



SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

ANFÖRANDE

DATUM: 2008-05-09
TALARE: Vice riksbankschef Irma Rosenberg
PLATS: SEB

■ Stigande priser på råvaror och livsmedel

En utmaning för centralbankerna

Vad har vi kunnat läsa i nyheterna de senaste månaderna? Låt mig ge några exempel.

Gruvbolag har börjat prospektera efter malm på många håll i Sverige, framförallt i Norrland. I kommuner som länge haft problem med utflyttning, till exempel Pajala, är stämningläget nu betydligt positivare. Framtidstron har ökat.

Från en del andra håll i världen rapporteras om ökade handelshinder. Men det handlar inte om det som varit mer vanligt, att länder skyddar inhemska branscher genom att begränsa viss import. Istället har man infört höga avgifter för att hindra export av livsmedel som spannmål och ris.

Vi har också kunnat läsa om demonstrationer och matkravaller i fattiga länder, som Haiti, Kamerun och Burkina Faso. FN:s livsmedelsorgan, FAO, har också varnat för sociala och politiska oroligheter i fler länder.

Varför tar jag då upp de här exemplen? Vad har de gemensamt? Jo, de är resultatet av ett och samma fenomen – att världsmarknadspriserna på råvaror och livsmedel närmast har exploderat under de senaste åren. De höga metallpriserna har gjort det lönsamt att leta efter malm och utvinna metaller som tidigare blev kvar i marken. Höga livsmedelspriser har å sin sida lett till sänkt köpkraft och social oro på många håll. Genom att begränsa exporten av livsmedel och därmed hålla kvar utbudet i det egna landet hoppas man kunna avskärma sig och hålla nere de inhemska priserna. Att det i sin tur riskerar att pressa upp priserna på världsmarknaden ytterligare och göra situationen än värre för vissa länder verkar inte väga speciellt tungt i kalkylen.

Prisstegringarna på råvaror och livsmedel har naturligtvis också konsekvenser för penningpolitiken. Hur kommer råvaru- och livsmedelspriserna att utvecklas och vilka spridningseffekter får det till andra priser? Det är frågor som varje centralbank måste beakta när de fattar sina beslut. Det var också något vi diskuterade vid Riksbankens senaste penningpolitiska möte för lite mer än två veckor sedan. Jag kommer att återkomma till det strax.

■ Varför har priserna på råvaror och livsmedel stigit så mycket?

Vad beror då den här kraftiga prisstegringen för råvaror och livsmedel på? Som så ofta är fallet är det svårt att peka ut någon enskild faktor som ger en heltäckande förklaring. Många saker har säkert spelat in. En vara som ris är när allt kommer omkring en ganska annorlunda vara än till exempel olja. Det talar för att drivkrafterna inte varit exakt desamma. Men samtidigt har prisuppgången varit så pass samstämmig för så många olika typer av råvaror och livsmedel att man kan misstänka att det finns åtminstone någon gemensam nämnare.

Efterfrågan från tillväxtländer

En faktor som alldeles säkert har varit viktig är att tillväxtländer med en stor befolkning som Kina och Indien har integrerats alltmer i världsekonomin. Det var något som länge dämpade inflationen. Industriländerna kunde importera billiga varor från tillväxtländerna. Samtidigt höll den ökade internationella konkurrensen tillbaka prisökningarna på många inhemska produkter. Centralbankerna fick på så sätt hjälp att hålla inflationen i schack. För en del centralbanker, bland annat Riksbanken, blev problemet snarast hur man skulle få inflationen att nå upp till målet. Men nu tycks alltså utvecklingen ha vänt. Tillväxtländernas efterfrågan på energi och metaller, men också livsmedelsråvaror, har vuxit sig starkare och den globala inflationen börjar istället pressas upp. Utvecklingen förstärks av att en del av de här länderna har prisregleringar som hindrar de höga världsmarknadspriserna från att slå igenom på hemmamarknaden.

Utbudseffekter och alternativ användning av jordbruksprodukter

Men det finns fler förklaringar till att priserna stigit. Utbudet har inte hunnit hålla jämna steg med efterfrågan. Förmodligen var det få som förutsåg hur snabbt de nya ekonomierna skulle växa. Dessutom finns det naturliga trögheter när det gäller att öka utbudet. Det tar helt enkelt tid att till exempel gå från prospektering till gruvdrift. Det går också att peka ut specifika utbudsstörningar. Dåliga skördar på många håll, till exempel Australien, har påverkat livsmedelspriserna. Här kan det inte uteslutas att klimateffekter kan ha spelat in. Politisk osäkerhet i till exempel Venezuela och Nigeria har inverkat på oljepriset, för att nämna några exempel.

När det gäller livsmedel har priserna också pressats upp till följd av att alternativa användningsområden börjat konkurrera om utbudet. Jordbruksprodukter används i allt högre utsträckning för produktion av etanol och andra biobränslen – en utveckling som också drivs på av stegringen i oljepriset.

Svag dollar, låga räntor och ökat intresse för råvaror som placering

En annan faktor som säkert också har haft viss betydelse för prisuppgången är att dollarn blivit svagare. Råvaror är vanligen prissatta i dollar och när dollarn sjunker i värde vill råvaruexportörerna kompensera sig. Eftersom efterfrågan har varit stark har de till stor del också kunnat göra det vilket pressat upp priserna.

Det kan också vara så att de låga realräntorna bidragit till att priserna på råvaror stigit. Råvaror och livsmedel framstår då som mer intressanta investeringar än räntebärande tillgångar. När räntan sjunker blir det också billigare att hålla råvaror i lager. Men lagren tycks å andra sidan inte ha ökat den senaste tiden.

De samband som kan finnas mellan räntor och råvarupriser talar för att det kan finnas en länk mellan penningpolitiken och prisutvecklingen på råvarumarknaderna, utöver påverkan via efterfrågan i ekonomin. Det finns också bedömare som menar att de räntesänkningar som den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, har genomfört har bidragit till att priserna stigit.¹

Under senare år har portföljinvesteringar i råvaror blivit ett allt vanligare sätt att diversifiera sig och sprida risker. Den förväntade avkastningen för många andra tillgångsslag har försämrats och inflationen har börjat stiga på många håll. I takt med det har reala tillgångar som råvaror framstått som en god och säker investering – en "safe haven". Det har förstärkt prisuppgången.

Efterfrågan från tillväxtländer – en mer långsiktig drivkraft

Det finns alltså ett antal samverkande förklaringar till varför priserna på råvaror och livsmedel stigit så kraftigt. Det är knappast möjligt att säga exakt hur mycket var och en av dem betytt. Vad man däremot kan säga mer säkert är att varaktigheten i de olika drivkrafterna skiljer sig åt en del.

Det jag mer specifikt tänker på är att efterfrågan på råvaror och livsmedel från tillväxtländerna rimligen har pressat, och kanske också kommer att pressa, priserna uppåt mer varaktigt än de övriga förklaringsfaktorerna. Tillväxtländerna genomgår när allt kommer omkring en strukturomvandling som förmodligen kommer att pågå under en längre tid. Det kan innebära att efterfrågan på råvaror och livsmedel kommer att vara hög även framöver. En kraft som delvis kan hålla tillbaka en sådan utveckling är om de prisregleringar som en del av de här länderna tillämpar börjar upplevas som alltför kostsamma och därför avvecklas. Om så sker kommer världsmarknadspriserna att slå igenom mer på hemmamarknaden. Det bör i så fall leda till att takten i efterfrågan dämpas. De andra förklaringsfaktorerna – den svaga dollarn, den låga räntan, det ökade intresset för råvaror som placeringsform och i viss mån också restriktionerna på utbudssidan – är rimligen mer kortvariga, eller konjunkturella, till sin natur.

I det kortare perspektivet är det förstås möjligt att prisutvecklingen för råvaror och livsmedel kommer att mattas av till följd av en svagare internationell konjunktur. Men tillväxtländernas efterfrågan på råvaror och livsmedel kommer sannolikt att finnas kvar som en bakomliggande, långsiktig drivkraft som sätter press uppåt på inflationen. Kanske är det just den internationella pressen uppåt på råvaru- och livsmedelspriser och risken för spridningseffekter till andra priser och löner som kommer att sätta låginflationspolitiken på sitt första riktigt svåra prov.

Hur ska penningpolitiken reagera mer allmänt?

Vilka blir då konsekvenserna för penningpolitiken? Ett förhållande som är viktigt att komma ihåg är att de stigande priserna på råvaror och livsmedel är exempel på förändringar i *relativpriser*. Ett relativpris är priset på en viss vara eller varugrupp i förhållande till andra priser. Vad som har hänt de senaste åren skulle kunna beskrivas som en global ökning av relativpriset på energi och råvaror som exempelvis livsmedel i förhållande till tillverkade produkter.

¹ Se t.ex. Feldstein, M. "Enough With the Interest Rate Cuts", the Wall Street Journal, 15 april, 2008 och Frankel, J. "The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices", NBER Working Paper No. 12713, 2006.

■ ***Inflationen beror på lång sikt på penningpolitiken, inte på relativpriser***

Förändringar i relativpriser spelar en viktig roll för hur resurser fördelas i en marknadsekonomi. En höjning av ett relativpris är en signal om att resurserna blivit knappa inom något speciellt område i förhållande till andra områden. Det är därför ofta lönsamt att investera där. Det är precis den typen av marknadsmekanismer som verkar när intresset för gruvbrytning ökar och optimismen stiger i svenska avfolkningsbygder. Höga livsmedelspriser ger på motsvarande sätt incitament att ta outnyttjad odlingsmark i bruk runt om i världen.

Det finns alltså skäl att tro att det högre relativpriset på sikt kommer att öka utbudet på råvaror och livsmedel som därmed kommer att matcha efterfrågan bättre. Men anpassningen kan ta tid. Om utbudet kommer att öka tillräckligt mycket för att hålla jämna steg med världsmarknadsefterfrågan återstår att se. Det är därför svårt att förutse hur länge relativpriserna på råvaror och livsmedel kommer att fortsätta stiga.

Men vad som är fundamentalt från ett penningpolitiskt perspektiv är att förändringar i relativpriser inte i sig är inflation. Inflation innebär att den allmänna prisnivån, eller genomsnittet av alla priser stiger över tiden. Den allmänna prisnivån mäts med något bredare prismått, som konsumentprisindex, KPI.

Ändringar i relativpriser kan och ska penningpolitiken inte motverka. Men vad centralbanken *kan* styra på lång sikt är just hur inflationen utvecklas. En förändring i relativpriser kan ske vid låg inflation då prishöjningarna på de varor som blir relativt dyrare kompenseras av låga prisökningar eller till och med fallande priser på andra varor. Samma relativprisändring kan ske vid hög inflation då alla priser stiger snabbt, men vissa mer än andra. Men om priserna på råvaror och livsmedel skjuter i höjden innebär det att företagets kostnader stiger och inflationen tenderar att pressas upp. För en centralbank med inflationsmål blir då uppgiften att med penningpolitiken se till så att andrahandseffekter på löner och andra priser kan undvikas och att motverka att inflationsförväntningarna stiger. Om priserna stiger snabbare i omvärlden bör en trovärdig penningpolitik också leda till att valutakursen stärks, vilket bidrar till att begränsa genomslaget på inhemska priser. Att hantera prisökningarna ur ett långsiktigt perspektiv handlar egentligen om att vid varje enskilt penningpolitiskt möte fatta väl avvägda räntebeslut.

Principerna är enkla...

Hur ska då en penningpolitisk beslutsfattare resonera vid varje enskilt beslutstillfälle när stigande råvaru- och livsmedelspriser pressar upp inflationen? Att beskriva hur man rent principiellt bör gå till väga är ganska enkelt. Med det penningpolitiska ramverk som vi numera har i Sverige handlar det om att försöka hitta en bana för styrräntan som innebär att prognosen för inflationen hamnar rimligt nära målet samtidigt som realekonomin utvecklas balanserat. Så bör man förstås resonera oavsett vilken störning som träffar ekonomin. I den meningen innebär en uppgång i råvaru- och livsmedelspriserna inte något speciellt.

■ ... men det praktiska genomförandet svårt

Men det praktiska genomförandet är långtifrån enkelt. Det handlar dels om att det inte är helt lätt att i prognosen fånga alla de effekter som stigande priser på råvaror och livsmedel kan tänkas ha på ekonomin. Det handlar också om att penningpolitiken verkar med fördröjning. Snabba prisimpulser kan inte motverkas omedelbart. Ytterligare en komplikation är att effekterna på inflationen och den reala ekonomin går i olika riktning. Inflationen stiger samtidigt som den reala ekonomin, till exempel produktion och sysselsättning, dämpas. Hur avvägningen mellan dessa effekter ska ske är inte självklart men är något som penningpolitiken måste hantera.

Prisökningarna på råvaror och livsmedel de senaste åren har fått inflationen att stiga i många länder. Samtidigt mattas tillväxten i produktionen och sysselsättningen av. Avmattningen beror delvis på en svagare internationell konjunktur i spåren av oron på de finansiella marknaderna och nedgången i USA. Men till en del beror den sannolikt också på just prisuppgången på råvaror och livsmedel. Exempelvis fungerar höjda energi- och livsmedelspriser ungefär som en skatthöjning för hushållen och dämpar den inhemska efterfrågan. Prisökningar på energi och råvaror innebär också att kostnaderna ökar för företagen. Också det tenderar att dämpa produktion och tillväxt.

I ett sådant läge gäller det att försöka hitta en politik som är tillräckligt stram för att förhindra att inflationsimpulserna får varaktigt fäste. Det gäller att se till att de inte sprids till inflationsförväntningar, löner och andra priser. Samtidigt måste politiken vara tillräckligt lätt för att undvika onödigt negativa effekter på produktion och sysselsättning. Det är en svår balansgång. För att klara den på ett sätt som ger en långsiktig hållbar, god utveckling i ekonomin krävs att trovärdigheten för inflationsmålet förblir intakt. Det är med det perspektivet penningpolitiken måste utformas.

För om förväntningarna på inflationen drivs upp och stannar över inflationsmålet finns risk för att de blir något av en självuppfyllande profetia. Och att få bukt med hög och varierande inflationstakt är ofta en mycket svår och kostsam process – för enskilda hushåll och ekonomin som helhet. Oljepriscockerna under 1970-talet är exempel på hur inflationsimpulser utifrån tilläts bita sig fast och fortplanta sig i ekonomin samtidigt som konjunkturen var svag. Notan för hur den anpassningen hanterades blev dyr, inte minst genom att vår konkurrenskraft urholkades.

Konsekvenser för svensk penningpolitik just nu

Vad innebär då de stigande priserna på råvaror och livsmedel för det räntebeslut vi fattade för ett par veckor sedan? Vad innebär utvecklingen för penningpolitiken framöver om dessa prisstegringar fortsätter? Ja, det rör sig förstås till stor del om den balansakt som jag nyss beskrev. Vi i direktionen måste för närvarande ta hänsyn just till krafter som drar ekonomin åt olika håll i våra överväganden. I Sverige är konjunkturen fortfarande ganska stark, men det finns tecken på avmattning. Vi ser också en svagare internationell utveckling och finansiell oro. Mot det står att inflationen och inflationsförväntningarna fortsätter att vara höga. Man kan alltså säga att prisutvecklingen på råvaror och livsmedel på sätt och vis finns med i båda vågskålarna. Den ligger i viss utsträckning bakom

■ både att konjunkturen dämpas och att inflationen och inflationsförväntningarna är höga.

Den sammanvägning av olika faktorer som jag och mina kollegor i direktionen gjorde vid det senaste penningpolitiska mötet resulterade i att vi lämnade reporäntan oförändrad på 4,25 procent. Vi räknar också för närvarande med att räntan behöver hållas kvar på den nivån under 2008 för att klara inflationsmålet på ett par års sikt. Livsmedels- och råvarupriserna hade förstås betydelse för våra bedömningar. Så låt mig därför avsluta med att beskriva hur jag själv resonerade kring detta i samband med räntebeslutet.

Stigande priser

Sammantaget har inflationen i stort sett utvecklats i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari. Konsumentprisindex, KPI, ökade med 3,4 procent i mars. Det är en inflationstakt som ligger en bra bit över målet på 2 procent. En stor del av uppgången i KPI – nära en procentenhet – hänger samman med att räntekostnaderna för egnahem ökat och därmed med de räntehöjningar som Riksbanken genomfört de senaste två åren.

Men uppgången handlar också om de snabbt stigande priserna på livsmedel och olika råvaror på världsmarknaden. Det blev tydligt inte minst under hösten 2007. Då steg inflationen mätt med KPI med drygt 1,5 procentenheter på bara några månader. Orsaken var framförallt just högre priser på energi och livsmedel. När så snabba prisimpulser från omvärlden påverkar inflationen kan penningpolitiken inte motverka dem omedelbart. Dessutom kan det vara mycket svårt, om ens möjligt, att förutse den typen av svängningar. Därför kan man under sådana förhållanden inte heller räkna med att undvika effekter på inflationen, som de vi sett på senare tid.

En balansgång

Nu måste som sagt både vi och andra centralbanker klara av balansgången jag nyss talade om. Riksbankens lagstadgade mål är prisstabilitet, och vi ska bedriva penningpolitiken så att inflationen når målet på 2 procent inom ett par år. Klarar vi det har vi möjlighet att också försöka påverka konjunkturmässiga svängningar i exempelvis produktion och sysselsättning. Det låter som sagt enkelt men vi måste nu hantera att prishöjningarna på energi och livsmedelsråvaror å ena sidan sätter press uppåt på inflationen och å den andra dämpar tillväxten. En stram penningpolitik skulle bidra till att dämpa inflationen. Samtidigt skulle en sådan politik hämma den reala aktiviteten i ekonomin i ett läge när konjunkturen är på väg nedåt.

Beslutssituationen blir inte lättare av att det är svårt att fånga och förutse alla de effekter som en prisökning på råvaror eller livsmedel har på ekonomin och – inte minst – hur varaktiga prisimpulserna blir. Är det fråga om tillfälliga effekter på inflationen behöver de inte motverkas med penningpolitik.

Ibland hörs argumentet att Riksbanken inte borde försöka motverka prisökningar man inte "kan göra något åt". Ett sådant exempel är stigande världsmarknadspriser på olja. Men även priser som vi har liten möjlighet att påverka, annat än i den utsträckning som växelkursen påverkas av penningpolitiken, ingår i den varukorg som mäter konsumentpriserna. Det handlar förstås om att det påverkar hushållens köpkraft. En prisimpuls kan också

■ få fäste och ge långvariga effekter på inflationen oavsett var den kommer ifrån. Och varaktiga effekter måste centralbanken parera, vare sig impulserna kommer från löner, priser på livsmedel, olja eller något annat.

Utvecklingen är långtifrån säker...

I den prognos som vi publicerade för drygt två veckor sedan räknar vi med att de snabba prishöjningarna på energi och livsmedel delvis är tillfälliga och kommer att avta framöver. Vi räknar också med en stark krona. En sådan utveckling bidrar till att inflationen faller tillbaka. Men detta är naturligtvis osäkert, inte minst av de skäl jag tagit upp här tidigare under morgonen. Om de internationella prisimpulserna skulle bli starkare och mer varaktiga än beräknat blir förstås också inflationen högre. Men det är som jag ser det inte heller uteslutet att de internationella prisstegringarna istället dämpas mer än väntat. Det skulle i så fall pressa tillbaka inflationen snabbare. En möjlig orsak till det vore om den internationella konjunkturen bromsar in kraftigare än vi förutsett. De här riskerna har vi lyft fram i tidigare rapporter.

Ytterligare en faktor som enligt min mening bidrar till osäkerheten i bedömningen är det ökade intresset för portföljplaceringar i livsmedel och råvaror. Om förväntningarna på framtida avkastning på sådana placeringar vänder kan det bidra till att prisutvecklingen bromsar in snabbare. Och det skulle i så fall så småningom påverka inflationen i konsumentledet.

Det är också möjligt att en sådan effekt – att kapital dras tillbaka och investeras i andra tillgångar – bidragit till att bland annat vetepriiset fallit snabbt på senare tid. När det gäller utvecklingen på råvarumarknaderna sedan den senaste prognosen har priserna utvecklats åt lite olika håll. Också prissättningen på olika terminsmarknader ger just nu en något splittrad bild av vart utvecklingen är på väg. Oljepriiset har stigit oväntat mycket och terminspriserna tyder på att det kan ligga kvar på en högre nivå. Samtidigt har världsmarknadspriset på vissa livsmedel och metaller fallit under de senaste veckorna, till exempel på vete, kött och aluminium. Priset på vissa andra livsmedel, till exempel ris, har dock stigit den senaste tiden.

...men vi måste ändå ta ställning

Men alldeles oavsett om de internationella prisimpulserna blir tillfälliga eller mer varaktiga får de inte tillåtas driva upp inflationen permanent! Enligt min mening har risken för det har ökat genom att inflationsförväntningarna stigit under hösten. Enligt Prosperas enkät i april har dock förväntningarna fallit tillbaka något. Konjunkturinstitutets hushållsbarometer tyder också på att hushållens inflationsförväntningar justerats ned sedan rapporten i februari.

Men fortfarande ligger förväntningarna särskilt på längre sikt väl högt. Och det var en orsak till att jag röstade för att lämna reporäntan oförändrad på 4,25 procent vid vårt senaste möte. Andra viktiga faktorer bakom mitt ställningstagande var att inflationen enligt vår prognos kommer att överstiga målet ett bra tag framöver samtidigt som tillväxten fortfarande är ganska god. Sammanvägningen av dessa faktorer talade också för att räntan kan behöva ligga kvar på nuvarande nivå ett tag framöver. Men vid vårt möte betonade jag samtidigt riskerna för en svagare utveckling på sikt, inte minst till följd av den finansiella oron och dämpningen av tillväxten i omvärlden. För mig vägde dessa

- något tyngre än riskerna för en högre inflationstakt framöver. Jag uteslöt därför inte att räntan kan behöva sänkas senare under prognosperioden.