

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

TISDAG DEN 27 JANUARI 1998

Vad händer med inflationen och räntan?

Anförande vid Stockholms Handelskammars och
Veckans Affärers konferens den 27 januari 1998

Tack för inbjudan att komma hit och tala under rubriken "Vad händer med inflationen och räntan?". Innan jag kommer in på den aktuella penningpolitiken tänker jag blicka tillbaka eftersom det är fem år sedan inflationsmålet beslutades.

Fem år sedan inflationsmålet beslutades

I januari 1993 beslutade riksbanksfullmäktige att lägga fast ett explicit inflationsmål, enligt vilket inflationstakten mätt som förändring i konsumentprisindex från och med 1995 skulle begränsas till 2 procent, med en tolerans om +/- 1 procentenhet.

Inflationsmålet var ursprungligen ett av Riksbanken självpåtaget åtagande. Regering och riksdag har dock uttryckligen ställt sig bakom såväl den penningpolitiska inriktningen mot prisstabilitet som inflationsmålet. Under 1997 gjordes en överenskommelse mellan fem riksdagspartier som bl.a. innebär att det föreskrivs i lag att Riksbankens mål skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde. I november 1997 överlämnade regeringen en proposition till riksdagen med bl.a. detta innehåll. Penningpolitikens inriktning mot låg inflation har alltså under senare år bekräftats allt starkare.

Inflationsmål och öppenhet

Riksbankens ursprungliga beslut om att införa inflationsmålet togs under ganska stor tidspress och tiden för mer omfattande analyser var begränsad. Erfarenheterna hittills av inflationsmålspolitiken tycker jag måste betraktas som positiva.

En stor fördel med en penningpolitik inriktad på ett fastställt tydligt inflationsmål är att den går bra att kombinera med öppenhet. Marknadsaktörer kan få en klar bild av vad det är som styr Riksbankens agerande. Det är också förhållandevis tydligt hur politiken fungerar, vilket bör underlätta strävandena att få allmänheten att sluta upp bakom målet. Inflationsmålet är ett medel för att stabilisera förväntningarna om hur penningpolitiken agerar. Brist på öppenhet och tydlighet i penningpolitiken gör det svårare för inflationsförväntningarna att ställa in sig på målet. Det kan i sin tur göra det svårare att uppnå en hög och stabil tillväxt.

Mot denna bakgrund har Riksbanken arbetat för en större öppenhet under de senaste åren. En stab av högt kvalificerade medarbetare har byggts upp, modell- och analysarbetet har utvecklats intensivt, rutiner kring den penningpolitiska beredningen och besluten har formats och ett nytt räntestyrningssystem för penningpolitiken har satts i sjön.

Riksbankens strävan mot större öppenhet har tagit sig uttryck i medverkan i öppna utskottsfröhor i riksdagen, inflationsrapporter, tal, artiklar, diskussioner samt olika former av seminarier och publicering av expertpromemorior. Arbetet har, tycker jag, efter hand skapat både en större insikt om hur penningpolitiken arbetar hos såväl marknadsaktörer som hos en bredare allmänhet. Tecken på detta är att det efter hand blivit en allt bättre samstämmighet mellan Riksbankens penningpolitiska intentioner och aktörernas förväntningar om penningpolitiken. Dessutom markerar fempartiuppgörelsen om den nya Riksbankslagen en bred politisk uppslutning kring låginflationspolitiken. Ambitionen är också att processen i riktning mot ökad öppenhet skall fortsätta så långt det är rimligt och möjligt.

Penningpolitiken kritiserar

Naturligtvis har det förekommit viss kritik mot penningpolitiken. I början handlade kritiken ofta om det är rimligt och möjligt att sträva efter två procents inflation? Den diskussionen tycks nu ha ebbat ut. Idag ligger inflationen kring 2 procent och alltfler har sett fördelarna med det.

Diskussionen har också handlat om varför Riksbanken inte har till uppgift att verka för andra mål som t.ex. tillväxt. Även här har insikten ökat - även om den inte omfattar alla. Penningpolitiken kan på lång sikt enbart påverka inflationen och det finns inget långsiktigt utbytesförhållande alls mellan inflation och tillväxt. Om något tenderar en hög inflation att leda till en sämre realekonomisk utveckling.

På kort sikt förhåller det sig dock delvis annorlunda. Inflationsmål och tillväxt är då för det mesta två sidor av samma mynt - åtminstone när inflationsförväntningarna har stabiliserats runt målet. En svagare tillväxt innebär att inflationsriskerna från efterfrågesidan avtar, vilket normalt motiverar en lättare penningpolitik. Om-

vänt innebär en allt för stark efterfrågan i förhållande till ekonomins produktionspotential att inflationen kan stiga och att reporäntan behöver höjas.

För närvarande tycks diskussionen handla om huruvida Riksbanken agerar symmetriskt eller inte. Är det m.a.o. lika viktigt för Riksbanken att undvika att komma under inflationsmålet som att förhindra att inflationen hamnar över målet. Låt mig svara ett kategoriskt ja på den frågan. Riksbanken strävar efter en inflation som ligger på 2 procent. Varken mer eller mindre.

Diskussionen kring frågan om asymmetri i penningpolitiken verkar vara kopplad till främst två saker.

Den första handlar om att urskilja *vad det är som styr penningpolitiken*. Är det den inflation som råder just för dagen? Eller är det den inflation som bedöms föreligga om ett till två år framåt i tiden? Svaret är att det är bedömningen om den framtida inflationen som Riksbanken styr efter. Om dagens inflation ligger på 2 procent, men prognosen (med antagande om oförändrad styrränta) ett till två år framåt i tiden t.ex. visar på en inflation på 1 procent skall styrräntan sänkas. Skälet är ganska enkelt. Det tar vanligen ett till två år innan penningpolitiken får full effekt. Om vi styrde efter den rådande inflationen skulle styrräntan behöva variera mer och kraftigare. Det skulle leda till oönskad instabilitet i ekonomin. Men hur kan vi vara säkra på att prognoserna alltid slår rätt? Naturligtvis kan prognoserna slå fel. Därför gör inte Riksbanken en bedömning om framtiden, ändrar styrräntan och sedan sitter med armarna i kors under två år för att vänta på utfallet. Bedömningarna ändras istället vid behov fortlöpande på basis av ny information och penningpolitiken justeras successivt. På så sätt arbetar vi systematiskt för att nå inflationsmålet på två procent, med strävan att undvika onödigt stora utslag på reporäntan. Det hindrar inte att det ibland kan behövas mer kraftfulla justeringar av penningpolitiken om det uppkommer situationer då detta bedöms vara nödvändigt.

Den andra faktorn som kan ligga bakom diskussionen om en asymmetri i penningpolitiken, tror jag har att göra med sk. *temporära effekter på inflationen*. Det kan t.ex. handla om när riksdagen ändrar skatter eller subventioner, när räntekostnaderna för egnahemsägare stiger eller sjunker till följd av Riksbankens penningpolitiska åtgärder eller när störningar från omvärlden i form av plötsliga förändringar av t.ex. oljepriser påverkar prisnivån. Sådana engångsvisa ändringar av prisnivån leder till att inflationen stiger eller sjunker temporärt och med de mått på inflationen som används kommer denna nivåeffekt att bestå under de följande tolv månaderna. Riksbankens har sagt att sådana *temporära effekter bör spela en underordnad roll i penningpolitiken i den mån de inte påverkar inflationsförväntningarna och därmed ger mer bestående effekter på inflationen*.

Två episoder med temporära effekter

Första gången diskussionen om temporära effekter var aktuell var i slutet av 1994 och början av 1995 och berodde på de ändringar av indirekta skatter och subventioner som då beslutades och trädde i kraft och som var ett led i budgetsaneringen. Då var det fråga om en temporär höjning av inflationen.

I några tal under vintern 1994/1995 diskuterade jag den frågan ganska utförligt. I samband med exempelvis ett anförande på Nationalekonomiska Föreningen i februari 1995 konstaterade jag att det kan förekomma störningar som snabbt slår ige-

nom på prisnivån, som t.ex. ändrade indirekta skatter och subventioner och som leder till att inflationen avviker från målet. Sådana effekter ryms vanligen inom toleransintervallet, men de kan också vara så stora att inflationen hamnar utanför gränserna. Penningpolitikens uppgift är i sådana situationer att säkra att avvikelser från målet inte får bestående effekter på inflationstakten och inflationsförväntningarna. Drastiska åtgärder skulle möjligen snabbt få effekt, med det skulle destabilisera ekonomin och är inte önskvärt.

Jag gjorde i olika sammanhang klart att uppläggningsen av penningpolitiken skulle tillåta genomslag på prisnivån av de priseffekter som berodde på budgetsaneringen. Däremot gällde det att säkra att de temporära effekterna också blev temporära och inte påverkade inflationsförväntningarna.

Vid den här tiden låg emellertid inflationsförväntningarna redan kring 4 procent, av döma av olika enkäter. Det gjorde att inflationsbedömningarna sammantaget, med antagande om oförändrad styrränta, pekade på att inflationsmålet skulle komma att överskridas i takt med att aktiviteten i ekonomin tilltog. De höga inflationsförväntningarna ledde även till för höga löneökningar i avtalsrörelsen under våren 1995. Det var bl.a. detta som motiverade höjningarna av styrräntan mellan augusti 1994 och juli 1995 - inte priseffekterna från budgetsaneringen.

Under 1996 och 1997 påverkades inflationstakten åter av temporära effekter, men åt andra hållet via lägre räntekostnader för egnahemsägare. Även apprecieringen av kronan bidrog till att dra ned KPI, i samband med den snabba förbättringen av förtroendet för budgetpolitiken.

Om Riksbanken skulle fortsätta att sänka styrräntan efter det att tidigare styrräntesänkningar haft en temporär neddragande inverkan på den aktuella inflationstakten skulle detta verka destabiliserande på ekonomin. Riksbanken skulle så att säga börja jaga sin egen svans, med allt fler och större räntesänkningar. Så småningom skulle inflationsförväntningar och faktisk inflation ha tagit fart och Riksbanken skulle tvingats strama åt kraftigt istället. Eftersom även höjda styrräntor har temporära effekter på inflationen skulle Riksbanken åter börja jaga sin egen svans, men nu i en uppåtgående spiral. Resonemanget visar det absurda i att sänka eller höja styrräntan som en konsekvens av de direkta, men temporära, effekter som följer av Riksbankens egen penningpolitik. Om inte inflationsförväntningarna påverkas finns det heller ingen anledning att tro att effekterna på inflationen skall bli bestående.

Avvikelser från inflationsmålet beror på temporära effekter

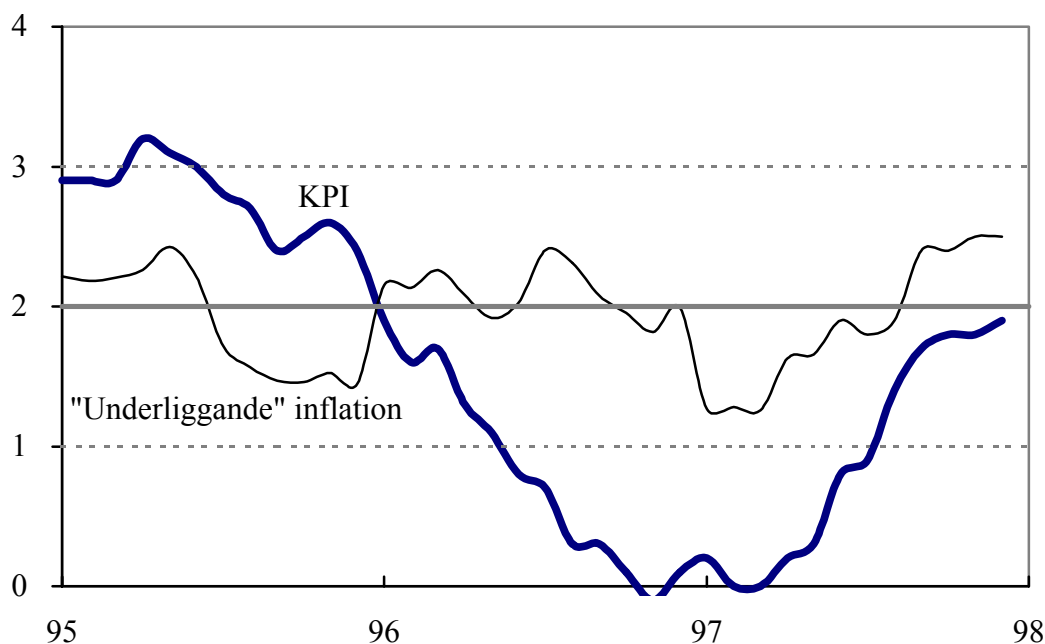
En fördel med ett explicit inflationsmål är att den förda penningpolitiken kan utvärderas. Det är därför omöjligt för Riksbanken att vara asymmetrisk i sin syn på inflationsmålet. Det skulle i så fall avslöjas.

Diagrammet visar två kurvor. Den ena är inflationen, mätt som KPI, den andra är ett - av flera mått - på den underliggande inflationen där KPI rensats för temporära effekter i form av räntekostnader för egna hem, indirekta skatter och subventioner samt för priser på importerade varor.¹

¹ Tanken med att i detta sammanhang redovisa detta mått är inte att upphöja dess roll eller att det skulle vara det i alla lägen bästa måttet på underliggande inflation. Det är dock det mått där sådana

Diagram: Faktisk och underliggande inflation 1995 - 1997

Tolv månaderstal, procent



Källa: SCB och Riksbanken.

Anm: Diagrammet visar ett av flera mått på underliggande inflation som Riksbanken arbetar med. Definitionen i detta fall är KPI exkl. ändrade indirekta skatter och subventioner, räntekostnader för egna hem och priser på varor och tjänster som huvudsakligen importeras. Det brukar kallas för den inhemska underliggande inflationen, UNDINH.

Sedan målet började gälla 1995 har KPI ökat med 1,5 procent i genomsnitt per år. Det innebär att utfallet ligger relativt nära målet och väl inom toleransintervallet. Den underliggande inflationen, mätt som i diagrammet, har under samma period i genomsnitt legat på 2 procent. De temporära effekter som sänkt inflationen har följaktligen varit något större än de som har höjt den. I frånvaro av temporära effekter skulle alltså inflationen ha pendlat kring 2 procent.

Efter bara tre år med inflationsmålpolitik är det för tidigt att slutligen utvärdera politiken. När inverkan av temporära effekter beaktas är det dock svårt att driva hem tesen att Riksbanken skulle ha agerat asymmetriskt.

Vad detta visar är att inflationen, mätt som KPI, ibland kan avvika från målet och t.o.m. hamna utanför toleransintervallet. Det viktiga då är att Riksbanken kan göra troligt att inflationen gradvis kommer tillbaka till 2 procent. Det kan ske antingen genom att visa att inflationen påverkats i huvudsak av temporära effekter, eller - om det är fråga om mer bestående effekter - via styrräntan lotsa tillbaka inflationen till målet, inom den tidsperiod som penningpolitiken verkar.

temporära effekter rensats bort, som samtliga i hög grad påverkat utvecklingen under perioden 1995 till 1997.

Motivet till att här korrigerar KPI också för priser på importerade varor är att kronans kurssvängningar framför allt berott på snabba förändringar i förtroendet för budgetsaneringen.

Under delar av 1996 och 1997 har tolvmånaderstalet för KPI tidvis legat under den undre toleransgränsen på 1 procent. Riksbankens har, vid ett flertal tillfällen, framhållit att detta i huvudsak berott på sänkningarna av reporäntan under 1996. Eftersom det inte varit fråga om mer bestående effekter och eftersom inflationsprognosen visade på uppgång behövde inte reporäntan sänkas ytterligare. Under sommaren och hösten 1997 har det också som väntat skett en ganska snabb uppgång av inflationen i takt med att dessa temporära effekter successivt börjat försvinna ur tolvmånaderstalen. Den faktiska inflationen har alltså närmast sig den underliggande. Denna uppgång har av Riksbanken beskrivits i allt annat än alarmistisk ton.

Den senaste inflationsrapporten

Låt mig nu komma in på den framtida inflationsutvecklingen och vad som idag kan sägas om penningpolitiken.

En naturlig startpunkt är inflationsrapporten från december. I den gjordes bedömningen att inflationen under 1998 skulle komma att överstiga inflationsmålet något. Inflationen bedömdes stiga gradvis och bli ca 2,5 procent under 1999. Den underliggande inflationen väntades också öka och uppgå till drygt 2,5 procent i slutet av 1999. I stort överensstämde denna bedömning med den som t.ex. Konjunkturinstitutet gjorde ungefär samtidigt, liksom med de prognoser som olika prognosmakare rent allmänt gjorde i november och december förra året.

Till grund för Riksbankens bedömning låg bl.a. en prognos om att konjunkturen skulle komma att fortsätta att förstärkas, nu med ett större stöd också från inhemsk efterfrågan. BNP-tillväxten väntades komma att uppgå till ca 3 procent 1998 och drygt 3 procent 1999. Inflationsförväntningarna bedömdes ligga i stort sett i linje med inflationsmålet.

Jämfört med inflationsprognosen i september innebar bedömningen i Riksbankens decemberrapport en mindre upprevidering med några tiondelar för 1999, främst till följd av högre lönekostnader och lägre produktivitet. Viktigare för penningpolitiken var i praktiken att tidsperspektivet förskjutits framåt ett kvartal, vilket medförde att inflationsprognosen innefattade en period med beräknat något högre kapacitetsutnyttjande och inflationstryck. Den realekonomiska bilden av framtiden hade under hösten inte förändrats i någon påtaglig utsträckning.

I december månads inflationsrapport diskuterades vidare två alternativa scenarier som bedömdes vara ungefär lika sannolika. Det ena innebar ett starkare inflationstryck till följd av högre löneökningar eller en sämre produktivitetens utveckling. Det andra innebar att effekterna av Asienkrisen skulle bli större än beräknat och att inflationen till följd av detta skulle stiga mindre.

I den allmänna diskussionen har det påståtts att Riksbanken bagatelliserade Asienkrisen. Det stämmer inte. Vissa effekter beaktades i inflationsrapportens huvudscenario. Men framför allt fanns risken för att Asienkrisen skulle förvärras framlyft i ett riskscenario som en viktig faktor för penningpolitiken att beakta.

Allmänt sett gjordes bedömningen att det mot bakgrund av den konjunkturförsvensk ekonomi befinner sig i är viktigt att penningpolitiken inte är expansiv alltför länge. Penningpolitiken måste läggas om i mindre expansiv riktning i god tid innan resursutnyttjandet i ekonomin blir för högt, med tanke på den eftersläpning som

penningpolitikens verkan är förknippad med. Syftet angavs att en sådan politik skulle ge bättre förutsättningar för en mer långvarig produktions- och sysselsättningsuppgång.

Mot denna bakgrund höjdes reporäntan i december, efter det att Inflationsrapporten presenterats, med 25 räntepunkter, från 4,10 till 4,35 procent.

I perioder som präglas av finansiell oro på de internationella marknaderna sker ofta en sk. "flykt till kvalitet". Sparare och investerare upplever osäkerhet och gör omplaceringar i sina portföljer. Det som upplevs som trygga placeringar föredras. I samband med Mexikokrisen våren 1995 sjönk kronan kraftigt och långa räntor steg påtagligt. Det skedde m.a.o. en flykt *från* Sverige. Med tanke på den tendens till försvagning av kronan som skett under senare tid, är det att gå för långt att tala om att det skett en flykt *till* Sverige. Ändå kan man konstatera att situationen är annorlunda nu jämfört med tidigare lägen då det varit finansiell oro på den internationella marknaderna, vilket inte hindrar att det skulle vara bra om nuvarande undervärdering av kronan korrigerades.

Slutsatsen av resonemanget är att det ökade förtroendet som svensk ekonomisk politik gradvis uppnått under senare år ständigt måste vårdas, inte minst för att ha motståndskraft i oroliga tider. Det måste också vara tydligt för alla som påverkar pris- och löneutvecklingen att Riksbanken strävar efter att uppnå inflationsmålet. Därför var det viktigt att höja reporäntan i december eftersom den samlade bedömningen av den framtida inflationen visade på ett överskridande av målet.

Något gynnsammare inflationsutsikter

Sedan Inflationsrapporten har det kommit information av viss betydelse för bedömningen av inflationsbilden. Det gäller krisen i Asien, inledningen på avtalsrörelsen och hyresförhandlingarna.

Krisen i Asien har förvärrats både i termer av dess effekter på finansiella marknader och dess troliga konsekvenser för den reala tillväxten i världsekonomin och inflationen under de kommande åren. Hur omfattande effekterna blir är det i dagsläget svårt att ha en välgrundad uppfattning om. Mycket talar dock för att effekterna blir större än vad de flesta räknade med i slutet av förra året. Statistiken kommer mot denna bakgrund att inom de närmaste månaderna sannolikt att indikera en lugnare expansion av svensk export och industriproduktion.

Löneavtal har slutits på bl.a. pappersområdet. Ännu berörs bara en liten del av arbetsmarknaden, men många bedömare anser att ingångna avtal kommer att vara vägledande också för andra områden. Det är svårt att ha någon mer färdig uppfattning om vad hittills ingångna avtal betyder för löneökningarna i hela ekonomin. En försiktig slutsats kan vara att löneutfallet blir något lägre än vad Riksbanken räknade med i huvudscenariot, i vart fall för 1998. Det bör dock poängteras att många förhandlingar återstår och till detta kommer storleken på löneglidningen inom olika områden. Sannolikheten för det ur inflationssynpunkt sämre alternativscenariot i Inflationsrapporten bör dock ha minskat.

Hyreskostnader, utgör drygt 11 procent av konsumentprisindex och är den enskilt största posten i KPI. För 1998 och 1999 har ca 65 respektive 25 procent av hyresbeståndet färdiga avtal. Dessa avtal ger en genomsnittlig ökning på drygt 2 procent för 1998 och på knappt 3 procent 1999. Utfallet för 1998 är något lägre än

väntat. Till detta kommer att det finns signaler som tyder på att hyrorna för 1998 kan komma att omförhandlas, vilket verkar något neddragande på inflationsbedömningen för detta år.

Inte skäl att för närvarande ändra reporäntan

Sammantaget kan alltså konstateras att den ekonomiska utvecklingen i världen troligen blir något svagare än tidigare beräknats under den period som penningpolitiken har att beakta. Inflationsutsikterna ser av detta skäl något mer gynnsamma ut. En hårdare importkonkurrens driver utvecklingen i viss utsträckning i samma riktning. Till bilden hör också att inflationen kan bli något lägre 1998 till följd av en svagare hyresutveckling.

Lika viktigt för utformningen av penningpolitiken är i dagsläget den förändrade riskbilden. Sannolikheten för ett löneutfall påtagligt högre än huvudscenariots har avtagit. Samtidigt är osäkerheten om effekterna av Asienkrisen stor. Mycket beror på hur den hanteras. Mot detta står att särskilt i Europa är de grundläggande faktorerna för tillväxt på plats.

Slutsatsen är att det inte finns skäl att för närvarande ändra reporäntan.