta försöker vi samla på oss så mycket information som vi kan från olika kontakter i Sverige och internationellt. Inte minst värdefull för min egen del har varit en ständigt pågående dialog med kollegor i omvärlden om vad som händer i deras länder och om deras funderingar.

Ingen exakt vetenskap

Uppenbarligen handlar prognosarbete inte om att tillämpa någon exakt vetenskap. I stort sett alla svenska bedömare var t.ex. överraskade under senare delen av 1990-talet av det låga inhemska inflationstrycket. Den inhemska inflationen blev inte så hög som det funnits skäl att tro med ledning av gamla samband. Bakom den

29. Några exempel på Riksbankens makromodeller ges av Assarsson, Berg och Jansson (1999), Jacobson, Jansson, Vredin och Warne (2001) samt Nilsson (2002).

här utvecklingen förefaller ha legat avregleringar och ökad internationell konkurrens, som gjort det svårare att höja priserna på traditionellt maner. Till detta kommer tecken på att de låga och stabila inflationsförväntningarna kan ha varit till större hjälp än vi räknat med.³⁰ Dessutom har vi i Riksbanken haft anledning att ompröva vår syn på resursutnyttjandet flera gånger. Vi gjorde flera nedrevideringar i slutet av 1990-talet. När inflationen plötsligt sköt fart 2001, blev vi åter mer oroad. Senare siffror för bl.a. produktiviteten synes bekräfta att ekonomin i de här avseendena fungerar i varje fall något bättre än vi räknade med för 5–6 år sedan.

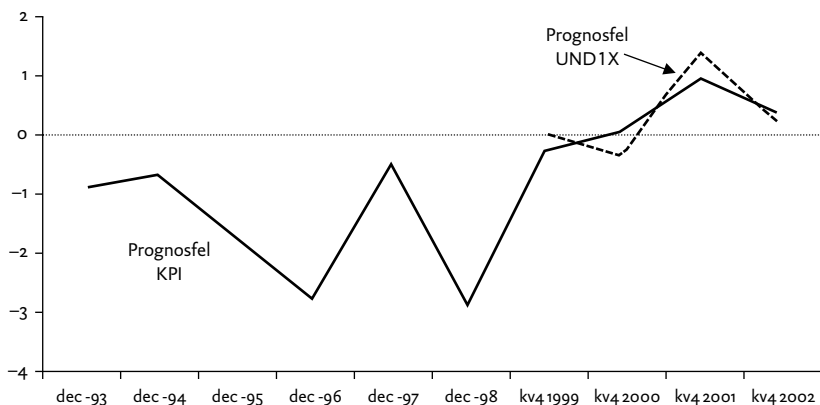
Självklart kan prognoser också bli fel av det enkla skälet att något oförutsett inträffar. Ett bra exempel från senare år är Asienkrisen 1997–1998. För att hantera den osäkerhet under vilka beslut alltid fattas tar vi inte fram bara en prognos för ekonomin och inflationen. Sedan ett antal år har Riksbanken arbetat med parallella riskbilder eller riskscenarier och dessa har, som jag var inne på tidigare, också redovisats i inflationsrapporterna.³¹

Den penningpolitiska beslutsprocessen

Det sätt på vilket penningpolitiska beslut har fattats har förändrats en hel del under de gångna tio åren. Mellan 1992 och 1998 togs besluten om att ändra räntan av det av riksdagen tillsatta fullmäktige. Besluten förbereddes dessförinnan i Riksbanken och förankrades ibland i förväg i fullmäktige. Formellt sett var det riksbankschefen själv som stod för förslagen, oberoende av vem som förberedde eller framförde dem. I Riksbanken var under hela den här perioden självfallet ett antal olika medarbetare involverade. Under alla åren fanns en s.k. policygrupp (senare beredningsgrupp), där de medarbetare som ansågs viktigast för att få fram bra underlag deltog. Processerna var i hög grad informella tills förslagen var färdiga att lägga på fullmäktiges bord.

30. Se Adolfson och Söderström (2003).

31. För en redogörelse för den tillämpade metodiken, se Blix och Sellin (1999).



FIGUR 7.5*. Prognosfel (Utfall–Prognos) för KPI respektive UND1X för åren 1993–2002 (procentenheter).

*Not: Prognoserna mellan 1993–1997 är gjorda under årets fjärde kvartal och gäller decemberinflationen nästkommande år. Prognoserna från 1998 och framåt (för både KPI och UND1X) är även dessa gjorda under fjärde kvartalet men gäller för den *genomsnittliga inflationen fjärde kvartalet* nästkommande år. Prognosfelen är daterade vid datumet för utfallet, vilket t ex innebär att prognosen gjordes föregående år.

En ny ordning läggs fast

När det stod klart att en ny direktion skulle börja verka fr.o.m. 1999 fanns behov av en ny modell för hur de penningpolitiska besluten ska förberedas och fattas. Arbetet under hösten 1998 inriktades på att ta fram ett förslag som direktionen skulle kunna ta ställning till vid sitt första sammanträde i januari 1999. Flera medarbetare deltog med idéer och förslag. Dessutom hade vi kontakter med bl.a. kollegor i Federal Reserve, Bundesbank och Bank of England. Särskilt med de senare fördes ingående samtal. Arbetet resulterade i ett förslag som jag tillsammans med Urban Bäckström kunde presentera för våra nya kollegor. Förslaget antogs och har därefter i allt väsentligt följts.

En första fråga var hur ofta direktionen borde diskutera penningpolitik. Vi valde en ordning med runt åtta förannonserade möten

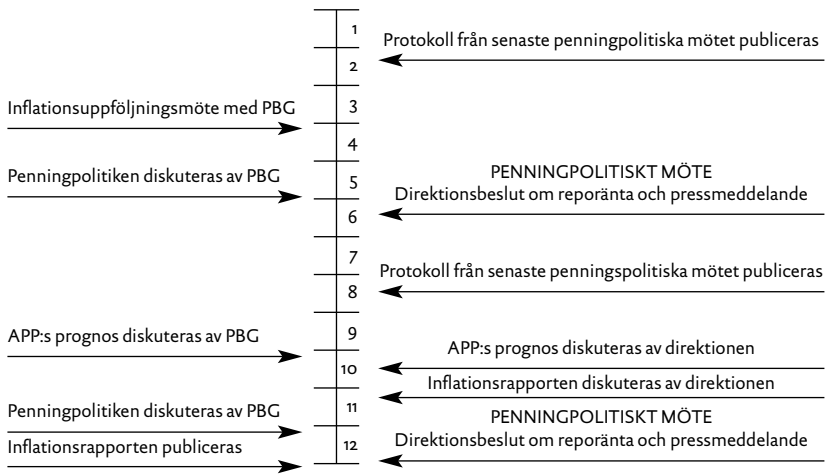
per år.³² Vid fyra av dessa tillfällen utgör en inflationsrapport basen för diskussionen. Sammanträdena läggs fast ungefär ett halvår i förväg, både för att ge stadga i det interna arbetet och för att informera dem som följer Riksbankens agerande, inte minst på de finansiella marknaderna. Naturligtvis kan direktionen om behov finns ordna sammanträden dessemellan. Det räcker i praktiken med att en ledamot så önskar för att ett möte ska komma till stånd. Vi har gjort klart att information om detta i så fall ska skickas ut så snart möjlighet finns. Vid två tillfällen sedan 1999 har extra möten lagts in. Det ena var i samband med valutainterventionerna i juni 2001 och det andra efter terrorattackerna den 11 september samma år.

Den här ordningen innebär att den penningpolitiska beslutsprocessen under ett normalt år kan beskrivas i termer av fyra 12–13 veckor långa cykler, som var och en slutar med publiceringen av en inflationsrapport och ett räntebeslut. I mitten av var och en av dessa cykler hålls ett mellanliggande penningpolitiskt sammanträde (se figur 7.6).

Inflationsrapporten behandlas av direktionen vid flera sammanträden – i själva verket minst tre. Ett eller två sammanträden hålls för att diskutera de övergripande frågor som ska beröras i rapporten och den bedömning direktionen gör av inflationen, ett möte hålls för att låsa fast texten och slutligen hålls ett någon vecka senare för att fatta beslut om reporäntan. Vid övriga mellanliggande penningpolitiska sammanträden nöjer vi oss med att stämma av ny information mot de prognoser som togs fram för den närmast föregående inflationsrapporten, samtidigt som vi fattar beslut om reporäntan.

Diskussionerna vid direktionens sammanträden skiljer sig något åt beroende på om de hålls i anslutning till publiceringen av en inflationsrapport eller inte. De mest omfattande genomgångarna har vi i anslutning till inflationsrapporterna. Ungefär två till tre veckor innan publiceringen av en inflationsrapport får alla direktions ledamöter samtidigt en inflationsbedömning som självständigt

32. Federal Reserve sammanträder ungefär lika ofta. Bank of Englands penningpolitiska kommitté är enligt lag skyldiga att fatta styrräntebeslut en gång per månad. Det är också vad ECB numera gör.



FIGUR 7.6. Den penningpolitiska beslutsprocessen.

Anm: APP är avdelningen för penningpolitik
 PBG är den penningpolitiska beredningsgruppen

tagits fram av den penningpolitiska avdelningen. I den s.k. policyrapporten redogör medarbetarna för hur de ser på prisutvecklingen och ger förslag till en inflationsprognos. Ett särskilt dokument som belyser utvecklingen på de finansiella marknaderna brukar också tas fram vid samma tillfälle. På senare tid har policyrapporten också kompletterats med ett dokument om penningpolitiska strategier, som bl.a. innehåller analyser av alternativa antaganden rörande centrala variabler inkl. reporäntan.

Beredningsgruppen förbereder sammanträdena

Direktionens sammanträden om penningpolitik föregås av möten i den s.k. penningpolitiska beredningsgruppen(PBG). I denna grupp har jag själv från 1996 till 2003 varit ordförande, i egenskap av den vice riksbankschef som varit ansvarig för beredningen av de penningpolitiska frågorna. Gruppen har träffats ungefär en gång i veckan för att diskutera både aktuella penningpolitiska frågeställningar och frågor av något mer metodologisk karaktär. Medlem-

mar i gruppen har varit ekonomer i huvudsak från den avdelning som tar fram underlagen till besluten, tidigare den ekonomiska avdelningen, numera den penningpolitiska avdelningen. Därutöver har andra medarbetare deltagit som ansetts kunna ge ett påtagligt bidrag till den penningpolitiska diskussionen. Det har t.ex. handlat om rådgivare till riksbanksledningen och om chefer eller medarbetare vid både forskningsavdelningen och avdelningen för marknadsoperationer.³³ Gruppens uppgift har inte ändrats så mycket sedan Riksbanken fick en direktion. Tidigare såväl som nu har det handlat om att säkerställa kvaliteten i de beslutsunderlag som tas fram till Riksbankens ledning och om att föreslå lämpliga penningpolitiska åtgärder.

Under de första åren med en direktion analyserades och diskuterades den penningpolitiska avdelningens underlag i den penningpolitiska beredningsgruppen, som förberedelse till diskussionen i direktionen. Syftet med dessa möten var både att bredda diskussionen till viktigare medarbetare utanför avdelningen och att fördjupa den inför direktionens möten. De som skrivit rapporten fick också en chans att öva på sina föredragningar och att förbereda sig på frågor som kunde tänkas komma upp vid direktionens sammanträden.

Sedan hösten 2002 tillämpas en något annorlunda modell. Den penningpolitiska beredningsgruppen träffas numera med hela direktionen närvarande ett par dagar före direktionsmötet. Vid detta tillfälle kan alla direktionens ledamöter på samma gång ställa frågor till medarbetarna. På detta sätt kan i bästa fall ett bredare underlag tas fram till det följande penningpolitiska sammanträdet, några dagar senare. Samtidigt finns det större utrymme vid direktionssammanträdet för en diskussion mellan ledamöterna genom att de längre förberedande föredragningarna är avklarade.

Uppläggningsen på de direktionssammanträden där inflationsbedömningarna diskuteras följer samma ordning som inflationsanalysen i figur 7.4 eller dispositionen i kapitel 2 i inflationsrapporterna. Direktionen diskuterar steg för steg igenom område för område av betydelse för inflationsbedömningen. Denna process slutar med att

33. Direktionens ledamöter kan närvara vid beredningsgruppens sammanträden om de så önskar.

direktionen lägger fast ett s.k. huvudscenario för inflationen. Därefter följer en diskussion och analys av de risker som kan identifieras och som kan leda till ett annat inflationsutfall än i huvudscenariot.

Det här är ofta den svåraste diskussionen. Både därför att ledamöterna i direktionen ibland väger riskerna olika och för att det kan vara svårt att exakt karaktärisera och beskriva alla de alternativa scenarier som är möjliga. Slutligen vägs de olika riskscenarierna samman och en inflationsprognos presenteras som både innehåller ett huvudscenario och en sannolikhetsfördelning för olika alternativa utfall.³⁴

Normalt tar det mellan 1,5 och 3 timmar att lägga fast en inflationsbedömning. När detta väl skett är det ofta relativt klart hur olika medlemmar av direktionen ser på situationen och därmed också hur de antagligen kommer att vilja agera vid det kommande sammanträde där reporäntan ska läggas fast. De medlemmar av direktionen som är tveksamma till den fastlagda bilden brukar också redan vid denna tidpunkt indikera detta.

På basis av de preciseringar direktionen gjort vid sammanträdet – som steg för steg brukar sammanfattas av ordföranden eller den beredningsansvarige vice riksbankschefen – skriver medarbetarna samman ett förslag till inflationsrapport. Förslaget till rapport skickas efter några dagar till direktionen, som diskuterar detta någon vecka senare. Vid detta sammanträde brukar synpunkterna inskränka sig till mindre formulerings- och nyansändringar, som normalt förs in i manus redan samma eftermiddag, varefter rapporten går till tryck.

Beslut om reporäntan

Mellan fem och sju dagar senare hålls det möte där reporäntan läggs fast. Startpunkten är den nu färdiga inflationsrapporten.

34. Det sätt på vilket Riksbanken diskuterar olika risker och alternativa scenarier skiljer sig inte så mycket från Bank of England eller Federal Reserve. Vi delar alla svårigheterna att i en större grupp diskutera och sedan sammanfatta en gemensam syn på en komplicerad verklighet. Alla bedriver vi därför utvecklingsarbete på området.

Innan direktionens ledamöter tar ett slutligt beslut om att ställa sig bakom rapporten presenteras ytterligare eventuell nyinkommen information om utvecklingen på de finansiella marknaderna eller i ekonomin, som kan vara väsentlig att känna till. Detta har hittills, under de fyra–fem år Riksbanken verkat med en direktion, inte föranlett några förändringar i eller tillägg till rapporten.

Ordföranden ställer därefter frågan om direktionen ställer sig bakom den framlagda rapporten.³⁵ Svaret har normalt sett varit ja från alla direktionsmedlemmar, men vid några tillfällen har avvikande uppfattningar förekommit. Det har då sällan rört sig om att en ledamot haft en fundamentalt annorlunda syn, utan om avvikelser i synen på inflationen på några tiondelar. Sådana ganska små avvikelser kan ändå upplevas som väsentliga för den enskilde ledamoten, särskilt om det påverkar ställningstagandet till reporäntan, och har därför motiverat en reservation.

När beslutet att lägga fast rapporten tagits och eventuella avvikande uppfattningar noterats, övergår diskussionen till att handla om vilken reporänta som är önskvärd fram till nästa beslutstillfälle. Denna diskussion brukar inledas med att den beredningsansvarige direktionsledamoten sammanfattar de synpunkter som förts fram någon dag dessförinnan i vad som skulle kunna kallas kärnan i den penningpolitiska beredningsgruppen. Genom att denna grupp bara innehåller de mest seniora medarbetarna, och att den präglats av en hög grad av kontinuitet genom åren, har diskussionen ofta varit bra och djuplodande. Några omröstningar förekommer inte men när uppfattningarna går isär framkommer det. De olika argument som framförts, redovisas vid direktionens sammanträde och utgör en startpunkt för våra egna överläggningar. Vid direktionens sammanträde kan också den »lilla« beredningsgruppens medlemmar närvara och själva kommentera vad som sagts – en möjlighet som dock utnyttjats sparsamt. Den »lilla« gruppen har därutöver under senare år också aktivt deltagit i arbetet med att ta fram utkast till pressmeddelanden om räntebesluten.

35. Riksbanken skiljer sig från Bank of England i detta avseende. Inflationsrapporterna ger hos oss uttryck för en majoritetsuppfattning, vilket gjort det möjligt att skriva dem på ett tydligare sätt. Se Kohn (2000).

Normalt följs presentationen av gruppens resonemang och slutsatser av en första diskussionsrunda i direktionen. Var och en av ledamöterna redogör då för sin syn på inflationen och reporäntan. Därefter har en friare diskussion följt. Riksbankschefen har ofta valt att avvakta något med sina synpunkter även om så inte alltid varit fallet. En konsensusuppfattning har ofta utvecklats ganska snabbt. Ordföranden är den som i praktiken avgjort när diskussionen slutat genom att föreslå att det är dags att skrida till beslut. Votering har då normalt sett skett med handuppräckning. Den som velat har kunnat motivera sin avvikande uppfattning i protokollet. Några komplicerade voteringsordningar har inte krävts, eftersom det i praktiken inte förelegat mer än två förslag till beslut vid något sammanträde.

Alla penningpolitiska sammanträden, de som föregåtts av inflationsrapporter såväl som de mellanliggande, avslutas med att ett pressmeddelande diskuteras och fastställs. I dessa finns en sammanfattning av majoritetens uppfattning, dvs. den som legat till grund för beslutet.³⁶ Pressmeddelandena är viktiga policydokument, det är där och inte i inflationsrapporterna som Riksbanken numera motiverar de penningpolitiska besluten. Ändå är pressmeddelandena naturligtvis särskilt viktiga när det inte publiceras några inflationsrapporter alls eftersom de vid dessa tillfällen är den enda källan till information om Riksbankens syn på inflationen till dess protokollet kommer.

Strävan efter öppenhet internt

Som jag var inne på tidigare, hämtade Riksbanken inspiration från andra länder innan vi bestämde oss för den nuvarande ordningen för beredning, diskussion och beslut. Den modell vi till slut valde lånade inslag från flera håll, kanske främst från Storbritannien.

I en del avseenden valde dock Riksbanken en egen väg. Exempelvis har de tjänstemän som arbetar med underlagen en starkare ställ-

36. Att det är majoritetens uppfattning förtjänar att understrykas eftersom missförstånd ibland har förekommit bland marknadsaktörer som blivit överraskade av att det i det senare publicerade protokollet framkommit en mer blandad syn på utvecklingen.

ning hos oss än i flertalet övriga centralbanker. De är till skillnad från vad som är fallet vid t.ex. Bank of England ombedda att ta fram en samlad inflationsbedömning, något som där görs av direktionens närmaste motsvarighet, den penningpolitiska kommittén. Av flera skäl tyckte vi det här var bra. Det handlar både om att ta vara på den kompetens som finns hos tjänstemännen i Riksbanken och att säkra en kontinuitet i bedömningarna. Men det är också viktigt för att utveckla den kompetens som finns hos tjänstemännen och för att göra deras arbete intressantare.

Riksbanken har också valt en annan uppläggning än den Bundesbank tillämpat, och ECB tagit över, genom att eftersträva att alla direktionens ledamöter ska ha likvärdiga möjligheter att påverka besluten. De penningpolitiska underlagen utarbetas av den penningpolitiska avdelningen och skickas till alla direktionens medlemmar på samma gång utan att de tidigare passerat beredningsgruppen eller den beredningsansvariga direktionsledamoten. Föredragningarna görs också av de ansvariga tjänstemännen själva, medan de i t.ex. ECB görs av den direktionsledamot som ansvarar för penningpolitiken. I likhet med Federal Reserve, men till skillnad från ECB, har också de i sammanhanget viktigaste tjänstemännen möjlighet att närvara vid direktionens möten, där de kan framföra sin egen uppfattning.

En annan sak är att det till syvende och sist är direktionen som ska bestämma – och det har den under de här fyra–fem åren inte dragit sig för. Ändringar har då och då gjorts både i de huvudscenarier och riskbilder som presenterats av den penningpolitiska avdelningen. Inte heller har direktionen alltid landat i samma syn på räntan som beredningsgruppen. Med stöd av de underlag som tagits fram och av sammanfattningar av beredningsgruppens diskussioner kan direktionens diskussion ta vid; men denna diskussion kan mycket väl landa i en annan slutsats än tjänstemännens. Det väsentliga är, att när direktionen har fattat sina beslut har den haft väl genomarbetade, konsistenta bedömningar att utgå ifrån.

Avslutningsvis kan det vara värt att understryka att den ordning vi valt för att bereda och ta penningpolitiska beslut vägletts av en strävan till öppenhet internt. Avsikten har varit att säkra en bred

och kompetent diskussion mellan medarbetarna innan beslutsunderlag för direktionen lagts fast. Sådana diskussioner förs nu först inom den penningpolitiska avdelningen och resulterar i en policyrapport. Därefter involverar de andra erfarna tjänstemän och förs i beredningsgruppen. Slutligen förs de i direktionen i närvaro av de mest berörda tjänstemännen.

Öppenhet och kommunikation

I den diskussion som i dag förs om penningpolitik internationellt talas det mycket om vikten av »transparency and accountability«. Det här är begrepp som inte är helt enkla att översätta till svenska. »Transparency« blir i direkt översättning närmast genomskinlighet, vilket rimligen innebär både öppenhet och tydlighet. »Accountability« å sin sida handlar om möjligheten att utkräva ansvar, mer specifikt att de ansvariga för politiken och politikens mål ska kunna identifieras. I praktiken förutsätter det öppenhet om de processer som leder fram till beslut.

Öppenhet och tydlighet viktigt

Är då öppenhet och tydlighet liksom möjligheten att utkräva ansvar viktiga förutsättningar för en väl fungerande penningpolitik? Ja, skulle nog de flesta svara, men när man närmare preciserar innebörden av frågeställningen minskar enigheten snabbt. De skilda uppfattningarna beror nog i hög grad på att de nationella traditionerna varierar när det gäller öppenhet i samhället i stort, men även när det gäller synen på hur ansvar ska utkrävas och demokratisk kontroll upprätthållas. Det handlar också om vilket förhållningssätt man har till de finansiella marknaderna och hur väl olika sätt att bedriva penningpolitik har visat sig fungera i olika miljöer.

Det finns fyra vanliga argument för öppenhet i den ekonomiska diskussionen:

1. Huvudargumentet för öppenhet och tydlighet brukar vara att det kan bidra till ett etablera trovärdighet för penningpolitiken. I den

akademiska litteraturen har man främst lyft fram att det blir enklare att löpande följa, förstå och utvärdera centralbankernas agerande. Det blir därmed också möjligt att förvissa sig om att de hänsyn som tas inte är otillbörliga och att politiken bedrivs på ett systematiskt sätt³⁷. Särskilt viktigt är detta argument rimligen för en centralbank, som i likhet med Riksbanken under 1990-talet, har haft att bygga upp förtroendet för en ny slags politik. Genom att vara öppen och tydlig i kommunikationen kan en centralbank finna en genväg till den trovärdighet som annars kräver en lång historik med goda resultat.

2. En aspekt som sällan lyfts fram i den ekonomiska litteraturen, men som enligt min uppfattning är avgörande, är att det knappast är möjligt att i längden bedriva en penningpolitik på ett sätt som är trovärdigt i den vanliga meningen om ett bredare stöd för politiken saknas. En framgångsrik politik förutsätter förståelse och legitimitet i samhället i stort. Även i detta avseende är naturligtvis resultaten av politiken och att den bedrivs på ett professionellt sätt centralt. Att formulera tydliga mål och arbetsätt, för att på så vis binda upp sig och underlätta utvärdering och ifrågasättande kan vara ett sätt att skapa förståelse, stöd och respekt. Särskilt rimliga ter sig kraven på »accountability« för institutioner som fått mycket makt, vilket är fallet för många centralbanker, däribland Riksbanken. Till detta kommer också att medborgarna i en demokrati bör kunna kräva öppenhet av penningpolitiken på samma sätt som av all annan politik, något som Alan Blinder – tidigare bl.a. vice chef vid Federal Reserve – framhållit.³⁸

3. Det finns goda skäl att tro att en mer öppen och tydlig räntepolitik fungerar bättre i teknisk mening. Om olika aktörer i ekonomin – på de finansiella marknaderna, i företagen och bland hushållen – lättare kan förutsäga politikens uppläggning framöver och anpassa sig till detta, borde svängningarna i räntor och andra marknadspriser

37. Se t.ex. Svensson (1997).

38. Se Blinder (1998).

ser kunna bli mindre. Detta bör avspegla sig i en stabilare utveckling i den reala ekonomin. Mervyn King har sagt att politiken bör bedrivas så att den är så förutsebar att den blir tråkig.³⁹ Det ligger alltså enligt honom ingen som helst poäng i att överraska marknaderna. Mitt intryck är att detta är ett synsätt som vunnit ett ökat stöd i centralbankskretsar under senare år, men att det inte på alla håll är accepterat fullt ut.

4. En fjärde aspekt, som vi i Riksbanken varit bland de första att lyfta fram och betona, rör betydelsen av öppenhet och möjligheter att utkräva ansvar för organisationernas inre liv och effektivitet. Särskilt viktig är öppenheten förstås för institutioner som i likhet med centralbanker har monopol och dessutom av tradition har varit slutna. Tydliga mål och ambitionen att både publicera underlagen för besluten och att motivera politiken på ett övertygande sätt ökar fokuseringen i arbetet och skärper analysen. Det öppnar också för en bredare penningpolitisk diskussion i samhället, med akademiker och andra utomstående bedömare, som i sin tur på ett konstruktivt sätt kan föras tillbaka in i centralbanken. Kanske blir det mindre bekvämt att arbeta i en intellektuellt öppen centralbank, men för resultaten är det bra.

Innan jag fördjupar mig i olika aspekter på Riksbankens kommunikation vill jag understryka betydelsen av att ha en tydlig analytisk ram som grund. Frågan om centralbankers öppenhet och kommunikation diskuteras ofta som om den var fristående från politikens uppläggning i övrigt, som om det bara handlade om att sälja ett redan färdigt budskap. Så tror inte jag att det förhåller sig. Hur väl en centralbank förstås och hur stort förtroende politiken åtnjuter beror naturligtvis på hur framgångsrik politiken har varit i stort och antagligen också på hur konsekvent och länge den har bedrivits. Det handlar dessutom om hur tydlig den analytiska ram, som vägleder politiken, är och om hur de beslutsprocesser som tillämpas är upplagda.

39. Se King (2000).

Direktionens penningpolitiska kommunikation

Den analytiska ramen för inflationsmålpolitiken hade kommit förhållandevis långt när Riksbanken fick lagstadgad självständighet 1999. Målet var formulerat, prognoser publicerades regelbundet och handlingsregeln för reporänteförändringar följdes. Med direktionen kom en del nya dimensioner till öppenheten. Tidigare hade riksbankschefen och den vice riksbankschef som hade ansvaret för penningpolitiken svarat för den externa kommunikationen i penningpolitiska frågor. Detta skedde alltid efter ömsesidiga konsultationer och avsikten var att tala med samma stämma.⁴⁰ Nu skulle Riksbanken styras av sex medlemmar i en direktion, alla med individuellt ansvar för bankens verksamhet i stort och för de penningpolitiska besluten. Borde då inte alla få göra sin stämma hörd? Och hur skulle man kunna göra individuella bedömningar av vars och ens insatser om man inte fick veta vad de tyckt i penningpolitiska frågor? Hur skulle det för övrigt gå till rent praktiskt att effektivt koordinera alla tal och framträdanden så att bara en enhetlig bild kom ut?

Det här var frågor som vi tänkte igenom under hösten 1998, på samma vis som de frågor jag tidigare berört om beslutsprocessen. Det förslag vi tog fram kom också när det gällde kommunikationen att influeras av den uppläggning som Bank of England valt. Därifrån kom t.ex. tanken att så snabbt det var praktiskt publicera protokoll som speglade diskussionen utan att de för den skull röjde vad var och en sagt i detalj.⁴¹

Den modell vi valde innebär att var och en i direktionen normalt sett talar för sig själv. Därmed minskade vi behovet av en gemensam avstämning och koordination av alla tal och intervjuer. Direktionen har dock kommit överens informellt om hålla varandra informerade om olika utspel och att internt dela tal för att ta in synpunkter

40. Ramarna för den förda politiken hade dessförinnan naturligtvis satts av Riksbankens fullmäktige.

41. Se Buitert (1999) och Issing (1999) för en diskussion av dessa frågor. Se också Blinder, Goodhart, Hildebrand, Lipton and Wyplasz (2001).

innan publicering. På så vis hoppas vi kunna höja kvaliteten i våra tal och undvika onödiga kommunikationsmisstag. Innebörden är alltså inte att alla åsiktsskillnader slätas ut eller att externa bedömare kan utgå ifrån att enskilda ledamöter talar för fler än sig själv.

Vidare valde vi att publicera protokoll en tid efter de penningpolitiska sammanträdena. I protokollen återges de diskussioner som förts. Därutöver finns information om hur var och en av ledamöterna i direktionen har röstat. Protokollen är redigerade både för att underlätta läsning och undvika missförstånd. Enskilda ledamöter har normalt sett kunnat både tona ner uttalanden som gjorts och förbättra pedagogiken i det som sagts. Helt nya resonemang och tankar förs dock inte in. På så vis speglar protokollen väl den diskussion som förts utan att varenda detalj är exakt som på mötet. Innan protokollet justeras har vi en gemensam genomgång för att reda ut eventuella oklarheter. Valet att inte låta varje inlägg som görs på direktionens möten registreras ord för ord och med namn var mycket medvetet. Även om strävan att vara öppen talar för att publicera allt som sägs, bedömde vi att det var viktigare att försöka få till stånd en fri och prövande diskussion.

Direktionens gemensamma kommunikation i penningpolitiska frågor sker dels via inflationsrapporterna, dels genom de pressmeddelanden och kommunikéer som kommer ut efter mötena. Under senare år har presskonferenser som handlat om penningpolitik ordnats endast i samband med förändringar av reporäntan. Vid dessa har riksbankschefen normalt uppträtt tillsammans med den direktionsledamot som haft beredningsansvar för penningpolitiken. De båda har då gemensamt företrätt majoritetslinjen. Vidare har vi en ordning som innebär att någon av direktionens ledamöter kan tala för hela direktionen. Detta anges i så fall i samband med framförandet och har hittills bara skett vid riksbankschefens framträdanden i riksdagen, men skulle mycket väl – det var tanken – kunna användas också i andra sammanhang när det finns behov av att mellan de normala beslutstillfällena kommunicera en gemensam hållning.

Risker med Riksbankens modell

Det är klart att det finns risker med den uppläggning Riksbanken har valt för kommunikation. En sådan risk, som vi talade en del om innan beslutet togs, var att media skulle komma att ständigt fokusera på skillnader mellan direktionsmedlemmarna i synsätt och att detta skulle kunna skada bilden av Riksbanken. Möjligen skulle detta också i förlängningen kunna medföra interna problem, särskilt som direktionen har ett gemensamt ansvar också för att leda organisationen. I ljuset av vad som hänt framstår det här som en obefogad oro. Under den första tiden var media fulla av inslag där olika direktionsledamöters uppfattningar lyftes fram, ofta med mer eller mindre märkliga ornitologiska broderier. Det avtog snabbt och numera redovisas utan några stora rubriker – på ett i allmänhet korrekt sätt – de olika nyanser som framkommit i diskussionen.

En annan frågeställning rörde den penningpolitiska s.k. signaleringen. Åren innan direktionen tillträdde hade marknaden relativt väl kunnat förutsäga kommande beslut och därmed hade onödiga rörelser i stort sett kunnat undvikas. Bakom den här positiva utvecklingen låg nog främst att den analytiska ramen blivit tydligare; marknadens aktörer kunde nu själv tolka betydelsen av ny information. Riksbankens ledning hade också vid flera tillfällen aktivt kommunicerat sin syn för att på så vis undvika onödiga missförstånd.

Detta blev mer komplicerat med den nya ordningen. Inför mötena skulle det uppenbarligen inte längre alltid vara möjligt att kommunicera en enda linje eftersom denna helt enkelt inte skulle vara klar. Även detta har dock enligt min uppfattning fungerat hyfsat.⁴² Förmodligen beror det i inte så liten utsträckning på att ramen för agerandet satt sig än mer. Via protokollen får också marknadsaktörerna en ny typ av information, som kan vara värdefull för att förutsäga kommande beslut. Antagligen har man också på marknaden vant sig vid att värdera olika ledamöters kommunikation och att se vilka som i olika situationer företräder majoritetslinjen.

42. Se t.ex Andersson, Dillén och Sellin (2001).

En tredje frågeställning som fick viss uppmärksamhet när direktionen var ny var hur den nya ordningen faktiskt skulle komma att påverka beslutsfattandet i banken. Det spekulerades en del om att inga riktiga diskussioner skulle komma att föras vid mötena och att mycket skulle vara så att säga riggat i förväg.⁴³ Så har det inte blivit, vilket är omvittnat av fullmäktiges närvarande företrädare och även framgår av protokollen.⁴⁴ Däremot förekommer det samtal om frågeställningar relaterade till penningpolitiken vid sidan om mötena från tid till annan, allt annat vore onaturligt för att inte säga olämpligt. Själv har jag regelbundet som ansvarig för att bereda penningpolitiken fört sådana samtal med många av medarbetarna men också med kollegor.

Många av de risker som lyftes fram i diskussionen 1998–99 har alltså inte visat sig bli något problem. Men systemet är känsligt. Det skulle inte vara svårt för en enskild direktionsledamot att agera så att rubrikerna blir stora och svarta. Mot den här bakgrunden har vi valt att inte publikt recensera varandra och de ståndpunkter vi intagit. I stället koncentrerar vi diskussionen till inflationsperspektiven framöver. Debatter mellan oss skulle lätt kunna eskalera, vilket skulle kunna få negativa effekter även i det löpande interna arbetet. En nackdel med att mötena protokollförs är dock enligt min uppfattning att det spontana utbytet och prövandet av idéer från tid till annan blivit lidande. Diskussionen blir ibland väl styrd av det faktum att protokoll sammanställs och sedan publiceras.

Låt mig ändå, än en gång, understryka fördelarna med den ökade öppenheten, som den kommer till uttryck i protokollen och de individuella ställningstagandena. Tillsammans öppnar detta på ett tydligt sätt för en utvärdering och underlättar också den demokratiska kontrollen och insynen i Riksbankens arbete.⁴⁵ Dessutom har den uppläggning vi valt bidragit till ökad förståelse i samhället i stort för Riksbankens politik och för de överväganden vi stått inför.

43. Se t.ex. SEB (1999).

44. Se artikel av Gernandt och Hulterström (1999).

45. Man skulle faktiskt kunna hävda att den ordning vi valt sätter press på dem som utser direktionen att välja personer som publikt kan resonera om penningpolitik och svara för sina ställningstaganden.

Slutsatser

Min ambition har varit att gå bakom Riksbankens tjocka väggar för att ge en bild av hur vi idag arbetar med penningpolitik och hur detta arbetssätt har utvecklats efter övergången till inflationsmålet för tio år sedan. Mycket av arbetet har handlat om att bygga upp kompetens för en ny uppgift; att sätta reporäntan så att inflationen om ett à två år är i linje med Riksbankens mål. Med den betydelse förändringar i reporäntan har för både hushållens och företagens ekonomi är det naturligt att mycken möda också har fått läggas ned på att förklara och motivera agerandet. Detta har i sin tur ytterligare ökat behovet av att ha genomtänkta analytiska principer som vägleder politiken och som är möjliga att kommunicera externt. Nyckelord har varit tydlighet och öppenhet.

I arbetet med att utforma politiken har Riksbanken haft stort stöd av kollegor i andra länder och av våra akademiska kontakter. Ändå har Riksbanken inte direkt kopierat den lösning något annat land valt utan försökt finna en egen väg anpassad för våra förhållanden med bl.a. en generellt sett öppen offentlig kultur, en stark parlamentarisk tradition och lång tradition när det gäller aktiv konjunkturpolitik.

Kanske förtjänar det att understrykas att skillnader mellan centralbanker i det sätt på vilket beslut tas, kommuniceras och utvärderas ofta är en följd av de legala ramar som finns. Om en centralbank har fått ett tydligt mandat delegerat av valda politiker, som fallet är för Bank of England, blir arbetsuppgiften i någon mening mer teknisk. Något annorlunda är det med ECB, som har ett bredare mandat och en svagare koppling till det politiska systemet bl.a. därför att detta i ECB:s fall i hög grad är 12 nationalstater.⁴⁶

Ändå tycker jag att det kan finnas skäl att inte vara allt för agnostisk. Våra egna erfarenheter under de här åren synes mig tala för några slutsatser som borde vara universellt viktiga.

En tydlig tankeram är bra. Det handlar om att klara målet på 2 procent och precisera vilka avvikelser från detta som kan accepte-

46. Se Favero, Freixas, Persson och Wyplosz (2000).

ras till följd av tillfälliga effekter. Det handlar också om handlingsregeln för räntepolitiken och att vi faktiskt i hög grad har följt den. Slutligen handlar det om att prognoser och bedömningar publiceras och används i argumentationen för politiken. Det gör politiken lättare att begripa, förklara och utvärdera.

Med den tydliga tankeramen har vi naturligtvis till viss del bundit upp oss – det har i själva verket varit syftet, bl.a. som en genväg till trovärdighet. Samtidigt har den tydliga ramen tvingat fram en djupare analys inom Riksbanken. Det faktum att »självbindningen« hittills fungerat, får dock inte leda till att vi ovillkorligen och mekaniskt följer vår regel. Nya problem och frågeställningar kan dyka upp, men när man lämnar de enkla reglerna betalar man ett pris i form av mindre tydlighet.

De interna berednings- och beslutsprocesserna är viktiga, bl.a. därför att de kan säkra bra underlag för besluten och bidra till en mer levande intern diskussion. Typiskt för Riksbanken i ett internationellt perspektiv är korta avstånd mellan stab och beslutsfattare och ett omfattande utbyte mellan de två nivåerna. Vi har också täta kontakter med den akademiska världen.

Riksbankens strävan att öppna upp diskussionen har antagligen bidragit till att låginflationspolitiken blivit accepterad snabbare i många läger än vad som annars varit möjligt. Öppenheten har också bidragit till en bättre diskussion inom Riksbanken och till en effektivare dialog med externa bedömare på marknaden, i den akademiska världen etc. Detta har i sin tur tvingat oss att skärpa analysen samtidigt som det bidragit till en mer realistisk diskussion i samhället i stort om penningpolitiken.

Det här är erfarenheter jag tror att vi delar med flera av de länder som arbetat med inflationsmål. Det är också erfarenheter som kan vara till glädje för länder som under senare tid infört inflationsmålsstyrning och även för länder vars penningpolitik idag följer mindre tydliga principer.

Den uppläggning penningpolitiken fått under senare år borde också kunna tjäna som modell för andra politikområden. Centrala inslag i politiken har varit ett tydligt mål, ett väldefinierat medel, öppna diskussioner om hur målet kan uppfyllas och löpande utvär-

deringar, i kombination med möjligheten att utkräva ansvar. Vi har själva i vårt remissvar på utredningen om stabiliseringspolitik vid ett EMU-medlemskap föreslagit att detta skulle kunna gälla för finanspolitiken.⁴⁷ Erfarenheterna skulle kunna ges en vidare tillämpning än så.

Referenser

- Adolfson M., Söderström U. (2003), »Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet?«, *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 49–74.
- Alchian, A., Klein, B. (1973) »On a Correct Measure of Inflation«, *Journal of Money, Credit and Banking* 5 (1) februari, del 1, s 173–191.
- Andersson, K., (2003) kapitel 5 i denna bok.
- Andersson, Martin, Dillén, Hans, Sellin, Peter (2001) »Monetary Policy Signaling and Movements in the Swedish Term Structure of Interest Rates«. Sverige Riksbank Working Paper nr 132.
- Apel, Mikael, Jansson, Per, (1999), »System Estimates of Potential Output and the NAIRU«. *Empirical Economics*. Vol 24, s. 373–388.
- Assarsson, Bengt, Berg, Claes och Jansson, Per (2003), »Investment in Swedish Manufacturing: Analysis and Forecasts«, *Empirical Economics*, under publicering.
- Berg, Claes (1999), »Inflation Forecast Targeting: The Swedish Experience«, *Sveriges Riksbank Economic Review*, No 3, s. 40–66.
- Andersen, P, S, Wascher W, L. (2001) »Understanding the recent behaviour of inflation: an empirical study of wage and price developments in eight countries« BIS Papers, nr. 3 – *Empirical studies of structural changes and inflation*.
- Bernanke, Ben, Gertler, Mark (2001), »Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?« *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 2, 253–257.
- Blinder, A.S., (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press.
- Blinder, A.S., (1997), »What Central Bankers Can Learn from Academics and Vice Versa«, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, Spring 1997, s. 3–19.
- Blinder, A.S., Goodhart, C. Hildebrand, P. Lipton, D and Wyplosz, C. (2001), »How Do Central Banks Talk?«, *Geneva Reports on the World Economy* 3. Geneve. CEPR.
- Blix, Mårten, Sellin, Peter, (1999), »Inflation Forecasts with Uncertainty Intervals«, *Sveriges Riksbank Quarterly Review* No. 2, s. 12–28.

47. Se Riksbanken (2002).

- Borg, Anders, Heikensten, Lars, (2002), »Riksbankens valutainterventioner – beredning, beslut och kommunikation«, *Penning- och valutapolitik*. nr 1, s. 25–45.
- Borio, C, Lowe, P., (2002) »Asset prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus«. BIS Working Papers, nr. 114.
- Buiter, Willem H. (1999), »Alice in Euroland«, *Journal of Common Market Studies*, 37(2), 181–209.
- Bäckström, Urban (1993), »Tillgångspriser och stabiliseringspolitik«, *Ekonomisk Debatt*, 21 (5), 451–464.
- Bäckström, Urban (1998), »Finansiella kriser – svenska erfarenheter«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 26, nr 1.
- Bäckström, Urban (2003), kapitel 5 i denna bok.
- Cecchetti, Stephen, Genberg, Hans, Lipsky, John and Wadhvani, Sushil (2000): »Asset prices and monetary policy«, *Geneva Reports on the World Economy 2*. Geneve. CEPR.
- Dennis, Bengt (2003), kapitel 4 i denna bok.
- Favero, Carlo, Freixas, Xavier, Persson, Torsten, Wyplosz, Charles »One Money, Many Countries, *Monitoring the European Central Bank 2*,« CEPR, 2000.
- G10, (2003) »Micro policies and turbulence in asset markets«. En rapport inom ramen för G10-samarbetet gjord av Riksbanken med bidrag från anställda vid centralbankerna i Storbritannien, Irland, Holland samt BIS och IMF, januari, Stockholm.
- Gernandt, Johan, Hulterström, Sven (1999), »Vi måste snabbt in i EMU«, *Dagens Nyheter*, 1 oktober.
- Gilchrist, Simon, Leahy, John (2002), »Monetary Policy and Asset Prices«, *Journal of Monetary Economics*, 49, 75–97.
- Hansson, Bengt (1993), »En strukturell modell«, *Penningpolitiska indikatorer*, Sveriges riksbank.
- Heikensten, Lars, (1999), »Riksbankens inflationsmål – förtydligande och utvärdering«, *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 5–17.
- Heikensten, Lars, (2000), »Öppenhet och tydlighet i penningpolitiken – svenska erfarenheter«, tal på kundmöte SEB, Stockholm, 20 mars.
- Heikensten, Lars, (2001a), »Bakom granitväggarna på uppe på Brunkebergstorg – Penningpolitiken i praktiken«, seminarium, socialdemokratiska riksdagsgruppen, Stockholm, 21 mars.
- Heikensten, Lars, (2001b), »Om tydlighet och flexibilitet«, seminarium, SNS, Stockholm, 9 maj.
- Heikensten, Lars, Vredin, Anders, (2002), »The art of targeting inflation«, *Penning- och valutapolitik*. nr 4, s. 5–34.

- Issing, Otmar (1999), »The Eurosystem: Transparent and Accountable or »Willem in Euroland«, *Journal of Common Market Studies*, 37(3), 503–519.
- Jacobson, Tor, Jansson, Per, Vredin Anders, Warne, Anders (2001), »A VAR Model for Monetary Policy Analysis in a Small Open Economy«, *Journal of Applied Econometrics*, 16, 487–520.
- Jansson, Per, Vredin, Anders (2001), »Forecast-Based Monetary Policy in Sweden, 1992–1998: A View from Within«, *Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 120*.
- King, Mervyn A. (1997), »Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice«, *Journal of Monetary Economics* 39, 81–97.
- King, Mervyn A. (2000), »Address to the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association on 7 January 2000«, <http://www.bankofengland.co.uk>
- Kohn, Donald L. (2000), »Report to the Non-executive Directors of the Court of the Bank of England on Monetary Policy Processes and the Work of Monetary Analysis«, <http://www.bankofengland.co.uk>
- Nessén, Marianne, Söderström, Ulf (2001), »Core Inflation and Monetary Policy«, *International Finance* 4, s. 401–439.
- Nilsson, Christian (2002), »Rixmod – Riksbankens makromodell för penningpolitisk analys«, *Penning- och valutapolitik*, 2, 45–69.
- Postens Finansbrev, (1997), »Riksbankens penningpolitik 1994–1997«. Marknadsbrev från Postens ekonomiska sekretariat, nr 12.
- Riksbanken, (2002) Riksbankens yttrande över betänkandet SOU 2002:16 »Stabiliseringspolitik i valutaunionen«, 18 november, Stockholm.
- SEB (1999), »Riksbankens nya kläder«, Marknadsbrev från SEB skriven av Bengt Dennis. Stockholm, januari.
- Svensson, Lars E. O. (1997), »Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets«, *European Economic Review* 41, 1111–1146.
- Svensson, Lars E. O. (1999), »Inflation Targeting: Some Extensions«, *Scandinavian Journal of Economics*, 101(3), 337–361.

8. Per aspera ad astra – Sveriges väg till samhällsekonomisk balans

När vi gick in i nittonhundraåttiotalet hade jag ett årtionde bakom mig som chefsekonom på PK-banken, som efter uppköpet av den lilla Nordbanken i december 1989 hade övertagit dennas namn. Jag hade under åttiotalet fått en framskjuten position i medierna som kommentator till den ekonomiska utvecklingen. Skälen därtill tror jag var flera. Kärnkraftsolyckan i Harrisburg 1979 och den andra oljekrisen 1979–1981 hade placerat energifrågorna överst på nationens politiska dagordning. Eftersom jag var ledamot av konsekvensutredningen som tog fram underlaget till kärnkraftsomröstningen i mars 1980 och dessutom var djupt engagerad i frågan, kom jag att delta ytterst livligt i debatten. Sedan kom de stora devalveringarna 1981 och 1982 som naturligtvis ledde till att bankekonomer uppmärksammades. Under andra halvan av åttiotalet kom avregleringarna av kreditmarknaden och valutahandeln, vilket ytterligare spädde på intresset för vad bankekonomerna kunde ha att säga. Slutligen började den samhällsekonomiska balansen åter svikta vid årtiondets slut med överhettning och räntekriser som följd, samtidigt som den stora skattereformen började ta slutgiltig form och uppenbarligen skulle komma att förändra förhållandena på den finansiella marknaden på ett genomgripande sätt.

Många faktorer hade således samverkat för att ge en samhällsengagerad och debattlysten bankekonom en central position i den ekonomiska debatten, trots att jag inte hade någon uppbackning från politiska partier eller intresseorganisationer. Jag hade inte heller någon plattform genom min arbetsgivare Nordbanken, eftersom denna var statsägd och därför ansåg sig allmänt förhindrad att ta ställning i ekonomisk-politiska frågor. Sådana ställningstaganden skulle ju nästan undantagslöst ha kommit att innebära kritik av

bankens ägare, finansdepartementet. Vi hade därför redan från början gjort klart att jag inte talade för banken utan som oberoende ekonom. Ett viktigt skäl till att jag tolv år tidigare hade erbjudits posten som chefsekonom i PK-banken var just att jag redan var en profil i svensk ekonomisk debatt och kunde göra mig hörd utan att behöva banken som plattform.

Jag tyckte om den position och det intellektuella oberoende jag därmed hade fått i svensk ekonomisk debatt och fann mitt jobb ytterst stimulerande. Bankledningen uppskattade också min roll, som gjorde banken känd utan att ledningen behövde hamna i konflikt med ägaren. Under hela åttiotalet var mina relationer med bankledningen och regeringen goda, trots att ingendera parten alltid uppskattade mina ställningstaganden.

I och med den under början av 1990-talet framväxande finanskrisen blev emellertid situationen mera problematisk, särskilt som Nordbanken kom att stå i centrum för bankkrisen. Egentligen var detta en oförtjänt position. Nordbanken var visserligen den bank som gjorde de största förlusterna mätta i miljarder kronor, men det fanns de som förlorade långt mera sett i relation till deras totala utlåning (Gota och JP Bank) och både Föreningsbanken och Sparbanken Sverige drabbades ungefär som den ursprungliga PK-banken mätt på detta sätt. En betydande del av den nya Nordbankens förluster uppkom ju i den gamla Nordbanken, den bank som hade skapats genom samgåendet mellan Sundsvallsbanken och Upplandsbanken. PK-banken vann kampen mot SE-banken om att få köpa Nordbanken i december 1989, och redan under våren 1990 upptäcktes märkliga krediter i den uppköpta banken. En internutredning tillsattes som i augusti presenterade jättelika förluster i den just inköpta banken som då hade fått namnet Norra Nordbanken som en del av bankkoncernen, som samtidigt hade bytt namn till Nordbanken. (Detta inträffade alltså före finansbolaget Nyckelns katastrof i september 1990 som annars brukar ses som början till finanskrisen.)

Den interna undersökningen av Norra Nordbanken fortsatte och Finansinspektionen konstaterade att förlusterna för 1990 skulle bli mycket större än de i augusti redovisade. VD och styrelse byttes ut

av ägaren staten under julhelgen 1990 och Björn Wahlström, Jacob Palmstierna och Hans Dalborg blev den nya ledningen. Denna började naturligtvis med att gå igenom böckerna ännu noggrannare och fann då ännu fler kreditförluster och riskfyllda engagemang i hela koncernen. Genom denna process kom Nordbankens kreditförluster upp på bordet före andra bankers och skapade ett bestående, men delvis oberättigat, intryck av att Nordbanken var den största bankskandalen i landet.¹

Uppmärksamheten kring Nordbanken förstärktes naturligtvis också av att staten var ägare, vilket innebar att det var Allan Larsson som i egenskap av finansminister stod för utbytet av hela ledningen och styrelsen och att ägaransvaret för banken efter regeringskiftet hösten 1991 hamnade hos Anne Wibble och Bo Lundgren.

Under kronfallets år 1992 nådde Nordbankens kris sin kulmen. Regeringen sköt till 20 miljarder kronor i maj, men redan under sommaren stod det klart att det krävdes mera pengar. I september var bankens likviditet noll och i oktober var dess kapital i princip förbrukat. Regeringen tvekade under höstmånaderna och kom inte med nästa kapitaltillskott förrän i december. Till råga på allt tvingades styrelsens ordförande, Björn Wahlström, avgå i september efter en häftig mediakampanj under sommaren framför allt i *Expressen*. Jacob Palmstierna blev hans efterträdare. De anställda arbetade under tiden med vetskapen att ytterligare 1 400 tjänster skulle bort inom 12–18 månader.

När skakningarna på den internationella valutamarknaden började under sommaren och hösten 1992 var min position därför inte lika självklart oberoende. Bankledningen var fruktansvärt pressad, de anställda var djupt pessimistiska och oroliga, regeringen var irriterad över nya förluster, och medierna och den allmänna opinionen var, för att uttrycka sig milt, ytterst negativt inställda till Nordban-

1. De största förlusterna mätta som andelar av utlåningen gjorde Gota och JP Bank med förlustandelar på 37,3 respektive 35,2 procent sett över fyraårsperioden 1990-1993. Gamla PK-bankens förluster låg liksom Sparbanken Sverige och Föreningsbanken kring 16-17 procent, medan SE-banken och Handelsbanken hamnade på omkring 10 procent (Wallander 1994, s. 80).

ken. Det var uppenbart att jag inte kunde säga vad jag tyckte om den ekonomiska politiken i ett så pressat läge utan att drabbas av sanktioner.

Under 1980-talet hade jag, liksom i stort sett alla andra ekonomer och opinionsbildare i landet, kommit fram till att den svenska inflationspolitiken måste brytas och att detta måste ske genom att den fasta växelkursen skulle upprätthållas även till priset av stigande arbetslöshet. Vi måste etablera en normbaserad politik. En normbaserad politik var egentligen inget nytt. Under Bretton Woods-epoken med fasta växelkurser hade vi haft jämvikt i bytesbalansen som norm och när denna hotades i början av 1970-talet hade vi stramat åt och accepterat stigande arbetslöshet för att upprätthålla normen. Denna period, 1971–1973, har gått till vår ekonomiska och politiska historia under beteckningen de förlorade åren, eftersom den ledde till mycket svag tillväxt och en för den tiden kraftig uppgång i arbetslösheten. Målet för åtstramningen uppnåddes emellertid med råge. När den första oljekrisen slog till hade Sverige etablerat ett rejält bytesbalansöverskott. Detta gick dock naturligtvis förlorat när kostnaderna för oljeimporten steg dramatiskt och eftersom Bretton Woods-systemet med dess fasta växelkurser hade kapsejsat under åren 1971–1973, var det inte längre uppenbart vilka normer som gällde för svensk ekonomisk politik. Kombinationen av låga lönehöjningar, god produktivitetsutveckling och kronfall mot viktiga konkurrentländers valutor under 1971–1973 gav en kraftig förbättring av K-sektorns konkurrenskraft med höga vinster och ringa motstånd mot lönekostnadsstegringar som följd.

Jag medverkade i SNS Konjunkturråds allra första rapport som kom i december 1974 och bidrog där med en analys och argumentation för att kronan skulle revalveras för att undvika en kraftig uppgång i den svenska pris- och löneinflationstakten. Med dagens språkbruk kan man säga att jag ansåg att kronan hade blivit kraftigt undervärderad och att vi nu måste välja på vilket sätt dess oundvikliga reala appreciering skulle äga rum. Valet stod mellan en kraftig engångsinflation och en nominell revalvering. Jag varnade för att en kraftig uppgång i inflationstakten skulle bli svår att hejda.

Den skulle kunna komma att byggas in i inflationsförväntningarna och leda till att lönekostnadsstegringarna skulle komma att skjuta över målet och tvinga oss att devalvera nominellt senare efter det att konkurrenskraften åter hade gått förlorad.

Så gick det också. Vi fick enorma lönekostnadsstegringar under åren 1974–1976 framför allt genom höjda arbetsgivaravgifter, trots att den internationella konjunkturen sjönk ihop redan under loppet av 1974. Under 1975 producerade exportindustrin för lageruppbyggnad med hjälp av statliga subventioner och lönekostnadsstegringen kunde fortsätta. Sedan kom strukturkriserna för varv, stål och teko under slutet av 1970-talet och ledde till tre devalveringar. Denna devalveringsepok slutade sedan i ett verkligt crescendo, när den borgerliga regeringen devalverade med 10 procent i september 1981 för att försöka hålla uppe efterfrågan och sysselsättning inför valåret 1982, och när sedan den nytilträdde socialdemokratiska regeringen slog till med ytterligare 16 procents devalvering i oktober 1982 för att bereda svängrum för sin ekonomiska politik. Den enda norm som nu styrde svensk ekonomisk politik syntes vara full sysselsättning och Sverige gick in i 1980-talet (liksom det hade gått in i 1970-talets oljekris tio år tidigare) med en undervärderad valuta. Det var åter bäddat för en nödvändig real appreciering av kronan och frågan var åter om det skulle ske genom fortsatt snabbare inflation i Sverige än i övriga OECD-länder eller om det skulle ske genom en nominell revalvering under de närmast följande åren.

Efter de stora devalveringarna 1981 och 1982 hade det uppstått en betydande enighet om att den naturliga normen i det historiska läge som då uppkommit var en fast växelkurs mot ett vägt genomsnitt av våra viktigaste handelspartners valutor, dvs. mot den s.k. korgen.

Man kan anta att den arbetslöshet vi allmänt hade sett som nödvändig att acceptera om växelkursnormen kom i konflikt med sysselsättningen skulle röra sig om en handfull procentenheter. Under efterkrigstiden hade vi vant oss vid att 2–3 procents arbetslöshet var liktydigt med recession och det hade gjorts studier under åttiotalet som pekade på att 2,7 procents arbetslöshet var förenlig med en stabil, dvs. icke-accelererande, inflationstakt. Man kan anta att

politiker, ekonomer och andra opinionsbildare föreställde sig en arbetslöshet på kanske 5–6 procent under några år som det värsta scenariot i en kamp för att klara växelkursnormen.

Den 28 september 1992

Den kris som bröt ut i början av nittiotalet var dock av helt andra dimensioner. Den totala arbetslösheten kulminerade på omkring 14 procent, de offentliga budgetunderskotten gick mot 13 procent av BNP och finanssektorn kom nära en total kollaps. Eftersom de svenska lönekostnaderna hade stigit med omkring 10 procent per år sedan devalveringen 1982, medan europeiska låginflationsländer som Tyskland, Frankrike, Benelux och Österrike liksom USA hade haft i runda tal hälften så hög kostnadsstegringstakt under perioden var dessutom den svenska industrins konkurrenskraft kraftigt underminerad. Det var därför naturligt för mig att redan under våren 1992 ställa mig frågan om vi inte hade hamnat i en historisk situation där den fasta växelkurspolitiken inte längre var rimlig. Finland hade ju fått kasta in handduken och devalvera med 12 procent redan i november året innan och när landet nu, den 8 september, släppte den fasta växelkursen, medan valutastormarna dånade över Europa, började frågan bli allt mera aktuell.

En vecka senare, onsdagen den 16 september, började det braka loss på allvar. Valutautflödet från Sverige sköt fart och Riksbanken höjde under dagen räntan först till 75 procent och sedan till 500 procent. På kvällen och natten gav Italien och Storbritannien upp den fasta växelkursen. Under de närmaste dagarna lyckades regeringen och oppositionen tillsammans få ihop ett krispaket, det som skulle komma att kallas Krispaket 1. Detta presenterades på söndagen den 20 september. På måndagsmorgonen sänkte Riksbanken räntan till 50 procent. Den franska folkomröstningen hade dagen innan givit ja med ett nödropp till Maastrichtavtalet och den franska francen liksom åtskilliga andra valutor var under fortsatt press. I detta läge var min syn fortfarande att vi borde satsa helhjärtat på uppgiften att hålla växelkursen fast, men jag började luta åt uppfattningen att vi borde genomföra en interndevalvering genom att

sänka arbetsgivaravgifterna och finansiera detta med sänkta offentliga utgifter och samtidigt knyta kronan ensidigt till D-marken för att demonstrera vår beslutsamhet. Ett annat skäl för att knyta kronan till D-marken var att ju fler écuvalutor som föll, desto mer sjönk naturligtvis kronan mot D-marken. Eftersom en stor del av de svenska företagens valutalån hade tagits i just denna valuta, medförde detta stigande valutaförluster för bankernas kunder. Jag utvecklade en del av dessa tankegångar i bankens veckobrev som kom ut på onsdagen.

Under tiden började emellertid effekten av det höga ränteläget att slå hårt mot bankens kunder och på fredagen den 25 september hade bankens finans- och valutautskott, där jag satt med, sammanträde. Efter mötet kom Jacob Palmstierna, Hans Dalborg och jag att diskutera under någon halvtimme hur det skulle gå om den politiska ledningen inte klarade att förstärka statsfinanserna och sänka arbetsgivaravgifterna inom kort. Riksbanken skulle i så fall tvingas fortsätta att hålla en räntenivå på kanske 20–30 procent för över-skådlig tid. De båda bankmännen konstaterade att detta var ett mycket farligt scenario. När jag kom tillbaka till mitt rum under eftermiddagen, funderade jag en stund och ringde sedan *Dagens Nyheter*s debattredaktör och föreslog att de skulle ta in en artikel av min hand om dessa frågor. Vi enades om att jag skulle faxa över artikeln efter några timmar och att den skulle tas in på måndagen. Jag började omedelbart skriva.

Min huvudlinje i artikeln var att det inte skulle gå att försvara den fasta växelkursen med enbart räntepolitiken, eftersom den räntenivå som då krävdes skulle driva ett växande antal företag i konkurs. Efter någon tid skulle aktörerna på valutamarknaden då anse, eller snarare inse, att situationen vore på väg att bli ohållbar och sälja kronor oavsett vilken räntenivå som etablerades. I det läget, konstaterade jag, skulle kronans fall vara nära. Det måste därför till en interndevalvering för att landet skulle klara att hålla fast vid kronans nominella växelkurs. Min slutsats var att det krävdes ett omedelbart riksdagsbeslut om en sänkning av arbetsgivaravgifterna och en höjning av t.ex. momsen för att klara läget. Om det inte gick att genomföra något åt det hållet, ansåg jag att ett kronfall var ett

mindre ont än en lång period med orimligt hög räntenivå.

Jag faxade iväg artikeln till DN och ringde sedan Olle Wästberg som var statssekreterare i finansdepartementet och berättade om artikeln. Jag faxade den sedan till honom för att se till att regeringen var informerad. Varken Wästberg eller jag insåg emellertid vilken effekt en stort uppslagen (och av debattredaktören dramatiskt rubriksatt) debattartikel i DN om möjligheterna att försvara den svenska kronans växelkurs skulle få, se Lundgren (1992). Wästberg orienterade därför inte regeringen och jag informerade inte min egen bankledning.

På måndag morgon satte därför både regeringens och bankstyrelsens ledamöter frukostkaffet i vrångstruken när de öppnade *Dagens Nyheter* och fick se min artikel med den dramatiska rubriken ”Kronans fall nära”. På banken hade vi ett extra styrelsemöte på måndagen och jag var kallad för att göra en ekonomisk föredragning. DN-artikeln kritiserades först ganska skarpt av några ledamöter, inte direkt för sitt innehåll utan för att den publicerats i ett för nationen (och banken) farligt läge. Efter diskussion kom emellertid styrelsen under Jacob Palmstiernas ledning fram till att den borde vända sig till finansdepartementet med en skrivelse där den i princip ställde sig bakom mina synpunkter. Jag skickades iväg att skriva ett utkast som sedan Jacob Palmstierna efter en del ändringar under-tecknade och tillställde finansministern å styrelsens vägnar.

I banken gick det alltså väl för mig, men från regeringssidan var det besvärligt i början. Carl Bildt ville inte ses i rutan samtidigt som mig när vi skulle utfrågas i tv på måndagskvällen, och Carl B Hamilton, sakkunnig på finansdepartementet, var ursinnig när vi tillsammans var med i radions Eko samma kväll. När han och jag skulle medverka i en debattpanel på SNS ett par dagar senare flyttade han demonstrativt sin stol för att slippa sitta bredvid mig i panelen. Det hela blåste dock över även från regeringssidan och några ekonomkolleger uttalade privat sitt stöd för mitt inlägg. Regeringens andra krispaket, som framlades två dagar senare med stöd från den socialdemokratiska oppositionen, innehöll också en intern devalvering, vilken enligt skatteminister Bo Lundgren hade drivits fram av min DN-artikel, se Lundgren (1998, s. 162–163). Som jag

hade konstaterat i min artikel, var kronans fall nära, men den föll inte i september. Den internationella valutaoron dämpades under oktober. Trots att företagen fortsatte att gå ur sina valutalån, fick de finansiella marknaderna en tidsfrist.

Den 19 november 1992

Torsdagen den 19 november 1992 vid niotiden på morgonen, fem timmar före kronans fall, satt jag på mitt tjänsterum på Nordbankens huvudkontor vid Hamngatan i Stockholm. Jag förberedde mig för den presskonferens klockan tio, vid vilken vi skulle presentera bankens nya konjunkturbedömning.

Jag funderade nu, denna morgon den 19 november, över om huvudlinjen i vår bedömning av Sveriges läge verkligen fortfarande var hållbar. Under oktober och början av november hade det varit förhållandevis lugnt på valutamarknaderna och Riksbanken hade kunnat sänka räntan successivt från de ofattbara femhundra procenten den 17–18 september till först 50 procent och sedan steg för steg ner till 11,5 procent. På bankens ekonomiska sekretariat hade vi därför, med betydande vanda åtminstone i mitt fall, kommit till slutsatsen att kronans växelkurs skulle kunna upprätthållas tills vidare, en slutsats som dock förutsatte att ännu en interndevalvering företogs. Vår politiska analys pekade på att regeringen skulle genomföra en sådan. Denna grundläggande inriktning hade vi dock kommit fram till före den 12 november, och under den just gångna veckan hade utflödet av utländsk valuta accelererat och skapat nya farhågor för att kronans fall var nära.

Riksbanken hade i det läget avstått från räntevapnet och i stället i praktiken tagit över en mycket stor del av de svenska företagens valutarisker genom interventioner på valutamarknaden, interventioner som vi idag vet uppgick till omkring en halv biljon kronor. Av dessa hade omkring 160 miljarder gått ut under den senaste veckan, vilket jag dock inte visste morgonen den 19 november. Vi visste bara på olika vägar att kronan åter var hotad.

Det var tre frågor jag måste kunna hantera och presentera en övertygande argumentation för på den stundande presskonferen-

sen. Den första frågan var huruvida ett sådant tredje krispaket med ännu en interndealvering verkligen skulle komma (och komma i tid) och den andra huruvida detta i så fall verkligen skulle räcka för att bevara tillräckligt förtroende för kronan på valutamarknaden.

Den tredje frågan var den besvärligaste. Hade vi verkligen lagt fram en prognos som ärligen återspeglade vår syn på dessa två frågor eller hade vi utgått från att ett paket skulle komma och att det skulle räcka för att klara kronkursen, därför att vi ansåg det politiskt omöjligt att säga något annat? Etablissemangets reaktion på min artikel den 28 september hade ju visat att lojalitet mot den förda politiken ansågs böra gå före behovet av ärlighet och öppen debatt. Om vi omedvetet hade vikt oss för detta tryck, hade vi ju satt lojaliteten mot den politiska ledningen (som i detta fall utgjordes av både regeringspartierna och den socialdemokratiska oppositionen) före ansvaret mot bankens kunder.

Man skulle kunna tro att det fanns en fjärde fråga också. Hade vi valt att vara optimistiska i fråga om kronförsvaret under tryck från bankens egen ledning? Nordbanken var ju en statsägd bank som gjort enorma kreditförluster och höll på att rekonstrueras med hjälp av regeringens akutmottagning och skattebetalarnas pengar. Det skulle naturligtvis vara mycket besvärande för bankledningen om bankens egna ekonomer i det läget gick ut med en prognos som underminerade statsmakternas/ägarnas möjligheter att lyckas med växelkursförsvaret, som ju hade gjorts till en hörnsten i den ekonomiska politiken.

Denna fjärde fråga var emellertid inte något problem. Den hade kommit upp några veckor tidigare i en diskussion i anslutning till ett möte i bankens finansutskott den 28 oktober. Hans Dalborg konstaterade att det skulle vara mycket besvärligt för bankledningen om ekonomiska sekretariatet kom med en konjunkturbedömning som ifrågasatte möjligheterna att upprätthålla kronans växelkurs. Jag genmälde mycket tydligt, att det måste stå klart att ekonomiska sekretariatet hade både fullständig frihet och en uppenbar skyldighet att göra sina konjunkturbedömningar utan hänsyn till sådana intressen. Jag fick omedelbart medhåll från Hans Dalborg och frågan diskuterades sedan inte alls.

På de första tre frågorna var det svårare att vara så klar. Jag hade blivit förvånad över att regeringen och oppositionen faktiskt lyckades komma överens om det andra krispaketet som hade lagts fram den 30 september. En interndevalvering, dvs. sänkta arbetsgivaravgifter finansierade genom motsvarande finanspolitisk åtstramning, hade jag i min DN-artikel angivit som nödvändig för att klara växelkursen, men också nära nog uteslutit med uttrycket ”Detta ter sig politiskt omöjligt”. Skulle det vara lättare eller svårare att göra det en gång till ett par månader senare? Vår bedömning var att det skulle ske igen, eftersom så mycket redan hade satsats på att försvara växelkursen från både regeringens och den socialdemokratiska oppositionens sida. Vi räknade med att den politiska oenigheten skulle komma att gälla finansieringen av ytterligare arbetsgivaravgiftssänkningar. Det skulle bli strid om huruvida man skulle tillgripa skattehöjningar eller sänkta utgifter, men det skulle komma ett förslag om sänkning av arbetsgivaravgifterna finansierad med endera eller båda metoderna.

Den andra frågan hade blivit svårare för mig att svara ja på. Valutautflödet hade som sagt accelererat under den just gångna veckan. Några händelser exakt en vecka tidigare, torsdagen den 12 november, hade dessutom gjort djupt intryck på mig. Den dagen hade Riksgäldskontorets emission av statsskuldväxlar gått mycket dåligt och Luxonen hade (efter förvarning från Märta Josefsson några dagar tidigare), se Dennis (1998, s. 106), gått ur valutalån för sammanlagt 15 miljarder kronor. Slutligen hade jag fått mig en tankeställare av uttalanden av några VD:ar i svenska storföretag vid ett möte på kvällen.

Jag var sedan lång tid tillbaka ledamot av SNS styrelse och vi hade som tradition att en gång om året, i november, bjuda in några företrädare för näringslivet och/eller regeringen att efter vårt styrelsemöte äta middag på Villa Pauli och sedan delta i ett seminarium om vilka av tidens frågor som SNS borde inrikta sig på. Torsdagen den 12 november 1992 var det självklart att växelkursen kom upp, trots att den i och för sig inte stod på dagordningen. Några av de närvarande storföretagsledarna uttryckte sig på ett sätt som enligt min mening klart visade att de inte längre trodde att kronkursen

skulle kunna försvaras. När vi lämnade Villa Pauli fann jag att SNS VD, Hans Tson Söderström, hade dragit samma slutsats. Vi konstaterade att det skulle bli svårt att undvika devalvering om de svenska storföretagen inte längre trodde på den politiken, eftersom de då genom sina egna, i det läget fullt rimliga, försvarsåtgärder ytterligare skulle underminera kronan. Nu, många år senare, vet vi ju också att det var de stora svenska exportföretagen som i praktiken kom att fälla kronan. Detta visar den länge hemligstämplade rapport i frågan som Riksbanken släppte hösten 2002.²

En vecka senare satt jag alltså och funderade över om vår bedömning, som skulle presenteras offentligt inom någon timme, fortfarande var rimlig. Skulle en ny interndealvering verkligen hindra ett kronfall? Jag hade successivt blivit alltmera skeptisk till denna föreställning och mitt försvar för att vi ändå byggde vår konjunkturbedömning på den var vid det här laget egentligen att en interndealvering borde ge oss en tidsfrist. Under denna kunde den internationella valutaoron möjligen minska och trycket på statsmakterna och de fackliga organisationerna samtidigt stiga så att ytterligare finanspolitisk åtstramning och lägre lönestegringstakt skulle kunna stabilisera ekonomin vid gällande växelkurs. Visst var det möjligt, men det framstod ändå som mindre troligt den 19 november efter den gångna veckans händelser än det hade gjort när vi satte ner foten beträffande konjunkturbedömningens huvudinriktning ett par veckor tidigare. Kvar stod ändå att jag ärligt räknade med att ett kronfall inte stod för dörren. Ett tredje krispaket skulle komma och åtminstone uppskjuta ett kronfall.

Den tredje frågan var naturligtvis den besvärligaste. Hade vi tenderat att nedvärdera risken för ett kronfall för att inte underminera kronförsvaret och därmed i viss grad offrat vår heder och ställt oss solidariska med statsmakterna i stället för med bankens kunder. Jag tyckte nog att vi borde ha haft litet starkare skrivningar om riskerna för kronfall, trots att vår slutsats ärligen hade blivit att kronförsvaret skulle hålla tills vidare.

2. G-10 studien: Internationella kapitalrörelser hösten 1992, Riksbanken, Konfidentiellt, 1993-02-05.

Då ringde Carl B Hamilton! Han satt som sakkunnig på finansdepartementet och ville nu informera mig om det paket, det tredje krispaketet, som regeringen hade satt ihop under natten och nu sökte den socialdemokratiska oppositionens stöd för. Det paket han presenterade var nästan i detalj det som vi hade formulerat som utgångspunkt för vår konjunkturbedömning. Jag påpekade detta och vi brast i skratt över det absurda i läget. Jag hade emellertid därmed fått ja på den första frågan, tyckte jag. Jag fick inte klart för mig att regeringen hade varit i kontakt med den socialdemokratiska oppositionen sedan åtskilliga timmar och att en politisk uppgörelse verkade svår att åstadkomma. I praktiken uteblev ju stödet.

Efter litet diskussion med mina medarbetare, framför allt Olle Djerf och Tomas Pousette, genomförde vi presskonferensen med betydande självsäkerhet, eftersom den byggde på ett antagande om den ekonomiska politiken som regeringen samtidigt bekräftade på sin presskonferens. Därefter hade jag två föredragningar för kunder, först en klockan tolv och därefter en klockan tretton i Grand Hotels Vinterträdgård. Någon extern information hann inte nå mig mellan dessa båda evenemang och jag uppvisade därför tyvärr en betydande självsäkerhet när jag presenterade vår konjunkturbedömning som byggde på förutsättningen om ett sådant ekonomiskpolitiskt paket som regeringen just hade lagt fram.

När jag var tillbaka på banken vid halvtretiden hade kronfallet inträffat och medarbetarna på ekonomiska sekretariatet satt redan och diskuterade hur en ny konjunkturbedömning borde se ut och hur snabbt vi kunde få fram en sådan. På ungefär en vecka fick vi fram en ny prognos där vi räknade med fallande reallöner, fortsatt stram finanspolitik och en stram penningpolitik under en ny penningpolitisk regim med flytande krona.

Utvecklingen på valutamarknaderna under hösten 1992 hade därmed visat att efterkrigstiden var slut inte bara i den meningen att Sovjetunionen hade fallit ihop och Tyskland återförenats, utan också i den meningen att perioden med fasta växelkurser i stort sett var över. För länder med fria kapitalrörelser fanns det nu två alternativa penningpolitiska regimer. Den ena byggde på flytande växelkurser med centralbanker som eftersträvade att uppnå ett mål

antingen för penningmängden eller för inflationstakten, medan den andra var integrering i ett regionalt valutapolitiskt samarbete med valutaunion som slutmål.³

Varför gick det som det gick för Sverige?

Uppmarschen till valutakriserna hösten 1992 hade pågått länge. Sedan USA under sextioalet hade börjat föra en inflationistisk penning- och finanspolitik för att finansiera först president Lyndon B. Johnsons sociala reformprogram (the Great Society program) och sedan insatserna i Vietnamkriget, hade Bretton Woods-systemet med dess fasta växelkurser mot dollarn börjat knaka. Länder som Tyskland ville inte tillåta sin inflation att stiga i takt med den amerikanska, medan länder som Sverige villigt tog till sig det utrymme för inflation som uppstod. I början av 1970-talet kapsejsade därför den tidiga efterkrigstidens växelkurssystem. De större valutorna började flyta mot varandra i olika slag av ”dirty floats”, där centralbanker intervenerade som det passade. Ett antal västeuropeiska länder försökte hålla fasta växelkurser mot varandra med olika konstruktioner (ormar, tunnlar, korgar). Eftersom den internationella ekonomin var stormig med oljekriser och dylikt och länderna förde mycket olika stabiliseringspolitik, kom emellertid inflationstakterna att skilja sig starkt mellan olika länder i Västeuropa. Länder som Tyskland och Schweiz prioriterade pristabilitet, medan t.ex. Frankrike inledningsvis liksom Sverige ackommoderade de pris- och lönestegringar som den internationella turbulensen drev fram.

Resultatet var naturligtvis att växelkurserna måste anpassas till dessa starkt divergerande inflationstakter för att stabilisera de reala växelkurserna. Vi skall här jämföra kronans utveckling med utveck-

3. Det är sant att det fortfarande finns många länder som håller fast växelkurs mot t.ex. den amerikanska dollarn runt om i världen och framför allt då i Sydostasien (Kina, Taiwan, m.fl.). Det finns åtskilliga förklaringar till detta, som vi inte har anledning att gå in närmare på här. Åtskilliga länder har inte helt fria kapitalrörelser och många har mycket stora valutareserver och stora bytesbalansöverskott, vilket under långa perioder kan motverka valutakriser. Det måste dock noteras att trots sådana motverkande faktorer har valutakriser inträffat i stor omfattning i Sydostasien hösten 1997 och i Brasilien och Argentina åren därefter.

lingen för den franska francen, D-marken och schweizerfrancen, valutor som representerar ett brett spektrum av de förlopp som olika valutor gick igenom under denna epok.

En svensk krona var ungefär lika mycket värd som en fransk franc från Bretton Woods-systemets fall fram till valutaoroligheterna i början på nittonhundranittioalet. Under hösten 1973 kostade en fransk franc en krona. När Sverige arton år senare knöt kronan till écu (den 17 maj 1991) kostade den 1,07 kronor. Under ett par årtionden hade det faktiskt blivit en allmän föreställning bland valutahandlarna att kronan och den franska francen var lika mycket värda. Eftersom den svenska konsumentprisnivån hade stigit ungefär 15 procent mer än den franska under samma tid, kan vi emellertid konstatera att den svenska kronan hade apprecierat realt ungefär 7 procent mot den franska francen. För att bevara köpkraftspariteten skulle ju kronan ha behövt falla ytterligare ca 7 procent.

Däremot steg D-marken från 1,75 kronor hösten 1973 till 3,60 kronor vid écuanslutningen, och schweizerfrancen gick under samma period från 1,40 kronor till 4,24, dvs. dessa båda valutor steg nominellt med ungefär 100 respektive 200 procent mot kronan. Eftersom prisnivån under samma tid steg med ca 150 procentenheter mer i Sverige än i dessa båda länder, förlorade Sverige i konkurrenskraft mot Tyskland men vann mot Schweiz, dvs. kronan apprecierade realt mot D-marken och deprecierade realt mot schweizerfrancen. Som framgår av tabell 8.1 var läget det att kronan vid écuanslutningen i maj 1991 hade apprecierat realt med hela 20 procent mot vår viktigaste konkurrens valuta, D-marken. Mot schweizerfrancen hade kronan samtidigt deprecierat realt med hela 16 procent mätt på detta sätt, medan relationen till den franska francen var måttligt förändrad. Dessa siffror visar vilka spänningar som hade byggts upp i början av nittioalet på de europeiska valutamarknaderna.

Ur tabell 8.1 kan också utläsas något om hur det såg ut för svensk konkurrenskraft under resans gång. I september 1981 och oktober 1982 devalverades den svenska kronan mot den s.k. korgen (ett vägt genomsnitt av de för svensk utrikeshandel viktigaste valutor-

TABELL 8.1. Kronans reala växelkursändring mot valda valutor från hösten 1973

	FFR	DEM	CHF
Fram till			
1 sep 1981	1,05	1,25	0,98
1 nov 1982	0,89	0,95	0,72
17 maj 1991	1,07	1,20	0,84

Källa: OECD Economic Outlook.

na) med 10 respektive 16 procent. Den första september 1981, dvs. strax före den första av dessa devalveringar, hade vi redan fått en real appreciering mot D-marken på 25 procent, dvs. en mycket kraftig konkurrenskraftsförsämring för svensk industri. D-marken hade visserligen stigit över 20 procent nominellt mot kronan, men prisnivån i Sverige hade samtidigt stigit ca 50 procent mer än i Tyskland. Den franska francen hade däremot fallit nominellt mot kronan med över 10 procent, men eftersom Frankrike samtidigt hade haft en högre inflationstakt än Sverige, blev det en ganska måttlig svensk real appreciering mot den franska francen, dvs. konkurrenskraften mot Frankrike sjönk bara med 5 procent.

Schweizerfrancen hade stigit nominellt med hela 70 procent mot kronan men den schweiziska inflationstakten var så låg relativt andra länder under 1970-talet att det jämnade ut sig fram till september 1981.

Som framgår av den mellersta raden i tabell 8.1 stod Sverige sedan med en klart undervärderad valuta den 1 november 1982, dvs. omedelbart efter de stora devalveringarna 1981 och 1982.⁴ Detta betyder att den i oktober 1982 nytillträdda socialdemokratiska regeringen hade genomfört en offensiv devalvering! Vi hade därmed bäddat för en acceleration av vår inflationstakt i relation till våra viktigaste handelspartner under de följande åren, eftersom

4. Detta förutsätter naturligtvis att vi inte menar att kronan skulle ha varit påtagligt övervärderad hösten 1973. Eftersom kronan föll nominellt mot de flesta valutor under åren närmast dessförinnan och svensk exportindustri skördade betydande försäljningsframgångar under den perioden kan vi rimligen utesluta detta.

marknadskräfterna nu skulle komma att återställa en jämviktsväxelkurs genom en real appreciering vid en fast nominell växelkurs. Resultatet blev att medan våra handelspartner överlag började strama åt och driva ner inflationstakten, förblev den hög i Sverige under åttiotalet. I mitten av åttiotalet föreslog både jag och LO-ekonomerna i DN-artiklar att vi skulle revalvera och ta tillbaka den offensiva delen av 1982 års devalvering för att inte uppdrivna inflationsförväntningar skulle göra det svårt att komma ner till våra handelspartners inflationstakt, när den reala apprecieringen väl var uppnådd.⁵

Det går naturligtvis inte att lita till någon precision i dessa beräkningar. Konsumentpriserna återspeglar inte ens på lång sikt kostnadsnivåförändringarna särskilt väl, det har skett förändringar i indirekt beskattning osv. Den huvudpoäng vi här vill ta fram är att det är fråga om en kaotisk period, där det byggdes upp stora spänningar på valutamarknaderna i OECD-området. För att kunna dra denna slutsats torde precisionen vara till fyllest. Vid nittioalets början var somliga europeiska valutor starkt övervärderade och andra starkt undervärderade och både inflationstakten och inflationsför-

TABELL 8.2. Inflationstakten i valda europeiska länder 1988–1991

	1988	1989	1990	1991
Sverige	5,9	6,8	9,8	10,5
Storbritannien	5,2	6,3	7,5	7,9
Frankrike	2,9	3,8	3,1	3,5
Tyskland	1,3	2,9	2,7	3,7
Schweiz	1,9	2,9	5,2	6,0
Euroområdet*	3,4	4,6	4,5	5,0

*Genomsnittet för de länder som idag tillhör euroområdet.

Källa: OECD Economic Outlook.

5. I PK-bankens tidskrift *Ekonomisk Information* skrev jag i oktober 1986 en ledare, där jag förespråkade att vi skulle kasta ut dollarn ur valutakorgen, eftersom den nu skulle komma att falla och driva på inflationstakten. Samtidigt borde vi revalvera med 3 procent.

väntningarna var vitt skilda efter flera år med mycket stora skillnader i prisstegringstakt.

Som framgår av tabell 8.2 hade Sverige en väsentligt högre prisstegringstakt än de viktigaste länderna i Västeuropa, när åskmolnen började hopa sig kring decennieskiftet. Det är i och för sig sant att inflationsciffrorna för 1990 och 1991 drevs upp av den stora skattereformens överflyttning av skattebördan från inkomst av tjänst till konsumtion, men effekten på inflationsförväntningarna var med största sannolikhet ändå betydande. Hela det europeiska växelkursystemet var bräckligt och nu stod dramatiska störningar för dörren.

Finansiell avreglering och fast växelkurs

Under de sista åren av 1980-talet gick svensk ekonomi således på högvarv. Att vårt kostnadsläge började bli allt för högt doldes av den goda världskonjunkturen som hade stimulerats av oljeprisfallet från 1986. Även högkostnadsproducenterna kunde få avsättning i det drivhusklimat som rådde. Den privata konsumtionen i Sverige fick en enorm skjuts av låg (efter skatt negativ) realränta. Kreditmarknaden avreglerades och det enorma egenkapital som villaägarna hade haft inlåst genom kreditregleringarna frigjordes. I storstäderna hade villaägarna nu villor värda en halv miljon kronor eller mera, medan belåningen ofta låg på 75 000–150 000 kronor. De kunde nu fritt belåna husen till villkor som innebar negativ realränta efter skatt, dvs. de fick betalt för att de lånade.

Företagen och fastighetspekulanterna lånade utomlands efter valutaavregleringarna till mycket lägre nominell ränta än i Sverige i förvisning om att växelkursen nu låg fast och de uppmanades därtill av statsmakterna. Detta drev upp inhemsk efterfrågan ytterligare och ledde till en extrem uppgång i fastighetspriserna. Lönestegringstakten var samtidigt hög på grund av de höga inflationsförväntningarna och den höga sysselsättningen. Arbetslösheten hade fallit till 1,5 procent och antalet sysselsatta var det högsta i landets historia.

Det skulle ha krävts en mycket kraftig ekonomisk-politisk

åtstramning för att i det läget hejda den skenande svenska ekonomin. Penningpolitiken var emellertid avdelad för att hålla fast växelkurs och kunde därmed inte användas för att hålla tillbaka inhemsk efterfrågan. För att åstadkomma en hög realränta efter skatt skulle det ha krävts extrema nominella räntehöjningar, som hade varit oförenliga med fast växelkurs. Finanspolitiken blev omöjlig att bromsa med när den snabba lönestegringstakten försköt den vertikala inkomstfördelningen från kapital till arbete, ty eftersom beskattningen i huvudsak låg (och ligger) på löner och konsumtion, blev skatteintäkterna mycket stora och medförde offentliga budgetöverskott på bortåt 5 procent av BNP. I det läget blev det omöjligt att få politiskt gehör för sänkta utgifter eller höjda skatter. Varken penningpolitiken eller finanspolitiken var därmed tillgänglig för att pressa tillbaka efterfrågan.

Det måste konstateras att det inte är självklart att felet var att finanspolitiken skulle ha varit för lätt under hela 1980-talet. Det kan visserligen hävdas att när vi väl hade genomfört en offensiv devalvering av stor omfattning och avsåg att hålla fast nominell växelkurs i fortsättningen, så hade vi därmed slagit fast att finanspolitiken måste vara mycket stram för att hejda en ”overshooting”, när en hög svensk inflationstakt väl hade åstadkommit en real appreciering av kronan upp till dess jämviktsskurs. I historiens ljus ter sig emellertid detta upplägg orimligt. Vi genomförde ett penningpolitiskt engångsupplägg genom mammutdevalveringarna 1981 och 1982 och överlämnade sedan åt finanspolitiken att försöka klara av obalanser som självklart skall hanteras med penningpolitiken.

Gulfkriget, tysk återförening, skattereform och inhemsk åtstramning

När vi gick in i nittioalet förändrades de ekonomiska villkoren snabbt. Världskonjunkturen vände nedåt under slutet av 1990 och året därpå, Gulfkrigets år, föll BNP i USA, Storbritannien och övriga anglosaxiska länder liksom i Schweiz och Sverige. Frankrikes tillväxt sjönk till 1 procent. Tyskland däremot fick överhettning på

grund av återföreningen och en misslyckad stabiliseringspolitik. Tillväxten blev 5,7 procent 1990 och 5 procent 1991! Bundesbank slog till bromsarna med stora räntehöjningar och de länder som hade fast växelkurs mot Tyskland tvangs följa med för att försvara denna. Därmed trängdes totalefterfrågan tillbaka runt om i Väst-europa, trots att många länder tvärtom skulle ha behövt en stimulanspolitik. Importen föll i flertalet länder och de som drabbades hårdast var högkostnadsproducenter som Sverige.

I Sverige genomfördes samtidigt den stora skattereformen som innebar att realräntan efter skatt steg dramatiskt från negativa tal till positiva. Hushållen, som hade spenderat 5 procent mer än sina disponibla inkomster både 1988 och 1989, ökade därför sitt sparande till +3 procent 1991 och +6 procent 1992. Den privata konsumtionen började falla. Fastighetspriserna kollapsade och byggsektorn kom i stora svårigheter. Därmed steg arbetslösheten i snabb takt, varvid de offentliga intäkterna sjönk och utgifterna steg. Den offentliga sektorns budgetsaldo slog om från +5 procent av BNP år 1989 till -8 procent 1992. Och värre skulle det bli.

Vad förutsåg jag?

I juninumret av PK-bankens tidskrift *Ekonomisk Information* 1992 skrev jag en ledare betitlad: "Lille land, hvad nu?", där jag analyserade konsekvenserna av Danmarks nej till euron. Den utmynnade i den, som det skulle visa sig, felaktiga slutsatsen att planerna på en monetär och politisk union i enlighet med Maastrichtavtalet skulle komma att läggas på hyllan, om inte formellt så dock i praktiken. Att jag hade någon föreställning om den allmänna valutaoro som skulle följa under hösten framgår inte.

Mogna människor vet att vi inte kan förutse framtiden. Vi kan bara göra analyser med hjälp av olika teorier och historiska erfarenheter och därmed ibland, kanske rent av ofta, bilda oss en rimlig och balanserad uppfattning om det aktuella lägets struktur och om det eller de mest sannolika förloppen in i framtiden. Eftersom jag skrev två kommenterande artiklar i varje nummer av PK-bankens tidskrift *Ekonomisk Information* som kom ut sex gånger per år är

det lätt att gå tillbaka och se hur min egen uppfattning av det förlopp som förde fram till kronfallet såg ut. I juni 1989 hade min ledare rubriken "Mot nästa kostnadskris!". Huvudpoängen där är att vi i Sverige hade försuttit chansen att få ner pris- och lönestegringstakten i socialt acceptabla former. Kostnadskrisen kommer inom ett till tre år, konstaterade jag, och med avreglerad valutamarknad måste vi vårda växelkursen som en ömtålig planta. Riksbankschefen sitter dessutom nu på eget mandat, påminner jag, och kommer att göra hårt motstånd mot en framtida devalveringsintresserad regering. "Oddsén talar för att vi som sista land bland de avancerade OECD-länderna kommer att tvingas tömma den bittra kalken, dvs. att ta en period av väsentligt höjd arbetslöshet enligt norskt föredöme."

I januari 1990 avslutar jag ledaren med orden "inte tillräckligt för att hindra en obeveklig marsch mot arbetslöshet 1991-1992".

Jag, liksom i stort sett hela ekonomkåren, de ledande politikerna och teknokraterna, hade emellertid kommit i otakt med den historiska utvecklingen. Vi hade, helt riktigt, konstaterat att det krävdes en norm för stabiliseringspolitiken, en slutsats som står sig även idag. Under början av åttiotalet var det fortfarande självklart att välja den fasta växelkursen som norm, eftersom den hade fungerat som sådan under hela efterkrigstiden och fungerat väl fram till sjuttioalet. Den fasta växelkursen var förankrad i folkopinionen och i fackföreningsrörelsen och den var begriplig och knuten till en lätt observerbar variabel. Så länge vi hade reglerade kapitalrörelser, dvs. valutareglering, och fasta växelkurser mellan flertalet av våra viktigaste handelspartner inom Bretton Woods-systemets ram kunde detta också fungera.⁶

6. Det är betecknande att Erik Lundberg under 1960-talet kunde publicera en artikel med rubriken "Varför har Sverige inga allvarliga valutaproblem", se Lundberg (1963). Hans svar var i huvudsak att de svenska metallarbetarna drev sina lönerörelser med utgångspunkten att verkstadsindustrin skulle behålla sin internationella konkurrenskraft. Eftersom Metall var löneledande på den svenska arbetsmarknaden, följde hela löneutvecklingen med och anpassades till världsmarknadsprisutvecklingen, den relativa produktivitetsokningstakten och den fasta växelkursen. Detta system, formaliserat i den s.k. EFO-modellen eller The Scandinavian model, fungerade väl så länge våra viktigaste handelspartner inte hade stora svängningar i sina reala växelkurser mot dollarn.

Under andra halvan av 1980-talet förändrades emellertid de grundläggande villkoren successivt, men snabbt. Valutaregleringarna kritiserades (med all rätt) för att de hindrade en tillväxtfrämjande global integration och höll på att avskaffas av sådana skäl under tryck från OECD och IMF. Därtill kom att utvecklingen på de finansiella marknaderna gjorde det allt svårare att faktiskt kontrollera kapitalrörelserna. Hålen i regleringssystemet blev allt större och den svenska avregleringen av de internationella kapitalrörelserna kom därför att gå mycket fortare än någon, inklusive regering och Riksbank, hade tänkt sig. De allra flesta ekonomer i landet, inklusive mig själv, fortsatte emellertid att helhjärtat stödja försvaret av kronkursen under slutet av åttiotalet och fram till kronans fall (eller åtminstone fram till sensommaren 1992), trots att den internationella miljön hade förändrats så radikalt.

Intellektuell beredskap för flytande växelkurs

Det väckte naturligtvis betydande förvåning hos allmänheten, när majoriteten av ekonomerna i landet snabbt vände på klacken efter kronans fall och konstaterade att ett system med flytande krona inte var någon dum lösning. Störst uppseende väckte det nog att den av allmänheten mest aktade ekonomen, Assar Lindbeck, nästan omedelbart hälsade den nya växelkursregimen med vad som uppfattades som tillfredsställelse. Den snabba anpassningen framställdes av somliga kommentatorer som närmast omoralisk.

Att allmänheten ställde sig kritisk till ekonomernas snabba svängning var naturligt. Själva poängen med en normbaserad stabiliseringspolitik är ju att hålla sig till den när det uppstår svårigheter. Jag, och säkert alla andra ekonomer som hade anledning att ägna sig åt frågan, såg de spänningar som hade uppstått och insåg att de stora internationella kapitalrörelserna hade skapat en ny situation, men vi trodde och hoppades att det skulle visa sig möjligt att med stramare ekonomisk politik, ett nytt skattesystem och, på slutet, en dos av interndealvering behålla den nominella växelkursen och därmed bringa den svenska ekonomin i takt med omvärlden. Vi underskattade både spänningarna och de krafter som nu var i rörelse.

I nationalekonomernas akademiska diskussioner fanns däremot hela tiden flytande växelkurs som ett intressant alternativ. Den s.k. Mundell-Flemingmodellen med dess jämförelse av penning- och finanspolitikens effekter under flytande respektive fast växelkursregim tillhörde den etablerade visdomen, och internationellt ledande starkt opinionsbildande ekonomer som Milton Friedman och Harry G. Johnson hade förespråkade flytande växelkurser under årtionden. Som *Ekonomisk Debatts* förste redaktör lät jag översätta den senares uppsats ”Argumenten för flexibla växelkurser” och publicera den redan i nummer tre av tidskriftens första årgång (Johnson 1973). Under åttiotalet studerades sådana lösningar som kom att praktiseras av ett antal länder. När kronan föll hade t.ex. Kanada, ett land som Sverige i många avseenden liknar, liksom Nya Zeeland redan flytande växelkurs med inflationsmål och erfarenheterna av dessa institutionella lösningar hade rönt stort intresse.

Monetarismen som hade haft en ganska stark ställning bland ekonomer under 1970- och 80-talen hade ju erbjudit en tydlig norm i form av ett mål för penningmängden. Problemet var emellertid att den finansiella revolutionen tycktes ha försvagat det tidigare nära sambandet mellan penningmängd och prisnivå. Att i stället välja ett mål för inflationstakten var därför också en lösning som det redan fanns en intellektuell beredskap för. Själv hade jag ända sedan sextiotalets slut betraktat flytande växelkurs som en principiellt överlägsen lösning, men samtidigt sett den som tills vidare omöjlig att välja i ett land där EFO-modellen dominerade partiernas och arbetsmarknadsorganisationernas tänkande.

Historiens list

Genom historiens list hade vi alltså nu hamnat i en penningpolitisk regim som de flesta ekonomer redan var intellektuellt förberedda för. Därtill kom att vi var på väg mot EU-medlemskap och därmed fick ett institutionellt-politiskt stöd från EU-fördragen för en självständig centralbank, vilket är en oundgänglig beståndsdel i denna penningpolitiska regim. Genom kronfallet återställdes vidare konkurrenskraften för K-sektorn, vilket gjorde det möjligt att börja

sanera statsfinanserna utan att förvärra recessionen och eftersom vi hade extremt stora lediga resurser föll inflationstakten snabbt ner till den målsatta tvåprocentnivån.

Eftersom byggsektorn nu fick arbeta i en ekonomi med positiva realräntor efter skatt och fastighetsbeståndet hade byggts ut kraftigt före krisen, var denna inflationshärd släckt för åtminstone ett årtionde framåt. Under slutet av 1993 började konjunkturen vända uppåt i Europa och den svenska industrin var mycket konkurrenskraftig efter hårda rationaliseringar och ett kraftigt kronfall. Detta i förening med en kraftig uppgång i hushållssparandet och en snabb neddragning av de offentliga budgetunderskotten ledde till ett stort bytesbalansöverskott som dels genererade ett betydande valutainflöde, dels bidrog till att förstärka förtroendet för kronan och för den nya penningpolitiska regimen.

Den nya penningpolitiska regimen ter sig som ett driftsäkert system

Marknadens förtroende var dock inte så lätt att erövra av flera olika skäl. För det första förelåg en betydande skepsis mot tanken på en självständig riksbank i arbetarrörelsen, vilket innebar att det inte uppfattades som helt säkert att den nya regimen var politiskt hållbar i längden. Så småningom kom denna skepsis att röjas undan och förbytas i en närmast entusiastisk uppslutning från t.ex. LO:s sida.

För det andra förutsätter den nya penningpolitiska regimen att finanspolitiken sköts så pass ansvarsfullt att inte bördan på penningpolitiken blir orimligt stor och under den borgerliga regeringens sista år vid makten var det inte uppenbart att detta villkor skulle komma att uppfyllas. Socialdemokraterna pläderade i opposition för stimulansåtgärder av typ momssänkning under våren 1994 och Ny demokrati började gå emot regeringen och med oppositionen för att profilera sig inför det kommande valet. Strax före valet gick emellertid socialdemokraterna ut med förslag till ett mycket kraftfullt saneringsprogram (Perssonplanen), som sedan fullföljdes med mycket stor kraft i regeringsställning.

För det tredje drog Riksbanken på sig mycken kritik både från arbetsmarknadens parter och många ekonomer för att driva en alltför stram penningpolitik under åren 1993–1995. Jag hörde själv till dessa kritiker. Vår poäng var att vi hade mycket stora lediga resurser, ett stort produktionsgap, och att det därför inte fanns anledning att hålla tillbaka den totala efterfrågan så hårt som Riksbanken valde att göra. Denna kritik skapade naturligtvis ett intryck av att riksbanksledningen var ifrågasatt och kan ha haft negativa konsekvenser för det förtroendeuppbyggande för den nya penningpolitiska regimen som pågick. Jag kan dock inte se att det fanns något val. Även nu med historiens facit i hand, finner jag att det fanns ett tydligt utrymme för en lättare penningpolitik under dessa år. Motargumentet är naturligtvis att förtroendeuppbyggandet kanske krävde en från resursutnyttjandesynpunkt alltför hård penningpolitik under en inkörningsperiod. Vi har ju en analogi idag med ECB som allmänt bland ekonomer anses driva en för stram penningpolitik i samma syfte, dvs. att bevisa att ECB-ledningen inte viker sig för krav från Tyskland eller Italien.

Från början av 1996 kan man dock säga att det nya systemet med en självständig riksbank med inflationsmål har varit i normaldrift. Och det har fungerat väl! Förtroendet för systemet har successivt befasts, Riksbanken har varit tydlig, öppen och konsekvent i sina uttalanden och åtgärder. Inflationsmålet har uppnåtts och systemet har fungerat både i millennieskiftets högkonjunktur och i den lågkonjunktur som följt därefter. Börsbubblans uppblåsning och punktering har inte skakat systemet och inflationsförväntningarna ligger där de skall ligga. Den svenska tioårsräntan ligger en halv procent högre än den tyska, vilket rimligen återspeglar det faktum att Riksbankens inflationsmål är 2 procent i genomsnitt över en konjunkturcykel, medan ECB:s är högst 2 procent. Skillnaden mellan dessa båda mål kan antas ge drygt en halv procent lägre inflation i euroområdet än i Sverige om marknaden tror att båda centralbankerna kommer att kunna upprätthålla sina mål under de närmaste tio åren. Detta betyder att realräntan är densamma i Sverige som i euroområdet, vilket är vad man bör vänta sig vid fria kapitalrörelser. Möjligen skulle man ha trott att den svenska tioårs-

räntan skulle ligga ännu några punkter högre, eftersom likviditeten i svenska statsobligationer rimligen är något lägre än i tyska.

Den svenska styrräntan å andra sidan ligger i dagsläget, dvs. våren 2003, liksom den brittiska, en procentenhet över ECB:s, vilket återspeglar att den brittiska och den svenska ekonomin inte är i fas med euroområdet, utan behöver en stramare penningpolitik just nu. Eftersom ECB, med rätta enligt min mening, dessutom anklagas för att hålla för hög ränta i relation till den samhällsekonomiska balansen i euroområdet, är tydligen behovet av olika penningpolitik än större. Vi kan också notera att sedan dollarns växelkurs mot europeiska valutor nådde en toppnivå i slutet av oktober år 2000 har den fram till mitten av februari 2003 fallit med 24 procent mot euron men med endast 18 procent mot kronan. Detta återspeglar förhållandet att Sverige är närmare kopplat till dollarområdet än euroländerna är och att den svenska kronan därför, under i övrigt lika förhållanden, tenderar att få mindre svängningar mot dollarn än de häftiga utslag som euron får. Detta är ett mycket önskvärt förhållande för en liten, extremt öppen, ekonomi som inte är lika starkt knuten till den kontinentaleuropeiska utvecklingen som t.ex. Österrike eller Holland.

Vi kan alltså konstatera att vi efter den stormiga epoken från Bretton Woods-systemets fall i början av sjuttioalet fram till kronfallet den 19 november 1992 nu har etablerat en välfungerande och demokratiskt genomlyst penningpolitisk regim anpassad för vår tids globala marknadsekonomi och anpassad till de krav som svensk ekonomisk struktur och svensk politisk kultur ställer. Normala försiktighetsprinciper talar därför för att vi bör fortsätta med den regimen och inte kasta oss in i ett europeiskt högriskprojekt som har kommit till i syfte att bevara den fransk-tyska maktbalansen i Europa efter den tyska återföreningen snarare än för att skapa ett lämpligt valutaområde.

Det finns skäl därför skäl att avsluta denna uppsats med en parafra på den mening med vilken Cato maior mot slutet av sin bana avslutade alla sina tal till den romerska senaten:

*Praeterea censeo adiunctionem EMU esse repudiandam!*⁷

Referenser

- Dennis, Bengt (1998), *500 %*, Bokförlaget DN.
- Johnson, Harry G. (1973), "Argumenten för flexibla växelkurser", *Ekonomisk Debatt* nr 3, 1973.
- Lundberg, Erik (1963), "Varför har Sverige inga allvarliga valutaproblem", *Fagersta forum* nr 1, 1963.
- Lundgren, Bo (1998), *När bubblan brast*, Bokförlaget DN.
- Lundgren, Nils (1992), "Kronans fall nära", *DN Debatt*, 28/9.
- OECD Economic Outlook*, Volym 2002/2, nr 72, december.
- Wallander, Jan (1994), "Bankkrisen – Omfattning. Orsaker. Lärdomar", i *Bankkrisen*, Bankkriskommittén, Finansdepartementet, Stockholm.

7. För övrigt anser jag att EMU-anlutning bör avvisas! Jag är fullt medveten om att Sverige i en formell mening redan är med i EMU och att det som i svenskt språkbruk kallas EMU-anlutning, att gå med i EMU osv. formellt därför bara avser frågan om landet skall delta i EMU:s tredje steg genom att införa den gemensamma valutan. I svenskt språkbruk används dock inte termen så. Där avser EMU-anlutning just det tredje steget och denna uppsats är skriven på svenska språket. Samma uppfattning drivs i SOU 2002:16 Stabiliseringspolitik i valutaunionen, där den första fotnoten i betänkandet slår fast: "I betänkandet används genomgående EMU-medlemskap som synonymt med ett deltagande i valutaunionen. Även om detta språkbruk formellt är något oegentligt är det praktiskt och ansluter till vedertagen praxis.

9. Lär av inflationsmålet!

Den 19 november 1992 kl 14.28 befann jag mig i handlarrummet på Postgirot, på den avdelning där handel med statspapper äger rum. En högljudd diskussion fördes om huruvida de olika krispaket som lanserats under den senaste, nervösa tiden skulle vara nog för att rädda kronan och vilka effekter på räntorna de skulle få. Argumenten var många och oenigheten påtaglig. Mitt i larmet sade en av handlarna – Gert – kolugnt »Kronan flyter«.

Han var den som först sett Reutertelegrammet om att Riksbanken givit upp kronförsvaret. Kanske var det lugnet i hans röst som fick alla att stanna upp och kippa efter andan; två sekunders total tystnad följde. Därefter larm, skrån, kakafoni, stolar som vältes, hysteriska skratt – och därpå tio personer som samtidigt skrek »Köp! Köp!« så högt de kunde.

De tankeled som omedvetet rann genom de närvarandes hjärnor under dessa två sekunder var dessa: Om kronan tillåts flyta, behövs inte längre skyhöga styrräntor för att försvara växelkursen. Fallande räntor betyder i sin tur att priset på obligationer stiger. Alla på marknaden kommer att dra samma slutsats. Därför gäller det att omedelbart köpa på sig svenska obligationer, innan alla andra hinner göra det.

Så tänker »marknaden«. Resultatet blev i detta fall att obligationspriserna steg och att räntorna – såväl korta som långa – föll som en sten. Penningmarknaden var glad som en räv i en hönsgård.

Få noterade att denna dag, den 19 november 1992, också var på dagen 50 år sedan den sovjetiska motoffensiven vid Stalingrad

1. Jag vill tacka Anders Borg, Jens Henriksson, Lars Jonung, Pernilla Ström och deltagarna i seminariet den 19.11.2002 för kommentarer till ett tidigare utkast till detta kapitel.

inleddes – den som så småningom knäckte tyskarna och vände det andra världskriget. På själva 50-årsdagen fick vi således ett den svenska fastkurspolitikens Stalingrad; slutet på många försök att knyta kronan till en hårdvaluta och försvara den med höga räntor.

Sedan dess – i tio år – har Sverige haft rörlig växelkurs. Systemet har, säger alla ekonomer i bedövande kör, varit framgångsrikt. Efter initiala vändor har Sverige till slut fått låg inflation och finansiell balans.

Ändå diskuterar Sverige nu att byta växelkursregim igen. Denna gång gäller det att slopa kronan helt och hållet och träda in i den europeiska valutaunionen. För egen del är jag för en övergång till euron. Men jag menar också att det finns viktiga lärdomar att dra av åren med rörlig växelkurs – och i synnerhet av hur inflationsmålet efter hand kommit att backas upp av ett väl fungerande stabiliseringspolitiskt regelverk. De viktiga slutsatserna kan anges redan här:

- ♦ Det är inte den rörliga växelkursen i sig som varit skälet till att Sverige haft en förhållandevis stabil ekonomi de senaste åren utan den stabiliseringspolitiska regimen i dess helhet, och framför allt att beslutsfattande politiker vidtagit åtgärder och byggt upp institutioner som gjort pristabilitet trovärdig som mål för stabiliseringspolitiken.
- ♦ Riksbankens ökade självständighet, inflationsmålet samt de stramare ramarna för budgetpolitiken är de viktigaste ingredienserna i den nuvarande stabiliseringspolitiska regimen. Vad gäller penningpolitiken är det särskilt viktigt att notera hur den fått ett tydligt mål (en inflation runt 2 procent), ett väl definierat medel (styrräntan) och en tydlig beslutsregel (höj räntan om inflationsprognosen på två års sikt pekar på en inflation över målet, sänk vid motsatsen), och att Riksbankens beslut fattas av en härför särskilt utnämnd grupp experter (direktionen) under stor transparens (inflationsrapporter och protokoll från mötena).
- ♦ Går Sverige med i valutaunionen bör vi arbeta för att refor-

mera stabiliseringspolitikens institutioner i samma riktning – både på nationell nivå och inom EMU som helhet. Någon nationell penningpolitik kan ej bedrivas i valutaunionen eftersom räntan sätts av den gemensamma centralbanken; i stället blir finanspolitiken viktigare på nationell nivå. Men finanspolitiken bedrivs inte lika effektivt som penningpolitiken. Stabiliseringspolitiska överväganden blandas med fördelningspolitik och en rad andra insatser på ett svåröverskådligt sätt.

- ♦ Finanspolitiken kan göras betydligt mer effektiv, om den drar lärdomar från den framgångsrika penningpolitiken under senare år. Finanspolitiken bör därför ges ett regelverk och en mer robust institutionell ram, som ger en högre grad av stabiliseringspolitisk effektivitet. Stabiliseringspolitiska instrument bör lyftas ur den övriga budgetpolitiken och delegeras till en särskild institution som följer en tydlig beslutsregel för att stabilisera den nationella ekonomin – så som varit fallet med penningpolitiken under de gångna åren.
- ♦ På unionsnivå gäller det att öka transparensen för centralbanken ECB i enlighet med lärdomarna av den svenska penningpolitiken.

Varför sprack fastkursen?

Fram till 1992 företogs upprepade försök att hålla fast växelkurs. Under 1950- och 60-talen skedde detta inom ramen för Bretton Woods-systemet med dollarn som ankare. Därpå knöts kronan i omgångar till D-marken, till en korg av handelsvalutor och slutligen till écu – den »syntetiska« valuta som under 1990-talets inledning var en föregångare till euron. Syftet var att dämpa den inhemska inflationen. Trovärdig fast växelkurs skulle vara ett »intermediärt mål«; om alla accepterade det skulle lönekrav och prissättning anpassas, så att svensk inflation blev låg.

Men växelkursmålet fick aldrig trovärdig status som ankare. Ett skäl var att den fasta kursen i sig saknade legitimitet som överord-

nat mål; när den kom i konflikt med andra mål som sysselsättning och lönekrav fick fastkursen vika. Resultatet blev, som bekant, en serie inflationsvågor under 1970- och 80-talen, följda av devalveringar och ytterligare inflation. För varje ny devalvering underminerades trovärdigheten för nästa försök att återupprätta den fasta växelkursen.

Det nya i situationen 1992 var att kredit- och valutamarknaderna avreglerats. Varken ansvariga myndigheter (Riksbanken och finansdepartementet) eller ekonomer insåg vilka krafter som släppts loss. I efterhand kan vi dock konstatera att avregleringarna gav fastkurssystemet dödsstöten. Kapitalflödena blev alltför stora för att den fasta kursen skulle kunna bevaras – den var inte förenlig med den budget- och inflationspolitik som bedrevs i Sverige under den senare hälften av 1980-talet.

Valutakriserna i Europa under 1992-93 blev de första av en serie kriser som under det senaste decenniet klart demonstrerat hur riskfyllt det är att välja en fast växelkursregim och samtidigt avreglera valutamarknaden. Med stora och snabba valutaflöden kan det bli omöjligt för centralbanken att försvara växelkursen: Om landets ekonomi väcker misstroende kan följden på en avreglerad marknad bli mycket stora utflöden, som kräver extremt hög ränta för att stoppas. Den höga räntan förvärrar vanligtvis de ekonomiska problemen ytterligare. Alla stater som ger sig in i den avreglerade världsekonomin och försöker hålla fast växelkurs måste därför spela vad som kallas »the confidence game«. De måste till varje pris bevara finansmarknadernas förtroende.

Det svenska kronfallet i november 1992 var en följd av att detta förtroende eroderades: Allt fler aktörer sålde kronor. Till att börja med var utflödet främst defensivt, då företag ville bevara värdet på sina tillgångar även efter en möjlig nedskrivning av kronan (och därför sålde kronor för att köpa utländsk valuta). Men när en devalvering efterhand framstod som alltmer oundviklig, förekom också att såväl inhemska som utländska aktörer tog aktiv position för en svagare krona (t.ex. genom att sälja kronor till dagspris för att köpa tillbaka dem till ett lägre, framtida pris på terminsmarknaden). Ju längre oron bestod, desto fler utländska aktörer deltog i

spekulationen mot den fasta kursen. De flöden som därvid uppkom var långt mer omfattande än de svenska myndigheterna räknat med.

Läxan – att en centralbank i ett litet land med avreglerade marknader bara har en bråkdel av den internationella valutamarknadens resurser och att de politiska beslutsfattarna inte bör förutsätta någon nationell lojalitet från de egna storföretagen och än mindre från de internationella – är väl känd i dag. Men då blev den ett smärtsamt uppvaknande för dem som tidigare levit i en relativt skyddad värld med valutaregleringar och fasta men justerbara kurser.

Rörlig växelkurs i teori och praktik

En vanlig slutsats är att fasta men justerbara växelkurser bör undvikas. I stället måste ett litet, utrikeshandelsberoende och avreglerat land (som Sverige) göra ett mer tydligt val: *Antingen* rörlig växelkurs *eller* så går man till den andra ytterligheten och låser sig så fast vid någon annan ankarvaluta att marknaden inte kan tvivla på trovärdigheten. I fallet Sverige 1992 fanns inget annat alternativ än rörlig kurs. Kronkollapsen den 19 november medförde därför byte till en regim med rörlig kurs.

Faror eller möjligheter?

Till att börja med var nervositeten i Riksbanken och finansdepartementet stor – icke utan anledning. Rörlig valutaregim med avreglerade marknader medför finansiell volatilitet. Stora valutaflöden kan ge betydande kursrörelser. För en liten och öppen ekonomi som den svenska, där exporten uppgår till uppemot hälften av BNP, finns därmed risk för reala störningar; exporten och importen kan påverkas menligt av stora växelkursfluktuationer, vilka dessutom kan ge vågor av importerad inflation – som i sin tur tvingar fram ränterörelser, både på marknaden och vad gäller Riksbankens styrränta. Räntesvängningarna kan i sin tur störa investeringsbesluten i näringslivet – och därmed både sysselsättning och tillväxt.

Den hotbilden är dock inte självklar. Åtskilliga nationalekonomer förespråkar rörliga växelkurser med motiveringen att marknadens prissättning är att föredra framför en låst växelkurs som bestäms av politiker och myndigheter. I ekonomernas jämviktsmodeller är rörlig växelkurs sällan något problem. Växelkursen avspeglar marknadernas värdering av valutan, och med väl informerade och rationella aktörer finns ingen anledning att misströsta om felprissättning eller farliga konsekvenser av sådan. Tvärtom utgör marknadens prissättning av valutan en viktig signal till politiker och centralbankirer. En rörlig kurs kan dessutom fungera som buffert; om landet drabbas av en ekonomisk störning kan en sjunkande valuta medföra ökad konkurrenskraft för exportindustrin så att störningen därigenom mildras. De ekonomer som argumenterar för fortsatt rörlig växelkurs använder ofta just detta argument, nämligen att marknadens värdering av kronan dels förmedlar information till Riksbanken och regeringen om Sveriges framtidsutsikter, dels verkar som en stötdämpare som mildrar de reala störningarna i ekonomin.

Hur sätts priserna på valutamarknaden?

Tio års praktisk erfarenhet av finansiella marknader säger mig att den rörliga växelkursens signalsystem inte fungerar lika harmoniskt i verkligheten som i teorin. Förväntningar (som kan slå in eller inte), gruppsykologi, kortfristiga belöningsystem och andra faktorer medför att valutamarknaderna kan svänga kraftigt, av skäl som ligger långt från »fundamenta« såsom inflation, tillväxt och utrikeshandel. Det gör att »signalerna« från marknaden till de politiska beslutsfattarna ofta är svårtolkade, i alla fall vad gäller växelkursens kortsiktiga rörelser.

Ett problem är ofullständig information. Finansiella tillgångar är en fordran på framtiden; aktier och obligationer ger ett flöde av inkomster i form av utdelning och ränta under kommande år. Därmed spelar förväntningarna om framtiden – konjunkturprognoser, vinstprognoser och bedömningar av den ekonomiska politiken – en avgörande roll för priserna på finansmarknaderna. Och efter-

som prognoser är osäkra – och ofta ändras – blir också prisbildningen präglad av osäkerhet och ryckighet.

Handeln med valutor påverkas av utrikeshandelns utveckling, men i ännu högre grad av handeln med värdepapper och på kort sikt av hur denna handel ger upphov till en rad följdväxlingar och flöden. Valutakurserna är därmed utsatta för en kaskad av olika förväntningsskiften på olika marknader och tillgångsslag. I praktiken styrs kurserna långt mer av hur värdepappersförvaltare väljer att omallokera sina portföljer än av utrikeshandeln. Eftersom växelkursen är ett relativpris (kronans kurs sätts ju gentemot andra valutor), påverkas dessutom förväntningarna rörande en viss valuta av hur marknadsaktörerna ser på andra valutor. Växelkursprognoser måste därför utgå från förväntningar om hur handel och tillväxt för en viss nation utvecklas i förhållande till andra nationer, samt från en analys av hur avkastningen på värdepapper av olika slag utvecklas i förhållande till avkastningen på motsvarande värdepapper denominerade i andra valutor. I det korta perspektivet tillkommer också frågan hur olika aktörers valutainnehav förhåller sig till den »valutarisk« de vill ha – avvikelser på denna punkt ger ytterligare kortfristiga kursrörelser.²

Till detta kommer att tillgångspriser ändras snabbare än inflationstakt och ekonomisk tillväxt. En ekonomisk-politisk kursändring medför därför ofta en omedelbar initial förändring av de finansiella priserna, medan den reala ekonomins anpassning tar längre tid. När denna reala anpassning sedan gradvis genomförs, får den nya effekter på de finansiella variablerna. Resultatet blir ofta att priserna på de finansiella marknaderna i ett första skede rör sig snabbt åt ett håll, varefter följer en långsammare återgång åt andra hållet. Den processen kallas i den ekonomiska litteraturen för »overshooting« och är särskilt tydlig på valutamarknaden.

2. Om en kursrelation ändras snabbt, förskjuts ju värdet på företagets, bankens eller pensionsfondens tillgångar; om denna rörelse inte är väntad eller önskad, kommer placeringen i fråga att genomföra nya valutatransaktioner för att korrigera för den ändrade risken. En viss rörelse på valutamarknaden ger därför nästan alltid upphov till en lång rad av följdtransaktioner, som påverkar växelkursen igen, ofta åt ett annat håll än den ursprungliga rörelsen.

Därutöver sker marknadsrörelser som härrör från psykologiska faktorer. Belöningsystemen – löner och bonussystem för aktörerna på finansmarknaden – befördrar i praktiken ofta passivt flockbeteende. Den aktör som på något sätt lyckas påverka flocken kan tjäna stora belopp, varför åtskilliga marknadsaktörer systematiskt agerar just för att få ett genomslag på stämmingsläget. Det påverkar tillgångspriserna, något som i sin tur får reala effekter, vilka i nästa led påverkar tillgångspriserna igen, osv. På en sådan marknad finns inte bara en jämviktslösning; i stället kan rörelserna på valutamarknaderna resultera i vad ekonomerna kallar »multipla jämvikter«, där det i förväg är omöjligt att veta var växelkursen hamnar.³ Resultatet blir volatila – svängiga – marknader, där kurserna kan röra sig i stora slag utan att »fundamenta« ändrats.

Inflationsmålet och stabiliseringspolitikens institutioner

Valutavolatilitet kan således ge ekonomiska störningar. Den skapar svårigheter för enskilda företag genom kraftigt fluktuerande exportintäkter, importutgifter och kast i börsvärden och balansräkning m.m. När Sverige lämnade den fasta växelkursen i november 1992 rådde stor osäkerhet beträffande hur allvarliga dessa problem kunde bli och hur hårt en väntad kronvolatilitet skulle slå mot inflation och tillväxt.⁴ Några fruktade en obehaglig period framöver.

Inflationsmålet

Utvecklingen har emellertid blivit betydligt bättre än vad de flesta då befarade. Ett skäl är att Riksbankens ledning, uppbackad av

3. För en ögonvittnesbeskrivning av hur det går till när en stor aktör tar position och driver marknaden, se Soros (1994).

4. Ett exempel på hur oberoende ekonomer försökte orientera sig i den nya omgivningen var SNS konjunkturrådsrapport 1993 »Fast kurs med rörlig krona«. Den skrevs mitt under brinnande valutakris senhösten 1992, och jag minns fortfarande hur osäkra vi (jag var en av författarna) var när det gällde hur utsatt den svenska ekonomin skulle vara i förhållande till en rörlig krona.

regering och riksdag bytte penningpolitiskt ankare. Den fasta växelkursen ersattes av ett inflationsmål. Redan den 14 januari 1993 kunde Riksbanksfullmäktige besluta om nya riktlinjer för penningpolitiken. Inflationstakten skulle från och med 1995 hållas vid 2 procent. Åren 1993 och 1994 utgjorde en insvägningsperiod, då penningpolitiken skulle utformas så att det nya inflationsmålet skulle kunna nås efter två år.

Andra författare beskriver i denna antologi konkret hur detta gick till och vilka överväganden som ledde fram till beslutet. De – och andra – hyllar med rätta den snabba omläggningen av penningpolitiken i en svår situation. Det vore dock fel att påstå att den positiva utvecklingen därefter automatiskt eller rätlinjigt har följt på grund av inflationsmålet. Utifrån min utsiktspunkt på finansmarknaderna vill jag hävda att det avgörande inte var det nya inflationsmålet i sig, utan fastmer att detta sedermera underbyggdes med trovärdiga åtgärder och transparenta institutioner.

Distinktionen kan synas fin, men den är central. Att politiskt tillsätta centralbankirer och fullmäktigeledamöter talar vackert om ett mål för inflationen är inget som i sig imponerar på cyniska finansmarknadsaktörer. Att regering och riksdag under de följande åren visade att de var villiga att backa upp målet med nödvändiga åtgärder och institutionella förändringar var däremot viktigt.

Faktum är nämligen att inflationsmålets trovärdighet inledningsvis var låg. De inflationsprognoser som skrevs i början av 1993 spådde i allmänhet betydligt högre inflation än den målsatta, inte bara för 1993 och 1994 utan också på längre sikt. De flesta prognosmakare räknade med en inflation klart över 5 procent 1993, och penningmarknadens inflationsförväntningar låg över 4 procent på både två och fem års sikt – och detta trots att arbetslösheten fyrdubblats under 90-talets inledning.⁵ Riksbanken kämpade således i rejäl motvind.

Huvudskälet till prognosmakarnas och marknadens skepsis var finanspolitikens utformning samt erfarenheterna av tidigare politiska omsvingningar. I ett läge där kronan försvagats rejält och den

5. Se Bengt Dennis uppsats i denna volym.

importerade inflationen således kunde väntas stiga, ökade samtidigt budgetunderskottet kraftigt. En viss ökning kunde motiveras i det rådande svaga konjunkturläget⁶, men uppgången av underskottet blev så snabb att den för en utomstående tydde på att den sittande koalitionsregeringen börjat tappa greppet. Marknadsräntorna som direkt efter kronfallet sjunkit i förhållande till omvärlden började därför stiga igen. Under den internationella ränteuppgången 1994 steg de klart mer än i omvärlden. Inför valet hösten 1994 översteg räntedifferensen mellan svenska och tyska statsobligationer 4,5 procentenheter.

Denna differens måste tolkas som en växande politisk riskpremie och en klar misstro mot det nya inflationsmålet. Åren 1993–94 dominerades den ekonomisk-politiska debatten i Sverige av farhågorna för en annalkande »skuldfälla«, där galopperande statsskuld i kombination med höga realräntor obönhörligen skulle driva upp skuldbördan till en nivå, där det enda återstående medlet att betala av den skulle bli att släppa fram en hög inflation för att urholka realvärdet av skulden.⁷

Marknaderna tvivlade med andra ord på att Sveriges politiker verkligen skulle våga strama upp finanspolitiken tillräckligt för att göra Riksbankens inflationsmål trovärdigt. Politikerna hade ju tidigare aldrig lyckats försvara den fasta växelkursen utan fört en budgetpolitik som de facto var oförenlig med fast kurs. Varför – resonerade skeptikerna – skulle inflationsmålet hållas, när tidigare uppsatta mål om fast växelkurs släppts? Själv minns jag hur marknaden vid denna tid översköljdes av mer eller mindre seriösa analyser av hur budgetunderskottet skulle stiga till oräkneliga miljarder, varefter skuldfällan skulle slå igen.

Följden blev inte bara hög ränta, utan också en fortsatt depreciering av kronan. Den 18 november 1992 var kronans handelsvägda kurs (TCW) 100, dagen efter stängde marknaden på index 112, och

6. Jonung (1999).

7. Ett exempel på det rådande klimatet var deklarationen av Skandias dåvarande VD sommaren 1994 att Skandia på grund av osäkerheten om budgetutvecklingen under en tid avstod från att köpa svenska statspapper. I media blev detta till en »bojkott« av svenska staten.

därefter fortsatte nedgången, under ryckig handel. Under augusti 1994, då osäkerheten inför valet var som störst låg TCW runt 130 – en påtagligt svagare krona än då inflationsmålet proklamerats halvtannat år tidigare.

Den nya stabiliseringspolitiska regimen

Det avgörande brottet med den gamla svenska inflationspolitiken var därför inte 1992, då kronan föll och Sverige gick till rörlig växelkurs – det var ju ett nederlag, en åtgärd som innebar flykt från det gamla men inte innehöll någon ny grund att stå på. Brottet med det förflutna kom, som framgått av redogörelsen ovan, inte heller 1993, då inflationsmålet antogs av Riksbanken. Detta brott skedde i stället 1995, då fyra avgörande händelser inträffade:

- ♦ *Riksbanken blev mer självständig.* Den politiska styrningen blev indirekt och inskränktes till makten att utnämna Riksbankens ledning. Samtidigt förbjöds denna ledning att ta emot instruktioner från utomstående om hur penningpolitiken skulle bedrivas. Därmed ökades radikalt sannolikheten för att Riksbanken faktiskt skulle våga och kunna genomdriva den räntepolitik som krävdes för att nå inflationsmålet. Riksbanken hade inte bara fått ett tydligt och mätbart mål, utan nu också – efter viss fördröjning – utrustats med de maktmedel som krävdes för att kunna nå målet. Gradvis utvecklades inom denna nya ram de verksamhetsformer som kännetecknat den nya, självständiga Riksbanken, med inflationsrapporter, direktionsprotokoll och bättre kommunikation om hur räntevapnet används för att uppnå inflationsmålet.
- ♦ *Budgetprocessen stramades upp* genom en rad olika beslut. De viktigaste var att riksdagen framgent skulle fastställa nominella utgiftstak, att finansutskottet fick en starkare ställning, att rullande treårsbudgetering infördes, samt att behandlingen av statsbudgeten i riksdagen inte längre splittrades upp i en rad småbeslut, utan att omröstningen

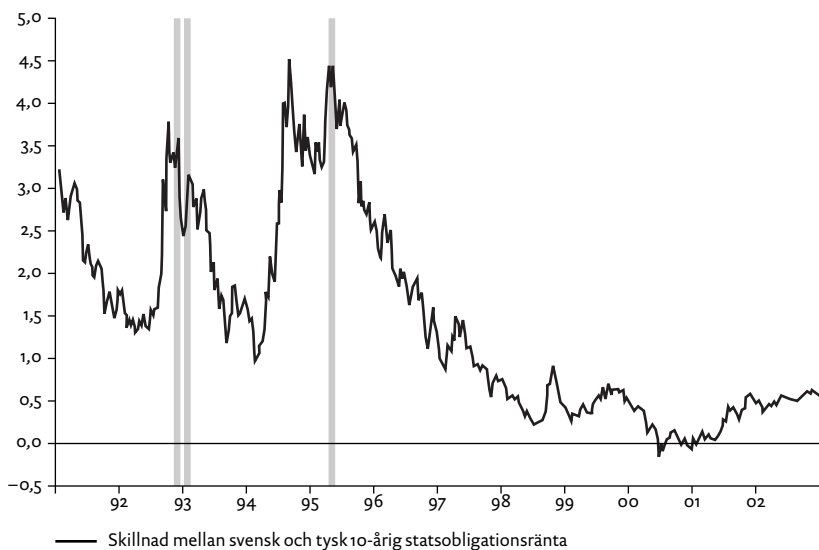
skulle gälla helheten. Därmed förbättrades transparensen och stadgan i budgetprocessen dramatiskt. Dessförinnan hade Sverige haft en av Europas slafsigaste budgetprocesser; efter reformerna har Sverige kunnat ståta med en av de mer stabila.

- ♦ Under 1995–1996 drevs också en *hårdhänt saneringspolitik*, som snart bringade ned budgetunderskottet och fick statskulden under kontroll. Programmet omfattade drygt 120 miljarder kronor och inkluderade en rad impopulära åtgärder, såsom sänkta ersättningsnivåer i socialförsäkringarna.
- ♦ *Sverige gick med i EU*, skrev under Maastrichtfördraget och antog våren 1995 ett första konvergensprogram för att på sikt kunna kvalificera sig till valutaunionen EMU. Därmed gjorde Sverige internationellt bindande utfästelser att hålla nere inflationen, budgetunderskottet och statsskulden.

Detta blev en vändpunkt. Summan av de institutionella reformerna och den sparpolitik som bedrevs 1994–96 övertygade finansmarknaderna om att de ekonomisk-politiska beslutsfattarna numera var inriktade på låg inflation och statsfinansiell sanering. Resultatet blev ett markant fall av obligationsräntorna. Figur 9.1 visar hur den 10-åriga räntespreaden mot Tyskland föll ihop från 450 punkter ned till de ca 50, där den därefter med smärre variationer legat kvar.

Sverige spelade således vid denna tidpunkt »the credibility game« med stor framgång. Jag minns tydligt stämmingsomslaget på marknaderna under denna tid. En illustration: Vid ett kundmöte i New York med en stor amerikansk investerare våren 1995 analyserade jag regeringens olika sparprogram och dissekerade budgetsiffrorna i minsta detalj, när han avbröt och frågade: »I don't care about the numbers or details. The fundamental question is whether Mr Persson has enough guts? Will he do what's necessary?« Frågan kan förefalla såväl brutal som banal, men den går onekligen rakt på sak. Jag funderade och svarade: »Jo, jag tror Persson menar allvar. Han kommer att eliminera underskottet.« »Bra«, sade amerikanen, »det var det besked jag hoppades på. Jag köper!«

Procentenheter



FIGUR 9.1. Räntespread Sverige-Tyskland 1991–2002

Not: De vertikala linjerna anger 1) kronfallet i november 1992, 2) Riksbanken antar inflationsmålet januari 1993, 3) Sverige undertecknar konvergensprogrammet våren 1995.

Jag drog för egen del precis samma slutsats. Våren 1995 var i och för sig en stökig period. Barings- och Mexikokriserna skapade en flykt från placeringar med hög risk. Svenska statspapper och kron-denominerade tillgångar bedömdes vid denna tidpunkt fortfarande som riskfyllda – föga förvånande, med tanke på vad som skett under de föregående 20 åren och med tanke på att den viktiga stabiliseringspolitiska nyordningen just var sjösatt och ännu inte hade visat sin effektivitet. Men ränteuppgången i kölvattnet av Mexiko och Barings visade sig bli den sista. Kompletteringspropositionen 1995 och det första konvergensprogrammet samma vår blev de avgörande pusselbitar som fick mig att lägga om min egen analys. På kundmötena den våren argumenterade jag för att Sverige nu var igenom det värsta och spådde räntefall. Många åhörare var dock

fortfarande skeptiska mot den typen av prognoser efter så många års besvikelser, och jag minns hur många misstroget såg mig som alltför optimistisk.

Valutamarknaden har ben som en hare och minne som en elefant. Tidigare i detta kapitel har jag försökt beskriva hur ryckig och snabb den kan vara; erfarenheterna från mitten av 1990-talet visar också hur tungt det är för den ekonomiska politiken att återupprätta ett raserat förtroende. Inflationsmålet, Riksbankens självständighet och budgetsaneringen stagade emellertid efterhand tillsammans upp räntemarknaden. Låg och stabil inflation betyder låg nominell ränta. Det medför också lägre volatilitet på räntemarknaden och sannolikt också något lägre real ränta (eftersom riskpremien blir lägre). I denna mening har den ekonomiska politiken fungerat mycket bättre än någon väntade då, för tio år sedan.

Men beskrivningen här visar att det inte är den rörliga växelkursen som är hjälten i dramat, utan inflationsmålet – och framför allt det faktum att politiker och tjänstemän backat upp inflationsmålet med hårdhänta saneringsåtgärder och institutionella ramar mycket mer beslutsamt än de någonsin stöttade den fasta växelkursen under tidigare epoker. I den meningen är det måhända den djupa krisen i början av 1990-talet som är den djupast liggande anledningen till att inflationen knäckts.

Men det är värt att påpeka att den ekonomiska stabiliseringen sedan mitten av 1990-talet inte kunnat förmärkas på valutamarknaden. Tvärtom har, som tidigare påpekats, prissättningen på svenska kronor förblivit volatil och nyckfull, även efter det att den nya budgetdisciplinen införts och Riksbanken etablerat sin självständighet. Ett exempel är hur börsbubblan under 1999 slog igenom på kronkursen, via köp och försäljning av Ericsson-aktier. Det är ett tydligt exempel på hur kortsiktiga kast på finansmarknaderna påverkat växelkursen.⁸

Samtidigt som volatiliteten var hög fortsatte det trendmässiga kronfallet under andra hälften av 1990-talet, trots låg inflation,

8. För en mer ingående diskussion av valutamarknadens funktionssätt och erfarenheterna från 1990-talet, se uppsatserna av Pehr Wissén och mig själv i Jakobsson (2003).

trots den nya institutionella ramen för den ekonomiska politiken och trots stora budget- och bytesbalansöverskott. Under 2001 pendlade kronan runt TCW 135, en klart svagare nivå än under 1995, då den nya stabiliseringspolitiska regimen sjösattes. Valutavolatiliteten har till synes inte slagit igenom i starka inflationsimpulser eller kraftiga reala störningar, i alla fall i det korta perspektivet. Sannolikt har inflationsmålets trovärdighet efterhand medfört att de som sätter priser på den svenska marknaden i allt högre grad bortsett från vad de ser som tillfälliga kronrörelser.⁹

Men även om de kortsiktiga kasten på valutamarknaden inte tycks ha fått några påtagliga reala konsekvenser har den långsiktiga kronförsvagningen fått det. De flesta kommentatorer ser detta som något positivt: Den svaga kronan har hållit uppe exportindustrins konkurrenskraft. Men den svaga kronan har också urholkat svenskarnas reala köpkraft. Och skulle kronsvagheten bestå, kommer i alla fall undertecknad att börja frukta att omvandlingstrycket gentemot svensk industri mildras så mycket att den långsiktiga produktivitetstillväxten drabbas.¹⁰

Under det senaste året har emellertid kronan stärkts. Ett skäl är att marknaden börjat prisa in möjligheten av ett svenskt inträde i valutaunionen EMU.

EMU: En ny stabiliseringspolitisk regim

I Sveriges närområde finns sedan fyra år en reellt existerande valutaunion. Den grundades av företrädesvis politiska skäl. Men också för att medlemsstaternas medborgare och företagen i Europa skulle slippa valutavolatilitet och -växlingar. Som EU-medlem ställs nu Sverige inför frågan huruvida kronan ska ersättas av euron. Om svaret blir Ja, byter Sverige stabiliseringspolitisk regim igen.

Syftet med den här uppsatsen är inte i första hand att ta ställning

9. Detta är i alla fall Riksbankens slutsats, framförd i flera inflationsrapporter.

10. En av huvudslutsatserna i den stora produktivitetstudien SOU 1991:82 (som jag ledde) var att de upprepade devalveringarna under 1970- och 80-talen sannolikt bromsat strukturomvandlingen i näringslivet genom att duscha exportindustrin med vinster och minska drivkrafterna att nyinvestera.

till valutaunionens för- och nackdelar. Jag delar för egen del i stort den syn som är den svenska ekonomiprofessionens huvudfåra: Medlemskap i valutaunionen är politiskt önskvärt samtidigt som det ger högre potentiell tillväxt. Lägre transaktionskostnader, ökad handel, en större marknad och bättre utnyttjande av stordriftsfördelar, större möjligheter för konsumenterna att jämföra priser – allt detta talar för att en övergång till euron skulle ge en något högre potentiell tillväxt i den svenska ekonomin. Det ger i sin tur en långsiktigt högre inkomstnivå för svenska folket.

De politiska och demokratiska aspekterna ligger utanför ramarna för denna uppsats – men de är minst lika viktiga som de ekonomiska. Min personliga syn är att Sverige mer aktivt bör delta i uppbyggnaden av ett fredligt och integrerat Europa, och då blir medlemskap i valutaunionen och dess institutioner ett naturligt steg – som dessutom ligger i förlängningen av de fördrag Sverige redan undertecknat. Medlemskap innebär också större möjligheter att påverka den ekonomiska politiken i Europa. För mig är dessa politiska faktorer tillsammans med möjligheterna till en högre tillväxt det avgörande skälet att stödja ett svenskt inträde i unionen.

Behövs en nationell penningpolitik?

Nackdelen med en valutaunion är att det kan bli svårare att anpassa stabiliseringspolitiken till den enskilda nationens krav. Eftersom denna uppsats rör just stabiliseringspolitiken, så låt oss dröja vid denna invändning. Låt mig då först påpeka, att övergången till en gemensam valuta i ett viktigt avseende *ökar* stabiliteten i ekonomin, nämligen genom att en stor del av valutavolatiliteten »internaliseras«. Handeln med EMU-medlemmarna (inklusive Danmark, som har fast kurs mot euron, och de blivande EMU-medlemmarna från Östeuropa) utgör ca hälften av den samlade svenska utrikeshandeln. För de företag som handlar med Europa medför därmed övergången till euron att risken för störningar utifrån minskar.

Kostnaderna för att inte kunna föra en nationell penningpolitik beror i allmänna ordalag på hur starkt och systematiskt landets ekonomi avviker från unionens kärna. Ekonomernas debatt har

främst förts i termer av teorin om »optimala valutaområden«. Den säger att regioner bör ha en och samma valuta om strukturen är likartad och det finns fungerande utjämningsmekanismer i form av rörlig arbetsmarknad och gemensam finanspolitik. Om dessa villkor inte föreligger – om det enskilda landet skiljer sig påtagligt från unionens kärna – kan kostnaderna för det enskilda landet bli stora, om man skulle drabbas av en »asymmetrisk chock«¹¹ och den erforderliga ränte- och valutajusteringen inte kan göras.

EMU är knappast något optimalt valutaområde enligt den traditionella definitionen; det är för stort och skillnaderna mellan olika regioner betydande. Trögheterna på arbetsmarknaden är påtagliga och den gemensamma finanspolitiken inte särskilt omfattande. Men konvergenskriterier, regelbundna finansministeröverläggningar och stabilitetspakt har likväl medfört en häpnadsväckande stark konvergens under de senaste 6–7 åren. Vid mitten av 1990-talet hade knappast någon seriös ekonom vågat spå att länder som Italien och Grekland skulle kunna dela valuta med Tyskland.

Något som ofta glöms bort i debatten är att långtifrån alla av dagens europeiska nationalstater är optimala valutaområden. Vi talar allmänt om »Sverige«, men tänker sällan på att de ekonomiska skillnaderna mellan olika regioner inom vårt land är avsevärda. För svenskt vidkommande finns visserligen en gemensam finanspolitik, men den industriella strukturen och känsligheten för asymmetriska störningar är ändå helt annorlunda i t.ex. Norrbotten än i Mälardalen. Vad som ska jämföras är således inte en rad optimala nationella valutaområden kontra en stor inoptimal union; den relevanta jämförelsen gäller snarare en rad inoptimala nationella valutaområden kontra en stor inoptimal union. Den intressanta frågan för ett svenskt EMU-medlemskap är knappast om Pajala skiljer sig från Bryssel och Frankfurt, utan huruvida den ekonomiska strukturen i Mälardalen är tillräckligt lik den i München, Paris, Milano,

11. En »asymmetrisk chock« är en störning som drabbar olika regioner eller länder i unionen olika hårt, på grund av skilda förutsättningar eller ekonomisk struktur. Sovjetunionens sönderfall var sålunda en asymmetrisk chock för den finska ekonomin, som hade en mycket större andel av sin handel med Sovjetunionen än andra länder i Västeuropa.

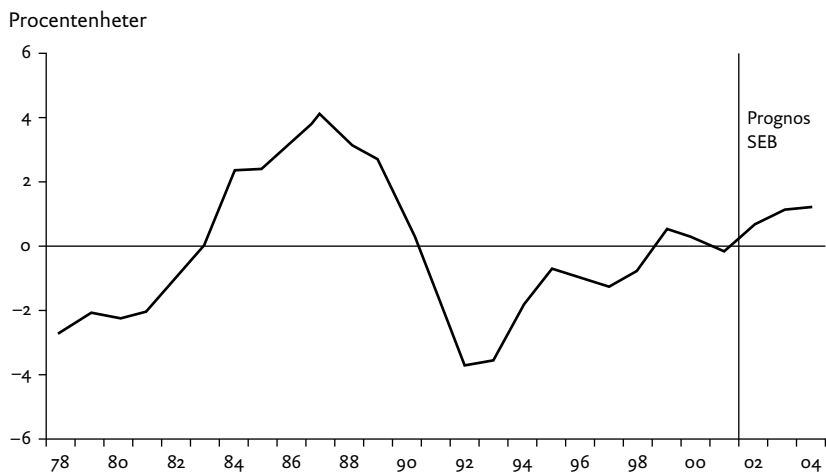
Hamburg och andra regioner som de facto bestämmer valutaunionens räntenivå.

Studier från senare tid – från OECD, Konjunkturinstitutet och andra – tyder på att Sverige *i genomsnitt* blir alltmer likt kärnländerna i Europa. Här är förändringen jämfört med tidigare decennier påtaglig. Figur 9.2 illustrerar utvecklingen genom att visa skillnaderna i så kallade outputgap mellan Sverige och medlemmarna i Euro-området. Med outputgap (ibland kallat produktionsgap) menas skillnaden mellan den faktiska BNP-nivån och den potentiella, dvs. den som hypotetiskt skulle kunna uppnås om produktionsresurserna utnyttjades fullt ut. Outputgapet är därför ett slags mått på konjunkturläget. I figur 9.2 jämförs den svenska konjunkturen, mätt på detta sätt, med konjunkturläget i EMU-området. När kurvan ligger över noll-linjen har Sverige en starkare konjunktur än Europa i övrigt, när kurvan ligger under är den svenska konjunkturen svagare.

Figur 9.2 visar att Sverige under hela perioden från början av 1970-talet till mitten av 1990-talet var ur fas med Europas genomsnitt, mätt som avvikelser i produktionsgap: först en djupare lågkonjunktur under industrikriserna under 1970-talet, därefter en starkare överhettning under 1980-talet, och så en mycket djup lågkonjunktur under första hälften av 1990-talet. Sedan mitten av 1990-talet ligger Sverige dock väl i fas med Europa; differensen i produktionsgap har varit liten och stabil. Skälen är dels den allmänna ekonomiska integrationen och de avreglerade finansmarknaderna, dels att den ekonomiska politiken harmoniserats via inflations- och budgetmål som ligger i linje med vad de flesta europeiska stater tillämpar. Sverige avviker inte längre genom en helt egen ekonomisk politik och upprepade devalveringar. I denna mening har således en anpassning till politiken i EMU redan skett.¹²

Att Sverige numera är i fas med snittet för medlemsländerna i EMU betyder att den ränta som sätts av ECB för att stabilisera Euro-zonens ekonomi i normalfallet kommer att stabilisera även

12. För en mer detaljerad genomgång av konjunkturmönstren i Sverige och Euroområdet, se John Hassles kapitel i Jakobsson (2003).



FIGUR 9.2. Outputgap. Skillnad mellan Sverige och Euro-områdets genomsnitt 1978–2004

Källor: OECD, SEB.

Sveriges. I takt med att den ekonomiska integrationen fortskrider och den ekonomiska politiken samordnas (bl.a. genom en gemensam ränta) talar det mesta för att konvergensen av de nationella ekonomierna fortskrider, åtminstone under överskådlig tid. I så fall minskar riskerna för att ECB:s räntesättning hamnar »fel« i förhållande till Sverige.

Risk för tillvänjning till högre inflation

Att den svenska ekonomiska strukturen och ekonomiska politiken anpassats till det som är normalt i Europa minskar riskerna för allvarliga konsekvenser av asymmetriska chocker. En övergång till euron betyder också att riskerna för störningar via den egna, volatila valutan minskar. Teorin om optimala valutaområden och asymmetriska chocker tycks således numera inte vara något särskilt starkt argument varför en nationell valuta skulle behövas.

Ändå kan en stabiliseringspolitik behövas på nationell nivå. Men argumentet härför är ett annat, nämligen att den gemensamma cen-

tralbankens inflationsmål kan upplevas som mindre bindande än ett nationellt inflationsmål. I synnerhet finns den risken i ett litet land, som ju har liten vikt i unionen och som därför kan avvika ganska påtagligt från den gemensamma inflationsnormen utan att den gemensamma centralbanken ingriper. I ett sådant land kan högre inflationsförväntningar och -tolerans gradvis etableras. Mer konkret: Om högre lönekrav medför högre inflation i Sverige men ingen annanstans, lär ju inte ECB höja räntan bara för att mota den svenske Olle i grind. Om/när parterna på den svenska arbetsmarknaden upptäcker detta, kan lönebildningen börja glida iväg.

Högre nationell inflation medför lägre realränta än i den övriga unionen (eftersom räntenivån är i stort sett densamma). Lägre realränta ger i sin tur något högre köpkraft och möjligen också snabbare kapitalbildning. Det kan därför vara högst frestande inte bara för fackföreningarna att jacka upp lönekraven utan också för de nationella politikerna att acceptera en något högre inflation på nationell nivå.

Om flera små länder börjar utnyttja läget på detta sätt, växer dock den börda som de stora kärnländerna måste bära. Därmed bäddas också för interna konflikter, och grundtanken med den gemensamma penningpolitiken hotas. Någon sorts nationell korrigeringsmekanism är därför nödvändig också i en valutaunion.

Lär av inflationsmålet för att reformera finanspolitiken!

Ett inträde i valutaunionen betyder att penningpolitiken inte längre styrs nationellt. På nationell nivå finns dock finanspolitiken kvar, och efter ett inträde i EMU skulle denna få en starkare roll än i dag. Om den svenska utvecklingen påtagligt skulle börja avvika från EMU-genomsnittet – till exempel på grund av en ökad tolerans för stora lönepåslag – blir det finanspolitiken som måste hålla de nationella inflationsförväntningarna i schack och förhindra tillväxningen till en alltför hög nationell inflationstakt.

Nya former för finanspolitiken

Det ställer högre krav på stringens och långsiktighet i finanspolitiken. Sverige har större offentlig sektor än de flesta andra EMU-medlemmar, och dess sparande varierar också tydligare i takt med konjunkturen. När tillväxten är stark, stiger de svenska skatteintäkterna mer än i de flesta andra länder; generösa skyddsnet medför å andra sidan att Sveriges statsfinanser försämras mer i lågkonjunktur. Detta har två implikationer.

- ♦ För det första att de »automatiska stabilisatorer« som är inbyggda i statsbudgeten är större i Sverige än i de flesta andra länder. En automatisk finanspolitisk åtstramning sker vid snabb tillväxt genom att skatterna ökar, och vid konjunkturedgång dämpas inbromsningen av arbetslöshetsunderstöd, socialbidrag m.m. Det betyder att ett betydande mått av stabilisering ligger i den nationella finanspolitiken redan från början – vilket ytterligare understryker att man inte bör överdriva riskerna med att penningpolitiken flyttas till Frankfurt.
- ♦ För det andra: Att den offentliga sektorns saldo svänger mer i Sverige än i andra länder talar för att Sverige bör ha ett mer ambitiöst mål för budgetsaldot än andra länder i unionen. Detta för att ha utrymme att vidta ytterligare konjunkturstimulerande åtgärder, utöver de som de automatiska stabilisatorerna ger – t.ex. sänkta skatter – under en konjunkturedgång och ändå klara kraven på disciplin i budgeten.

Om Sverige ska ha tillräckligt finanspolitiskt handlingsutrymme i valutaunionen, bör vi således ha som mål att över en konjunkturcykel ha ett betydande överskott i statsbudgeten. Det har vi redan i dag; och det bör Sverige fortsätta att ha också efter ett inträde i valutaunionen.¹³

13. För en analys av saldomålet och hur stort överskott som kan behövas, se SOU 2002:16.

Men finanspolitiken bör diskuteras också på ett mer djupgående sätt. Om finanspolitiken måste axla ett större ansvar, blir det självfallet än viktigare att den fungerar väl. Budgetmål och utgiftstak har varit ett viktigt första steg. Men erfarenheterna av en självständig centralbank med ett transparent inflationsmål och en tydlig beslutsregel – där räntebeslut fattas av särskilt utsedda personer, med eget mandat och vid sidan av den vanliga politiska beslutsprocessen, och där deras handlande styrs av inflationsprognoser – föder tankar också rörande mer långtgående reformer av finanspolitikens institutioner.

En huvudtes i denna uppsats har varit att det inte är den rörliga växelkursen som bör bevaras utan lärdomarna av inflationsmålet. Om Sverige beslutar att gå in i valutaunionen och därmed överge den rörliga växelkursen, bör dessa lärdomar komma till nytta också i den nya stabiliseringspolitiska miljön. Penningpolitiken har blivit mer effektiv tack vare inflationsmålet och nya institutionella ramar som underbyggt dess trovärdighet. Borde det inte vara möjligt att urskilja motsvarande institutionella reformer som kan göra finanspolitiken mer stabil, transparent och effektiv? Finns det med andra ord möjlighet att dra övergripande slutstatser från de senaste årens penningpolitik och tillämpa dem mer generellt, på stabiliseringspolitik över huvud taget?

I dag är den sammantagna budgetpolitiken summan av tusen och åter tusen små och stora beslut med olika syften, tagna av politiker på olika nivåer och vid olika tidpunkter. Skatteförändringar har ofta både fördelningspolitiska, strukturella och stabiliseringspolitiska bevekelsegrunder. Detsamma gäller förändringar av transferringssystem och socialförsäkringar. I budgetbehandling och i den allmänna debatten separeras sällan dessa olika aspekter. När finanspolitiken efter ett inträde i EMU blir viktigare för att stabilisera svensk ekonomi vore det en klar fördel om just de stabiliseringspolitiska inslagen i den totala budgetpolitiken kunde ges mer ändamålsenliga beslutsregler. Diskretionära konjunkturpåverkande åtgärder borde skiljas från automatiska stabilisatorer liksom från fördelningsåtgärder. Och möjligen borde de diskretionära inslagen¹⁴ i finanspolitiken – precis som i penningpolitiken – hanteras av

experter som har till uppgift att följa en tydlig beslutsregel för stabiliseringspolitiken.

Beslutsregel och ansvarsfördelning

Den beslutsregel som styr penningpolitiken de senaste åren har varit tydlig: Om prognoserna på 18–24 månaders sikt pekat på en inflation över 2 procent, har Riksbanken höjt sin styrränta; om prognosen legat under 2 procent, har banken sänkt. Viss tänjbarhet finns. Om avvikelserna från målet bedömts vara tillfälliga eller om de reala kostnaderna för att snabbt vrida utvecklingen åt rätt håll riskerat att bli stora, kan Riksbanken välja att inte tillämpa beslutsregeln mekaniskt. Men argumenten härför måste vara tydliga. Besluten och diskussionen publiceras i form av direktionsprotokoll och utsätts därmed för allmänhetens och experters granskning. Likaså publiceras beslutsunderlagen i form av regelbundna inflationsrapporter.¹⁵

Motsvarande beslutsregel eller transparens i finanspolitiken saknas helt, dels för att de stabiliseringspolitiska inslagen i den samlade budgetpolitiken är svåra att urskilja, dels för att debatten om finanspolitiken normalt förs i partipolitiska och ideologiska termer. En första åtgärd borde därför vara att söka separera de stabiliseringspolitiska elementen i budgetpolitiken från de fördelningspolitiska och från andra inslag som inte rör stabilisering. Nästa steg blir att formulera en beslutsregel för stabiliseringspolitiken.

Ingendera uppgiften är enkel. Stabiliseringspolitikens uppgift är i allmänna ordalag att stabilisera aktivitetsnivån i ekonomin. Den statliga utredning som hade i uppgift att analysera stabiliseringspolitiken vid ett EMU-inträde (SOU 2002:16) föreslog att beslutsregeln bör vara att hålla outputgapet (avvikelsen mellan faktisk och potentiell BNP) inom en viss gräns. Riksbanken hävdade i sitt remissvar på utredningen att detta blir en alltför diffus regel och att

14. Med diskretionär politik menas sådana åtgärder där särskilda, nya beslut tas – till skillnad från de automatiska stabilisatorerna, som ju »automatiskt« träder i kraft enligt redan fastlagda regler.

15. Se Lars Heikenstens bidrag i denna bok.

politiken i stället bör utgå från ett nationellt inflationsmål, eller snarare från gränser för hur mycket den svenska inflationen får avvika från snittet i Euro-området. Eftersom ECB:s mål rör hela unionen kan räntan inte sättas utifrån den svenska inflationen; ett nationellt inflationsmål blir därmed en naturlig uppbackning av och förstärkning av unionens gemensamma politik.

Skillnaden mellan de båda föreslagna beslutsreglerna är inte så stor som den kan verka. Om det tänkta nationella inflationsmålet efterlevs på samma flexibla sätt som Riksbanken betraktat det nuvarande inflationsmålet, blir det i praktiken en metod att stabilisera även den reala utvecklingen och inte bara inflationen. Redan i dag utgör f.ö. bedömningar av produktionsgapet ett viktigt element i Riksbankens inflationsprognoser. Skillnaden mellan de olika reglerna rör snarare pedagogik och begriplighet. Ett nationellt inflationsmål är på papperet enkelt och tydligt, lätt att kvantifiera och följa upp. Dock kan det vara svårt att motivera ännu ett inflationsmål ovanpå det som ECB redan har; risken finns att de båda målen kan synas komma i konflikt med varandra. Regeln att stabilisera outputgapet har fördelen att det kan översättas i termer av sysselsättning och produktion. Dock är det svårare att göra begripligt, samtidigt som definitions- och mätsvårigheterna är legio.

Det finns således för- och nackdelar med båda beslutsreglerna. Från pedagogiska och politiska utgångspunkter skulle möjligen en hybridregel kunna formuleras, enligt vilken den nationella inflationen ska hållas under en viss nivå samtidigt som de lediga resurserna (framför allt på arbetsmarknaden) inte får bli för stora. Även om denna typ av allmänt formulerade regler inte är teoretiskt stringent kan den under vissa förutsättningar fungera väl; så har exempelvis Federal Reserve denna typ av dubbelt, allmänt formulerat mål. Erfarenheterna visar dock att regeln – hur den än formuleras – måste backas upp av institutioner som är transparenta och stabila. Faktum är att ju mer robust det institutionella ramverket är, desto mindre viktiga blir detaljerna i beslutsregeln.

Med institutionella ramar menas en rad olika element.¹⁶ Ramar-

16. För översikter, se t.ex. Hemming och Kell (2001) samt Wyplosz (2002).

na för stabiliseringspolitiken bör vara tydliga och innefatta mål för budgetsaldo och statsskuld samt en begriplig beslutsregel. Beredningen av beslut, framtagande av beslutsunderlag m.m. bör ske av särskilda och kompetenta experter. Besluten bör tas under öppenhet, med tydlig redovisning av underlag och argument. Ansvarsuppdeleningen bör utformas så att besluten blir långsiktiga. Delegering av instrument bör ske så att stabiliseringspolitiska ingrepp separeras från fördelningspolitik och dessutom kan hanteras snabbt. Utvärdering av stabiliseringspolitiken bör ske löpande och av oberoende organ.

Ju mer stabila och robusta dessa stabiliseringspolitiska institutioner byggs upp, desto mer trovärdig och effektiv blir stabiliseringspolitiken – och desto mer flexibilitet kan tillämpas i efterlevnaden av beslutsregeln. På den punkten är erfarenheterna av penningpolitikens inflationsmål entydiga.

Vem ska besluta?

En kärnfråga är vem som ska ha det löpande ansvaret för stabiliseringspolitiken. I den vetenskapliga litteraturen finns en rad olika förslag om hur ett särskilt finanspolitiskt organ – med ungefär samma funktioner som dagens Riksbanksdirektion har för penningpolitiken – bör ta över stabiliseringspolitiken, när denna väl separeras från fördelningspolitik och andra inslag i budgeten. Utredningen om framtidens stabiliseringspolitik (SOU 2002:16) nöjde sig dock med att föreslå inrättandet av ett särskilt »ekonomiskt råd« som skulle ge beslutsunderlag och föreslå ramar för de finanspolitiska konjunkturåtgärderna. Även detta ganska försiktiga förslag avfärdades av många i den allmänna debatten. Argumenten emot var framför allt att en dylik ordning skulle innebära mer av »expertvälde« och mindre »demokrati«. Under senare tid har idén återkommit i diskussionen, men nu i delvis nya, korporativa kläder – ett dylikt »strukturråd« skulle också kunna ge röst åt arbetsmarknadens parter och deras ekonomiska bedömningar.

För egen del vill jag understryka att den viktiga frågan inte är exakt vilka som fattar de stabiliseringspolitiska besluten. De må

vara tjänstemän som agerar inom en ram som riksdagen delegerat; de må vara politiker. Detta är mindre viktigt än att de ges robustare institutionella ramar för sitt arbete; klarare beslutsregler, bättre transparens och tydlig utvärdering.

Det är dock inte i någon formell mening »odemokratiskt« om politikerna själva, i riksdagen, beslutar att särskilja en del av de finanspolitiska besluten – de som explicit har stabiliseringspolitiskt syfte – och för dessa göra beslutsregler och institutionella ramar mer stringenta. Riksdagen kan mycket väl i demokratisk ordning utnämna ett finanspolitiskt »fullmäktige« eller tillsätta en speciell myndighet med uppgift att lägga förslag om hur det strukturella budgetsaldot kan hållas längs en bana som är förenlig med en uthållig statsskuldnivå eller att besluta om vilka åtgärder som ska sättas in för att förhindra överhettning eller stor arbetslöshet och hålla ekonomin på en stabil bana. Det är helt enkelt att delegera en del av riksdagens löpande beslutsmakt. Riksdagen lär under alla omständigheter behålla utnämningmakten och dessutom göra det möjligt att under exceptionella förhållanden ta över beslutsmakten från den tänkta nya myndigheten.

I själva verket är denna sorts delegering ett självklart inslag i ett demokratiskt samhälle. Den är en del av de »checks and balances« som förekommer i alla demokratier. Många statsvetare och ekonomer argumenterar som bekant för att delegering av denna sort befordrar demokratin. Jag tvivlar på att det vid närmare eftertanke är särskilt många som anser att det mest »demokratiska« samhället är det där riksdagspolitikerna bestämmer allt.

De som argumenterar för en delegering av stabiliseringspolitiken till ett särskilt fullmäktige eller en myndighet hoppas att en dylik ordning skulle kunna medföra en bättre, mindre partipolitiserad och mer internt konsistent stabiliseringspolitik.¹⁷ Om beslutsfattandet avlägsnas från den dagliga politiska tuffäktningen skulle besluten – säger de – bli mer genomtänkta och mindre utsatta för mediekampanjer. De skulle antagligen också bli betydligt mer lång-

17. En lågmäld och sympatisk argumentation för den ståndpunkten bedrivs av den förre vice ordföranden i Federal Reserve, Alan Blinder (1997).

siktiga. Med en dylik, stabil institutionell ram blir det också möjligt att tillåta sig flexibilitet och kortsiktiga avvikelser från den långsiktiga banan utan att marknaden tappar förtroendet för politiken eller att misstankar behöver uppstå om att den styrs av kortsiktig, partipolitisk taktik.

Möjligen skulle detta i sin förlängning också vara hälsosamt för den politiska debatten. I och med att räntesättningen delegerats till Riksbanken är det inte längre möjligt för politikerna att i valrörelserna utlova lägre räntor. Debatten kan i stället koncentreras till frågan hur de kan skapa *förutsättningar* för låga räntor – vilket är en mer rättvisande beskrivning av hur verkligheten ser ut. I bästa fall skulle nya institutionella ramar för finanspolitiken kunna medföra motsvarande sanering av den ekonomiska debatten i stort.

Till slut: Lärdomarna från inflationsmålet och den svenska penningpolitiken under de senaste åren bör självfallet också tillämpas på europeisk nivå. Mer konkret: ECB bör moderniseras. Den förlagade »första pelaren« – penningmängdsmålet, kvarlevan från en monetaristisk Bundesbank – bör försvinna, inflationsmålet bli symmetriskt¹⁸ och mer transparens tillskyndas. ECB bör helt enkelt bli mer likt den svenska Riksbanken! Och detta är givetvis en av de främsta uppgifterna för Sverige i unionen; att arbeta för att även resten av Europas folk ska kunna få en lika framsynt och modern penningpolitik som den vi haft i vårt eget land under senare år.

Går Sverige med i EMU öppnas flera möjligheter att driva på i den riktningen. Den svenske riksbankschefen kommer att sitta med i ECB:s råd, eller till och med dess direktion, och kan där med viss

18. ECB har haft målet att hålla inflationen »under 2 procent«. Detta är olyckligt av framför allt två skäl. För det första är det suddigt; för det andra är det för lågt. Det är bara i ytterst sällsynta fall som dagens 12 EMU-länder genom historien förmått visa en snittinflation under 2 procent – och samtidigt hygglig tillväxt. När den största ekonomin Tyskland för att återvinna konkurrenskraft måste ha lägre inflation än konkurrenterna, och inflationen inom hela Euro-området samtidigt ska hållas under 2 procent, tvingas Tyskland i praktiken pressa sig till ett läge farligt nära deflation. Detta talar för att ECB bör anta ett inflationsmål som dels är högre, dels är symmetriskt, med ett toleransintervall både uppåt och nedåt. Nu har ECB nyligen utvärderat sin penningpolitiska ram och preciserat pristabilitet som att inflationen bör hållas »nära« 2 procent. Det är, menar jag, ett steg i rätt riktning. Men fortfarande är målformuleringen suddig, och vi vet ännu inte om den ska tolkas symmetriskt.

pondus argumentera för reformer. Han kan också öka transparensen genom att i den svenska riksdagen redovisa ECB:s beslutsunderlag och debatt – på ungefär samma sätt som Riksbanken redovisar sin verksamhet inför finansutskottet i dag.

Nästa Stalingrad

Låt mig avsluta genom att påminna om inledningen till denna uppsats. Olika valutaregimer för med sig olika för- och nackdelar. Nackdelen med rörlig växelkurs är instabiliteten; nackdelen med valutaunionen är förlusten av nationell penningpolitisk handlingsfrihet. I verkligheten är inget system svart eller vitt. Valutaregimerna är som katterna i mörkret – grå. Min egen slutsats är dock att förutsättningarna för en stabil utveckling med god tillväxt är större i unionen än utanför.

Men om Sverige ska byta stabiliseringspolitisk regim, bör vi noggrant överväga hur erfarenheterna från inflationsmålet och Riksbankens självständighet kan nyttjas för att skärpa effektiviteten i finanspolitiken. Jag tror det finns goda möjligheter att genom institutionella reformer vässa stabiliseringspolitiken – såväl på nationell som på europeisk nivå.

Men även efter alla tänkbara och otänkbara reformer är det inte troligt att en perfekt valutaregim skulle kunna konstrueras. Sådana system finns inte. På riktigt lång sikt är det säkert en tidsfråga tills även valutaunionen spricker, även om alla reformer jag efterlyst skulle genomföras. Det kan vara det ovan angivna problemet – svårigheter att anpassa den nationella stabiliseringspolitiken till speciella utmaningar eller störningar – som fäller den. Det kan vara politiska gräl mellan medlemmarna.¹⁹ Men det kan också bli något helt annat, t.ex. teknisk utveckling – e-pengar m.m. – som kommer att ändra centralbankernas ställning. Det vet vi inte i dag. Men förr eller senare möter även nästa valutaregim sitt Stalingrad.

Till dess får vi göra det bästa – eller minst dåliga – av situationen.

19. Se Jonung (2002) för en diskussion om de framtida hoten mot sammanhållningen i unionen.

Referenser:

- Blinder, Alan (1997), »Is Government Too Political?«, *Foreign Affairs*, vol. 76.
- Eklund, Klas m.fl. (1993), »Fast kurs med rörlig krona«, SNS Förlag.
- Hemming, Richard och Michael Kell (2001), »Promoting Fiscal Responsibility – Transparency, Rules and Independent Fiscal Authorities«, mimeo Fiscal Affairs Department, IMF, presenterat vid Bank of Italy-seminarium om regler för finanspolitiken, Perugia.
- Jakobsson, Ulf m.fl. (2003), *Därför euron: Tio ekonomer om den gemensamma valutan*, Ekerlids.
- Jonung, Lars (1999), »Med backspegeln som kompass«, Ds 1999:9.
- Jonung, Lars (2002), »EMU – the first 10 years: Challenges to the sustainability and price stability of the euro area – what does history tell us?«, kapitel 16 i M. Buti och A. Sapir (red.), *EMU and Economic Policy in Europe: The Challenge of the Early Years*, Edward Elgar.
- Soros, George (1994), »*The Alchemy of Finance*«, Wiley.
- Wyplosz, Charles (2002), »Fiscal Policy: Institutions vs. Rules«, bilaga 5 till SOU 2002:116.

Offentligt tryck:

- »*Drivkrafter för produktivitet och välbefinnande*«, SOU 1991:82.
- Riksbanken: Yttrande över betänkandet »*Stabiliseringspolitik i valutaunionen*« (SOU 2002:116), Riksbanken 2002-10-18.
- »*Stabiliseringspolitik i valutaunionen*«, SOU 2002:116.

Författarpresentation

Krister Andersson, docent i nationalekonomi, arbetade som ekonom på Internationella valutafonden 1987–91, var chefekonom på Riksbanken 1991–96 och chef för Ekonomisk analys på SEB Merchant banking 1996–99. Krister Andersson är sedan 1999 chef för Näringslivets Skattedelegation (NSD) och Näringslivets skattesakkunnige, Svenskt Näringsliv.

Carl Bildt var statsminister i den borgerliga regeringen 1991–94. Han har bl.a. varit ledamot av Sveriges Riksdag 1979–2001 och partiordförande för Moderata Samlingspartiet 1986–99.

Urban Bäckström, civilekonom, var riksbankschef 1994–2002. Han var statssekreterare i finansdepartementet 1991–93 med ansvar för finansmarknads-, skatte- och bostadsfinansieringsfrågor. Under 1980-talet var han bl.a. chefekonom i Moderata Samlingspartiet och VD för en fondkommissionärsfirma.

Bengt Dennis var chef för Riksbanken 1982–93. Han tjänstgjorde tidigare i finans-, handels- och utrikesdepartementen samt var journalist i 14 år, bl.a. chefredaktör för Dagens Nyheter. 1994–2001 var han rådgivare till SEB. Han driver sedan 2002 egen konsultverksamhet.

Klas Eklund, ekonomie licentiat från Handelshögskolan i Stockholm, är sedan 1994 chefekonom på SEB. Under 1980-talet arbetade han i kanslihuset, bl.a. som sakkunnig i statsrådsberedningen och planeringschef i finansdepartementet. 1990–91 ledde han den av regeringen tillsatta Produktivitetsdelegationen. Under kronkrisen 1992 var han chefekonom på Posten.

Carl B. Hamilton, professor i internationell ekonomi och riksdagsledamot, var 1991–93 politiskt sakkunnig i finansminister Anne Wibbles stab och riksdagsledamot med placering i finansutskottet. I oktober 1993 efterträdde han Olle Wästberg som statssekreterare i finansdepartementet. Efter valet 1994 var han ordförande i Ja till Europas arbetsutskott och arbetade heltid med folkomröstningskampanjen för EU.

Lars Heikensten, ekonomie doktor och sedan 2003 chef för Riksbanken, var 1992–95 chefekonom på Handelsbanken. Han har varit verksam bl.a. som lärare och forskare vid Handelshögskolan i Stockholm, som chef för ekonomiska avdelningen på finansdepartementet och som vice riksbankschef.

Lars Jonung, professor i nationalekonomi, var ekonomisk rådgivare till statsminister Carl Bildt med placering i statsrådsberedningen 1992–94. Efter valet 1994 återgick han till sin professor vid Handelshögskolan i Stockholm. Sedan 2000 är han forskningsrådgivare i makroekonomi vid DG ECFIN vid Kommissionen i Bryssel, där han arbetar bl a med frågor kring EU:s ekonomiska utveckling.

Nils Lundgren, fil. dr i nationalekonomi, har arbetat som ekonom på EFTA:s sekretariat i Genève och som forskare på Institutet för internationell ekonomi vid Stockholms universitet. Från 1980 till 1999 var han chefekonom för PK-banken, sedermera Nordbanken. Nils Lundgren har gjort sig känd som en stridbar debattör och kommentator i samhällsekonomiska frågor.

Ulrika Stuart, civilekonom och informationschef. Stuart var 1991–94 stabschef hos finansminister Anne Wibble och arbetade före och efter Wibbles tid som statsråd tillsammans med henne i riksdagen. Efter valet 1994 var hon kampanjstabschef för folkpartiet liberalernas del av ja-kampanjen i folkomröstningen om EU.

Personregister

- Adlercreutz, Gustav 160
Agell, Jonas 149
Ahlander, Jonas 223, 230, 239,
269
Aho, Esko 62, 117
Alexander, Bill 245
Alm, Kerstin 207
Andersson, Dan 178f, 281
Andersson, Krister 173, 181f,
184ff, 188, 203, 221, 293, 333,
340, 343, 345, 347
Andersson, Rune 157
Arnholm, Maria 132
- Barnevik, Percy 211
Berg, Claes 49, 223, 262, 269,
331f, 335f, 354
Berggren, Bo 139
Bergqvist, Jan 125, 182, 184f,
249, 306
Bergqvist, Robert 249
Bergström, Hans 53, 57
Bergström, Villy 281, 284f
Bildt, Carl 41f, kapitel 3 89ff,
174, 202, 204, 215, 266, 304,
384
Björck, Anders 96, 103
Blinder, Alan 334, 365, 367, 430
Blomberg, Gunnar 249
Borg, Anders 281, 318, 343, 405
Brady, Nicholas 75
Brash, Donald 247
- Brundtland, Gro Harlem 82
Burenstam Linder, Staffan 76,
79, 130, 143, 159, 162, 166,
182, 185, 187, 203, 206f, 209,
213, 306
Bäckström, Urban 25, 32, 77f,
109, 130, 138, 150, 153f, 157f,
166, 203ff, 212, 246, 266f, 269,
331f, 337, 341, 347f, 356, 374
- Calmfors, Anders 160, 236
Calmfors, Lars 100, 149, 160
Camdessus, Michel 215, 266
Caramazza, Francesco 246
Carillo, Claudio 221
Carlsson, Ingvar 8, 13, 33, 53,
63f, 66ff, 71ff, 93, 106, 108,
114, 116, 131, 133, 135, 139ff,
145, 163ff, 171, 174, 304
Christiansson, Lars 122
Crow, John 228, 247
Cullen, Darren 193
- Dalborg, Hans 379, 383, 386
Davidsson, Sune 146, 149, 256
Delors, Jacques 56
Dennis, Bengt 14ff, 25, 34, 39,
49, 62, 65f, 72, 75, 79, 81, 87,
89f, 105f, 109, 113, 117, 123,
126, 130ff, 134, 136f, 140ff,
153f, 156, 158f, 162ff, 171,
173, 223ff, 230, 232, 234, 236,

- 239, 241, 244, 247ff, 251f,
256f, 260ff, 266, 268f, 277f,
293, 295f, 306, 310, 333, 374f,
387, 403, 413
- Dinkelspiel, Ulf 103, 108
- Djerf, Olle 212, 259, 389
- Duguay, Pierre 242
- Edin, P. O. 212, 307
- Egardt, Peter 64, 77, 130, 132,
135, 147, 157, 161f
- Ehrenkrona, Olof 122, 138, 157
- Eklund, Jörgen 281, 331
- Eklund, Klas 21f, 25, 156, 212,
221, 266f, 331
- Ems, Emil 25, 224, 241
- Englund, Peter 44, 265
- Engström, Clas 221
- Engström, Odd 64, 110
- Ennerfelt, Göran 157
- Eriksson, Per-Ola 108, 136, 212
- Fall, Johan 223
- Feldt, Kjell-Olof 18, 30, 33, 38,
53, 138, 163, 267, 284, 297f,
302, 310, 315, 332
- Fisher, Irving 91, 288
- Franzén, Thomas 76, 84, 106,
123, 128, 134, 158, 160, 177f,
184, 186, 188, 192, 194, 204,
209, 221, 223ff, 228f, 231,
237ff, 241, 245, 248, 256f, 259,
262f, 265, 270, 276
- Fridriksson, Ingimundur 245
- Friedman, Milton 399
- Friggebo, Birgit 69, 105, 132
- Frostell, Anders 109, 120f, 132
- Galvenius, Mats 223, 269
- Gernandt, Johan 182, 221, 281,
310, 370
- Gradin, Anita 125
- Green, John 246
- Gustavsson, Kurt 239, 277
- Göransson, Bo 67
- Haberler, Gottfried 290
- Hall, K. A. 160
- Hamilton, Carl B. 14f, 25, 64,
77, 89f, 109f, 112, 116ff, 123f,
128ff, 134f, 139ff, 149, 156f,
164, 167, 172, 219, 384, 389
- Hansson, Bengt 223, 230, 248,
262, 269, 335
- Hansson, Ingemar 101, 113,
137, 142, 146f, 151f, 163, 225,
257
- Hayek, Friedrich 290f
- Hector, Mattias 127
- Hedfors, Per 223
- Heikensten, Lars 92, 101, 150f,
211, 260, 281, 301, 318, 322f,
331, 343, 347, 427
- Henriksson, Jens 405
- Herrström, Staffan 94, 96f, 106f,
131f, 145f, 152f
- Holmquist, Jörgen 257
- Hurd, Douglas 62
- Hörngren, Lars 221, 224, 233f,
241, 248, 267
- Hörnlund, Börje 102, 104, 142
- Ingves, Stefan 348
- Jakobsson, Ulf 60, 100, 105,
130f, 149, 210, 258ff, 418, 422
- Jansson, Per 189, 332, 344, 354
- Johansson, Birgitta 182, 185
- Johansson, Olof 102f, 108f, 140,
163
- Johnson, Antonia Ax:son 116,
126
- Johnson, Harry G. 399
- Johnson, Lyndon B. 390

- Jonsen, Sigbjörn 143
 Jonung, Lars 53, 56, 60, 76f,
 119f, 139f, 157, 248, 265, 278,
 281, 287, 300, 405, 414, 432
 Josefsson, Märta 387
- Karlsson, Bert 116
 Karlsson, Jan O. 64, 70, 107,
 109, 112f, 117, 127, 129f, 147,
 161f
 Kees, Andreas 160
 Keynes, John Maynard 40, 48,
 146, 148ff, 152, 285, 290
 Kindbom, Bengt 182
 King, Mervyn 240, 247, 334,
 337, 347, 366
 Kjörnsberg, Arne 93
 Klein, Pernilla 137
 Kohl, Helmut 65, 75, 136
 Korkman, Sixten 240
 Könberg, Bo 96, 103f, 127, 132,
 146, 152f
- Lachman, Desmond 242ff, 264f
 Lamont, Norman 65, 105
 Larsson, Allan 8, 16, 33, 64, 66f,
 71f, 80, 101, 105ff, 110f, 113,
 122, 125, 128ff, 133, 135, 138,
 143, 147f, 154, 160ff, 182,
 184ff, 251, 379
 Laurin, Ulf 139, 142
 Leijonborg, Lars 77, 129ff, 145,
 153, 166
 Leijonhufvud, Sigfrid 94, 179
 Lemmel, Magnus 178f, 212
 Lindahl, Magnus 259
 Lindbeck, Assar 60, 82f, 100,
 131f, 149, 165, 211, 398
 Lindberg, Hans 267, 332, 336
 Lindencrona, Gustaf 182, 186
 Lindenius, Christina 332
 Lindgren, Olle 178
- Lindh, Yngve 241f, 248
 Lindskog, Dag 212
 Longworth, David 242
 Lund, Gunnar 320
 Lundberg, Erik 397
 Lundgren, Bo 69, 71, 73, 78, 84,
 94, 98, 102, 108f, 126, 128,
 133, 139, 143, 145, 147, 150,
 152, 154, 157, 170, 204ff, 212,
 265, 288, 294, 379, 384
 Lundgren, Nils 25, 74, 140, 143,
 210, 259
- Major, John 65
 Malm, Stig 71, 139, 142
 Marlor, Felice 236, 246
 Mitterrand, Francois 59
 Myhrman, Johan 178
- Nalin, Evald 257
 Nilson, Alexander 230, 250, 269
 Nilsson, Christian 229, 242,
 248, 260, 278, 354, 375
 Nilsson, Jonny 229, 248
 Nilsson, Kjell 260
 Nordh, Sture 142
 Nordin, Kjell 221, 224, 241
 Norgren, Claes 224, 241, 256
 Nyman, Mats 94, 149, 152
- Oxenstierna, Axel 287
- Pagrotsky, Leif 64, 107, 109,
 112f, 116f, 127, 129, 147
 Palmér, Anders 118f, 126, 144,
 257
 Palme, Olof 30, 57, 63
 Palmstierna, Jacob 379, 383f
 Persson, Christer 132
 Persson, Göran 84, 220, 304,
 312f, 416
 Persson, Sven Gunnar 135

- Persson, Torsten 248f, 265, 371
 Pettersson, Inge 142
 Pousette, Tomas 389
- Qvigstad, Jan F. 263
- Rosengren, Björn (Gota Bank)
 212
- Rosengren, Björn (TCO) 71, 73,
 104, 139, 142
- Russo, Massimo 244, 278
- Rydenfelt, Sven 259
- Rydin, Bo 156f
- Sahlin, Mona 70, 72f, 135, 140
- Schlesinger, Helmut 65, 234
- Schück, Johan 260
- Slunga, Elna 221
- Solbes, Pedro 320
- Sparve, Robert 224
- Srejber, Eva 65, 122f, 221, 223f,
 232, 241, 249, 262, 331
- Stenkula, Peter 238
- Stillerud, Karin 239, 278
- Storch, Marcus 157
- Ström, Pernilla 405
- Stuart, Ulrika 89f, 115, 172
- Svenonius, Torsten 122
- Svensson, Alf 68, 103, 108, 129,
 140, 265
- Svensson, Lars E. O. 19, 223,
 234, 248f, 251, 265, 334ff, 365
- Svensson, Maude 239
- Svensson, Sven-Arne 189, 212
- Söderström, Hans Tson 32, 42,
 48, 149, 157, 258, 265, 388
- Tetlow, Bob 242
- Thurdin, Görel 108
- Tietmeyer, Hans 106
- Tobisson, Lars F. 102, 104, 108,
 130, 299
- Trichet, Jean-Claude 76, 156,
 159f, 235f
- Troedsson, Ingegärd 310
- Ullenhag, Jörgen 142
- Unckel, Per 103
- Wachtmeister, Ian 74, 93, 131,
 212
- Wahlström, Björn 379
- Werner, Lars 131
- Westerberg, Bengt 14, 18, 62,
 69, 72f, 93ff, 102f, 108, 114,
 129ff, 137, 139ff, 145f, 152f,
 166f, 203, 310
- Westerberg, Per 108
- Westerberg, Sten 130
- Wetterberg, Gunnar 136
- White, William (Bill) 17, 238,
 241, 279, 334
- Wibble, Anne 7, 14, 35, 37, 60ff,
 66f, 73, 76ff, kapitel 3 89ff, 186,
 188, 203, 205f, 212, 219, 225,
 236, 238, 244, 251, 255f, 264ff,
 269, 379
- Wibble, Jan 89
- Wibe, Sören 260
- Wicksell, Knut 46ff, 297
- Wigfors, Ernst 70
- Vinde, Pierre 316
- Viotti, Staffan 265, 281, 331f
- Vredin, Anders 189, 281, 323,
 331f, 354
- Wästberg, Olle 64, 76f, 84, 90,
 96f, 107, 109, 112f, 116f, 123,
 127, 129f, 144f, 147, 157,
 160ff, 204, 206, 212, 219, 256,
 384
- Åberg, Carl-Johan 151
- Åkerholm, Johnny 240
- Åsbrink, Erik 170, 304

Örn, Gunnar 211, 221

Örn, Peter 130, 132, 166