

# Anförande

Vice riksbankschef Lars Heikensten

---

TORSDAGEN DEN 19 FEBRUARI 1998

## Åtta frågor om penningpolitiken

Nationalekonomiska föreningen i Umeå

### Inledning

Under 1990-talet har det förts en intensiv diskussion om penningpolitiken. Det är inte förvånande mot bakgrund av den djupa krisen i svensk ekonomi under början av decenniet och den roll penningpolitiken spelade såväl då som när krisen byggdes upp. Penningpolitiken har också sedan dess fått en tydlig, men för Sverige under efterkrigstiden ny roll i att självständigt värna penningvärdet. Med en rörlig växelkurs blir beslut som Riksbanken fattar löpande om sin styrränta mycket påtagliga och viktiga för hushållens och företagens beteenden och för den ekonomiska utvecklingen.

Den penningpolitiska diskussionen har utvecklats över tiden. Frågor och påståenden om penningpolitikens grundläggande inriktning mot prisstabilitet, som var mycket vanliga för ett par år sedan, är det i mindre utsträckning idag. Förståelsen för Riksbankens agerande förefaller ha ökat. Löpande försöker vi utvärdera detta genom att fråga allmänheten hur den ser på Riksbankens arbete samt genom att följa media och "nyhetsbrev" som skrivs av marknadens aktörer. Det går också att i marknadens reaktioner på förändringar i styrräntorna bilda sig en uppfattning om politikens uppläggning är begriplig.

Trots att kunskapen om och förståelsen för Riksbankens politik efterhand har ökat tror jag att det då och då finns anledning att redovisa såväl grunden för

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

politiken som några av de principer som idag vägleder den. Avsikten med dagens anförande är just detta. Jag ska försöka besvara sju av de frågor som jag mött oftast under de senaste åren på möten och i ledare och debattartiklar och som ständigt synes genomsyra diskussionen om penningpolitiken. En åttonde fråga ska jag kommentera avslutningsvis; varför är penningpolitiken just nu upplagd som den är?

### ***Fråga 1: Varför är det bra med låg inflation?***

Tidigare decenniers erfarenheter i Sverige och mängder av internationella exempel visar att hög inflation är förenad med *samhällsekonomiska kostnader*. Dessutom uppstår stora kostnader när man tvingas växla ner från hög till låg inflation, något som förr eller senare alltid inträffar.

Det har visat sig att hög inflation ofta är förknippad med att relativpriserna, prisförhållanden mellan olika varor, förändras kraftigt. En snabb och ryckig prisutveckling skapar osäkerhet om framtiden för alla aktörer i ekonomin. Det blir helt enkelt svårare att fatta långsiktiga beslut. Hushåll och företag tvingas i praktiken att ta större risker och kräver då både högre räntor och vinster. Det här resonemanget får stöd i en del forskningsresultat, som tyder på att ekonomins tillväxttakt kan bli lägre genom att den ökade osäkerheten minskar investeringsaktiviteten. Till detta kommer att risken för felaktiga investeringar ökar. (*Diagram 1. KPI och tillväxt*).

Att Sverige under 1970- och 80-talen tappade så mycket mark i välståndstermer i förhållande till många andra europeiska länder beror säkert till en del på den stabiliseringspolitik som bedrevs. Priser och löner tilläts jaga varandra samtidigt som budgetpolitiken var alltför svag. Devalveringscyklerna avlöste varandra med låga investeringar och en svag produktivitetutveckling som resultat.

Hög inflation leder också till godtyckliga förändringar i *inkomst- och förmögenhetsfördelningen* i samhället. Löner och vinster stiger normalt i takt med inflationen. Ännu snabbare stiger ofta värdet på fastigheter och en del finansiella placeringar. Samtidigt släpar nominellt fasta räntor och transfereringar efter. 1970- och 1980-talens stora vinster för villaägare och bostadsrättsinnehavare skedde i praktiken på bekostnad av hyresgäster och banksparare. Mellan t.ex. åren 1971 och 1974 steg villapriserna med 50 procent och jordbruksfastigheterna med 80 procent. Detta medan de som hade sparat i obligationer eller på banken fick se sina tillgångar minska med ungefär en tredjedel reallt.

Problemen förstärks av skattesystem och bidrag som helt eller delvis är indexerade. Grupper som har full indexering gynnas på bekostnad av andra som inte åtnjuter bidrag eller inte får full kompensation. Också de samhällsekonomiska kostnaderna kan komma att stiga när företagens och hushållens beteende påverkas negativt av skatter och bidrag i kombination med en hög inflationstakt. Många goda exempel på detta går att finna i den svenska 1970- och 80-talshistorien. Den amerikanske ekonomen Martin Feldstein har beräknat att om inflationen ökar från noll till två procent så uppgår de samhällsekonomiska kostnaderna i USA till

motsvarande en procent av BNP i huvudsak till följd just av störningar skapade av samspelet mellan skattesystemet och inflationen.

Låt mig avsluta svaret på denna första fråga med att understryka att mina resonemang är allt annat än nya, även om några av exemplen är det och det finns ny empirisk forskning att luta sig mot. LO-ekonomen Gösta Rehn argumenterade under 1950- och 60-talen för att politiken för full sysselsättning måste kombineras med en stram efterfrågepolitik. Bara om efterfrågan hålls tillbaka och spelreglerna var tydliga kunde lönebildningen fungera väl. Under parollen "Hata inflationen" drev han också under decennier en kamp mot inflationen av fördelningsskäl. Stora, godtyckliga inkomst- och förmögenhetsförändringar utgör ytterst ett hot mot det sammanhållande "kittet" i våra samhällen och därmed mot det demokratiska systemet.

### ***Fråga 2: Varför har inflationen "släppts fram"?***

I ett riktigt långt tidsperspektiv har den genomsnittliga inflationen varit låg i Sverige. Detta förändrades under efterkrigstiden både i Sverige och i flertalet andra industriländer. Under 1960-, 70- och 80-talen steg inflationen trendmässigt och fluktuerade samtidigt mycket. Först på 1980-talet stabiliserades prisutvecklingen i stora delar av västvärlden och i Sveriges fall har det skett nu på 1990-talet. (*Diagram 2. Prisutvecklingen i Sverige sedan 1880*)

Mot bakgrund av vad jag just sagt om vikten av låg inflation kan man fråga sig varför inflationen kunde tillåtas bli så hög under de senaste decennierna. Varför bedrevs överlag inte en stramare politik som höll nere inflationen? Utvecklingen ser ungefär likadan ut i andra länder i västvärlden. Det antyder att det finns en gemensam förklaring.

Klart är att det nationalekonomiska tänkandet har skiftat under de senaste decennierna och att trendbrottet i prisnivån sammanfaller med att det keynesianska synsättet (som inte sällan var en grov "övertolkning" av vad Keynes själv skrivit och sagt) fick ett dominerande inflytande på den ekonomiska politiken. Ambitionen att med ekonomisk-politiska medel stabilisera ekonomin och skapa full sysselsättning växte sig allt starkare. Genom att släppa upp lite högre inflation trodde man sig länge kunna "köpa" mindre arbetslöshet. Såväl den faktiska utvecklingen fram till 1970-talet som den då förhärskande teoribildningen stödde denna syn.

Denna bild av hur ekonomin fungerade ändrades på 1970-talet. Ekonomierna i många av västländerna uppvisade då både hög inflation och hög arbetslöshet. I rättvisans namn bör man dock nämna att oljeprischockerna också bidrog till den höga inflationen detta decennium och att alla problem alltså inte var en följd av stabiliseringspolitiska misslyckanden.

Numera accepterar de flesta ekonomer och politiska beslutsfattare att det bara är på kort sikt som det finns ett utbytesförhållande mellan inflation och

sysselsättning. Genom *oväntad* inflation kan reallönerna sänkas och sysselsättningen därmed stimuleras. Men när det här mönstret genomskådas - och så sker rimligen efter en tid - anpassar sig inflationsförväntningarna till den nya högre inflationstakten. Då försvinner den positiva effekten på tillväxten och sysselsättningen återgår till sin tidigare nivå. Kvar finns bara en högre inflationstakt. På lång sikt finns med andra ord normalt sett inget positivt samband mellan sysselsättning och inflation som kan utnyttjas i den ekonomiska politiken. Sysselsättningen bestäms på lång sikt i stället av realekonomiska förhållanden som teknologisk och befolkningsmässig utveckling eller arbetsmarknadens funktionsduglighet.

Frestelsen att använda penningpolitiken för att stimulera sysselsättningen har dock funnits kvar. Även för en regering som vet att effekterna på lång sikt av att släppa fram lite för hög efterfrågan är negativa kan det vara kortsiktigt lockande. Bara det faktum att denna möjlighet har funnits har i sin tur gjort det svårare att skapa tilltro till en politik med låg inflation. Även när det gäller länder där regeringar och centralbanker tydligt lagt om politiken i riktning mot prisstabilitet kan en oro för "återfall" finnas kvar. En sådan oro är inte utan kostnader för samhällsekonomin. Hushåll och företag kalkylerar med att det finns risk för en uppgång i inflationen. En följd av detta kan bli ett högre ränteläge och en sämre allmänekonomisk utveckling än vad som skulle varit möjligt om alla ekonomins aktörer helt litat på anti-inflationspolitiken.

### ***Fråga 3: Varför ska centralbanker vara självständiga?***

Det är den här typen av problem som kan förklara varför många västländer under senare år förändrat sin lagstiftning och på andra sätt har gjort sina centralbanker mer självständiga. I grunden handlar det både om att frestelsen att tillgripa en enklare väg på kort sikt kan blir för stor, och att förväntningarna om detta byggs in i systemet och gör politiken mindre effektiv. Genom att ge centralbanken en självständig ställning kan de politiska beslutsfattarna markera att de menar allvar med sin ambition att låta penningpolitiken bedrivas med långsiktiga mål för ögonen. På så vis kan prisstabilitet förenas med en bättre ekonomisk utveckling.

Det har gjorts en hel del studier som visar att en självständig ställning för centralbanken tenderar att gå hand i hand med en gynnsam inflationsutveckling. I länder med förhållandevis självständiga centralbanker, dvs. där det politiska systemet haft begränsade möjligheter att *snabbt* påverka penningpolitiken, har inflationsbekämpningen varit mer framgångsrik. Detta bör dock inte övertolkas; inflationsproblemen varken kan eller bör lösas *enbart* genom några enkla förändringar i lagstiftningen. Centralbankens ställning beror nog också på vilken inställning till inflation som finns hos de breda folklagen. Det kan mycket väl vara så att i länder med stark ovilja mot inflationen har man valt att ge centralbanken en förhållandevis självständig ställning. (*Diagram 3. Sambandet mellan en centralbanks grad av oberoende och inflation*)

I Sverige har Riksbanken i praktiken under senare år haft en mycket självständig ställning, som väl kunnat mäta sig med den i andra länder. Politiken har också framgångsrikt inriktats på prisstabilitet. Denna utveckling av praxis har nu fått stöd genom en bred partiöverenskommelse om att stärka Riksbankens ställning. Överenskommelsen har mynnat ut i en proposition, som regeringen presenterade i november. Innebörden av denna är bl.a. att målet om prisstabilitet lagfästs och att Riksbanken får en direktion som självständigt kan utforma penningpolitiken.

Det bör understrykas att en självständig ställning för Riksbanken inte är samma sak som att penningpolitiken bedrivs utan demokratisk kontroll. Målet för penningpolitiken är fastlagt av de folkvalda. Det är operationaliseringen av målet och det löpande arbetet med att säkra det av riksdagen uppsatta målet, som delegerats till Riksbanken.

#### ***Fråga 4: Varför just 2 procent?***

Frågan om hur målet för penningpolitiken operationaliseras har flera dimensioner. Genom att välja ett tydligt mål för penningpolitiken går det att på ett effektivt sätt följa och utvärdera penningpolitiken. Det är särskilt viktigt när Riksbanken ges en självständig ställning. Ett tydligt preciserat inflationsmål har också fördelen att kunna fungera som "ankare" för hushållens och företagens förväntningar. Just detta kan vara en viktig aspekt inte minst när en låginflationsregim ska etableras.

Målet för Riksbankens penningpolitik är att inflationen, mätt som konsumentprisindex, ska vara 2 procent i ett årligt perspektiv. Vi har angivit ett toleransintervall på plus minus 1 procentenhet som ska fånga upp avvikelser från målet.

USA:s centralbankschef Alan Greenspan har sagt ungefär så här: Inflationen bör vara så låg att ekonomins aktörer inte behöver bry sig om den när de fattar ekonomiska beslut. Det verkar rimligt, men vad innebär det mer konkret?

Antagligen är det inte så klokt att sikta på prisstabilitet definierat som noll-inflation. En del undersökningar tyder på att inflationen mätt med konsumentprisindex överskattas. Det finns flera anledningar till att så kan vara fallet, dels ökar varor i pris därför att kvalitén förbättras, dels kan sammansättningar i de varukorgar för vilka priserna mäts vara föråldrade. Här finns uppenbara metod- och mätproblem. Beräkningar för den amerikanska ekonomin visar att mätfelen tenderar att överskatta inflationen med upp till två procent. SCB:s beräkningar för Sverige tyder på mindre mätfel.

En alltför låg inflation kan också orsaka problem om de nominella lönerna är trögrörliga nedåt, vilket ofta är fallet. En viss inflation kan då fungera som olja i det ekonomiska maskineriet. Pris- och lönestelheter följer dock inte någon naturlag, oberoende av hur t.ex. den ekonomiska politiken utformas. Efter en tid av låg och stabil inflation blir det normalt vanligare och mer allmänt accepterat att priser och löner inte bara kan höjas utan också sänkas.

Till detta kommer att strävan efter absolut prisstabilitet med de felmarginaler som gäller rimligen leder till att prisökningstakten ibland blir negativ. Det är inte helt riskfritt eftersom det kan vara svårt att ta sig ur deflationslägen.

Skulle då inte inflationen kunna tillåtas vara högre än 2 procent? Grundargumentet mot detta är att störningarna på ekonomin blir större ju högre inflationen tillåts bli. I praktiken har det naturligtvis för Sveriges del också spelat en avgörande roll att andra länder i Europa, och då främst Tyskland, har ca 2 procent som norm för prisstabilitet. Motsvarande bedömning har dessutom gjorts av flertalet av de länder som arbetar med explicita inflationsmål också utanför Europa.

***Fråga 5: Kan inte Riksbanken göra något åt arbetslösheten?***

Ibland framförs åsikten att låg inflation visserligen är bra, men att det leder till en alltför ensidig inriktning av penningpolitiken; Riksbanken borde också ha ett sysselsättningsmål.

Av vad jag sagt hittills hoppas jag att det framgått att det inte finns något långsiktigt motsatsförhållande mellan inflation och sysselsättning. Tvärtom. Mycket tyder i stället på att låg inflation är en förutsättning för stabil och hög tillväxt och för en gynnsam sysselsättningsutveckling. Därmed är det också det bästa bidraget som penningpolitiken kan ge till bekämpningen av arbetslösheten.

Det är bara på kort sikt som högre inflation skulle kunna ge lägre arbetslöshet. Att utnyttja detta utbytesförhållande har dock sina risker, det visar just de erfarenheter jag talade om tidigare från 1970- och 80-talen. Blotta oron för att politiken ges en alltför expansiv riktning och att inflationen skjuter fart kan pressa upp räntorna i ett land och resultera inte i en bättre utan en sämre tillväxt och sysselsättningsutveckling. Därför är det avgörande för penningpolitiken att tilltron till låginflationsregimen upprätthålls.

Inflationsmålets konstruktion innebär i sig att en viss typ av konjunkturhänsyn tas. En svagare tillväxt, som skapar överskottskapacitet i ekonomin, innebär normalt att inflationstrycket från efterfrågesidan avtar. Det skapar i sin tur utrymme för en mer expansiv penningpolitik - räntan sänks och efterfrågan stimuleras. Omvänt innebär en alltför hög efterfrågan att produktionskapaciteten riskerar att slå i taket. Priser och löner pressas då upp. För att förhindra det måste penningpolitiken stramas åt och räntan höjas.

Den tidshorisont över vilken Riksbanken strävar att uppnå inflationsmålet spelar också en roll för hur tillväxt och sysselsättning påverkas på kort sikt. En alltför kort "styrhorisont" gör att det krävs kraftiga förändringar i räntan för att nå målet. Så kraftiga förändringar kan i sin tur resultera både i att penningpolitiken framstår som ryckig och i oönskat stora variationer i tillväxt och sysselsättning. Å andra sidan kan en alltför lång styrhorisont - som ger en större kortsiktig stabilitet i tillväxt och

sysselsättning - samtidigt leda till en stor variation i inflationen. Det senare kan försvaga tilltron till prisstabilitetspolitiken och leda till att styrräntan över tiden måste ligga högre. Här står penningpolitiken uppenbarligen inför ett avvägningsproblem. Ju trovärdigare politiken är desto större är i praktiken manöverutrymmet.

Vissa inflationsimpulser av engångskaraktär finns det anledning att helt avstå från att parera. Exempel på sådan "engångsinflation" är indirekta skattehöjningar. Om prisstörningen bedöms ha enbart tillfälliga effekter på inflationen, och inte påverka förväntningarna om framtida inflation, skulle det innebära onödig realekonomisk instabilitet att förhindra prisökningarna att få genomslag i KPI.

### ***Fråga 6: Pratar inte Riksbanken själv upp inflationen?***

En kritik som då och då framförs är att Riksbanken lyfter fram inflationsriskerna i ekonomin. Vi skulle därmed göra oss skyldiga till att "prata upp" inflationen. När detta väl är gjort skulle Riksbanken - säger en del kritiker - använda den högre väntade inflation (som vi själva skapat) som ett argument för att göra en räntehöjning vi hela tiden velat göra. Denna typ av kritik var t.ex. vanlig i höstas, när Riksbanken i olika sammanhang talade om sin inflationssyn och klargjorde att det kunde bli aktuellt med räntehöjningar.

Till dessa kritiker har jag följande svar. Först och främst är Riksbankens fokusering på inflationsutvecklingen rätt naturlig. Det är rimligen vår uppgift att tydligt redovisa bevekelsegrunderna för våra beslut. Utan en öppen redovisning av penningpolitiken från Riksbankens sida skulle det vara svårare för de politiska beslutsfattarna och allmänheten att utvärdera penningpolitiken och vår måluppfyllelse. Tänk er själva vilken typ av debatt vi skulle ha och hur penningpolitiken skulle upplevas om Riksbanken bara fattade sina beslut helt utan att kommentera inflationsutsikterna och motivera politiken.

Att Riksbanken måste tala om inflationen är alltså uppenbart. Det kan naturligtvis inte uteslutas att detta påverkar hushåll och företag i deras syn på prisutvecklingen, även om nog inte vårt inflytande ska överdrivas. Orsaksbandet är ju snarare det omvända: Riksbanken reagerar på inflationsutvecklingen, som i sin tur styrs av en mängd beslut i företagen och hushållen. Däremot är det självklart inte så att Riksbanken på ett mekaniskt sätt reagerar på en uppmätt förändring i inflationsförväntningarna. Riksbanken följer löpande en mängd indikatorer på inflationsutvecklingen framöver och enkätsvar om väntad inflation är bara en av många.

Avslutningsvis finns det skäl att framhålla att inflationsförväntningarna i ökad utsträckning vägleds av inflationsmålet och inte av vår eller andras diskussion om inflationsriskerna. Tecknen på detta är tydliga. Den väntade inflationen har krupit ner påtagligt och har nu för de flesta grupper som löpande följs av Riksbanken stabiliserats i närheten av målet. Detta är en i grunden mycket positiv utveckling

som verkligen underlättar det penningpolitiska arbetet. (*Diagram 4. Inflationförväntningar hos penningmarknadsaktörer*)

### **Fråga 7: Är politiken asymmetrisk?**

Det tar tid innan en förändring av styrräntan påverkar ekonomin och inflationen. Därför måste penningpolitiken hela tiden utformas med ledning av prognoser på den framtida inflationen. När Riksbanken utformar penningpolitiken sker det med ledning av en prognos ett till två år framåt i tiden. En enkel tumregel skulle kunna beskriva penningpolitiken: Om vår samlade inflationsbedömning - under antagande om oförändrad styrränta - talar för att inflationen kommer att avvika från målet på två år sikt måste styrräntan ändras i motsvarande riktning.

Penningpolitiken avvägs alltid med siktet inställt på målet om 2 procent. Då och då framförs argumentet att Riksbanken borde acceptera att inflationen steg upp till den övre delen av det intervall som omger målet. Det argumentet är svårt att förena med penningpolitikens uppläggning i övrigt. För det första är det uppenbart att om Riksbanken gjorde så skulle inflationen oftare komma utanför toleransintervall. För det andra skulle inflationstakten genomsnittligt sett bli högre än två om inte Riksbanken i nedgångar i ekonomin på samma vis accepterade att inflationen släpptes ner mot nedre bandgränsen. En sådan politik skulle emellertid snarast förstärka de reala svängningarna i ekonomin jämfört med en där siktet hela tiden är inställt på målet. I uppgångar skulle Riksbanken släppa fram mer tillväxt och inflation och i nedgångar skulle vi göra motsatsen.

Någon asymmetri i penningpolitiken finns inte och bör inte heller finnas. Ett av syftena med ett tydligt formulerat mål är just att ge vetskap om vad politiken siktar mot. På så sätt kan inflationsmålet förankra prisförväntningarna i ekonomin. Det är också mot detta mål Riksbanken bör utvärderas. Om det vore så att Riksbanken systematiskt siktade under målet eller alltid överskattade inflationsriskerna, skulle det uppenbaras genom en genomsnittligt över tiden alltför låg inflation.

Att Riksbanken alltid siktar mot målet om 2 procent innebär dock tyvärr inte att prisökningarna alltid kommer att uppgå till just detta. Dels är kunskapen om vägen från ränteförändringar till påverkan på inflationen inte tillräcklig för att det ska vara rimligt att vänta sig att det alltid ska gå att exakt nå målet. Dels påverkas prisökningarna såsom de mäts i konsumentprisledet kontinuerligt av olika typer av temporära effekter. Det kan t.ex. handla om ändrade indirekta skatter eller störningar från omvärlden i form av ändrat oljepris. Sådana störningar bör ofta inte motverkas (så länge de inte riskerar att påverka den långsiktiga inflationsprocessen). Till detta kommer ett kontinuerligt flöde av ny information som kan förändra inflationsbilden. Dessa faktorer gör att utvecklingen i KPI så att säga i efterskott ibland kan komma att skilja sig från målet. Det är denna insikt som gjort att Riksbanken valt att omge inflationsmålet med ett toleransintervall. (*Diagram 5. KPI och underliggande inflation*)



Hur har det då gått? Finns det någon grund för att hävda att politiken varit asymmetrisk? Sedan inflationsmålet började att gälla 1995 har KPI ökat med 1,5 procent i genomsnitt per år. Den underliggande inflationen har under samma period i genomsnitt legat mellan 1,5 och 2 procent beroende på hur den mäts. Det är framför allt den kraftiga räntenedgången, vilken minskat egnahemskostnaden i KPI, som förklarar diskrepansen. Räntekostnader ingår inte i de underliggande måtten. Om man beaktar inverkan från engångseffekter på KPI har Riksbanken alltså lyckats relativt väl med att uppfylla inflationsmålet. För att göra en mer meningsfull utvärdering krävs det dock egentligen en längre tidsperiod.

### **Fråga 8: Varför höjde Riksbanken räntan och vad händer nu?**

Låt mig avslutningsvis göra dessa principresonemang om penningpolitiken lite mer konkreta genom att redogöra för vad som låg bakom Riksbankens beslut att höja räntan i december och något om hur vi ser på läget idag.

Förenklat kan man säga att Riksbanken utgår från två förhållanden då vi bedömer den framtida inflationsutvecklingen. Det ena är utbuds- och efterfrågeförhållandena. Det andra är hur inflationsförväntningarna utvecklas.

Normalt räknar vi med att det tar mellan ett och två år för en ränteförändring att få fullt genomslag på ekonomin. De räntesänkningar som genomfördes 1996 kan alltså förmodas vara en viktig drivkraft bakom den konjunkturuppgång som nu tycks vara på väg. Den europeiska konjunkturförstärkningen ger också viktig draghjälp.

De penningpolitiska åtgärder som Riksbanken vidtar påverkar prisutvecklingen i ekonomin med en fördröjning och åtgärderna måste därför vara framåtblickande. I en konjunkturuppgång är det alltså viktigt att penningpolitiken inte är expansiv alltför länge. Omläggningen bör komma tidigt och ske gradvis innan ekonomin når sitt fulla kapacitetsutnyttjande. En sådan gradvis ändring av penningpolitiken dämpar ekonomins expansion på kort sikt, men resultatet är bättre förutsättningar för en mer stabil produktions- och sysselsättningsuppgång på sikt. Väntar Riksbanken istället för länge finns det risk för att ränteförändringarna måste bli större med påtagliga negativa kortsiktiga effekter.

I inflationsrapporten i december bedömdes att den samlade tillväxten skulle uppgå till ungefär 3 procent 1998 och drygt 3 procent 1999. Den stigande efterfrågan väntades innebära att gapet mellan faktisk och potentiell produktion successivt skulle minska kommande år och leda till ett stigande inflationstryck. Med oförändrad reporänta bedömdes inflationen stiga gradvis till 2,5 procent under 1999. För att undvika kraftigare omläggningar av penningpolitiken i ett senare skede valde vi att ändra penningpolitiken i något mindre expansiv riktning. Reporäntan höjdes i december från 4,10 till 4,35 procent. (*Diagram 6. Inflationsprognos december 1997, KPI och underliggande inflation, UND 1*)

Den pågående krisen i Asien diskuterades framför allt i våra riskscenarier. En mindre nedjustering av exporttillväxten gjordes redan då i huvudprognosen. Men det var framför allt en eventuell fördjupning av krisen från situationen i december som bedömdes kunna få väsentliga effekter på den svenska konjunktur- och inflationsutvecklingen. Asienkrisen vägdes alltså in i vår riskbedömning.

Sedan dess har krisen i Asien förvärrats både i termer av dess effekter på de finansiella marknaderna och dess troliga konsekvenser för den reala tillväxten i ekonomin. För svensk ekonomi innebär det att de negativa effekterna av Asienkrisen antagligen blir något mer omfattande och långvariga än vad vi räknade med i december.

Sammantaget framstår inflationsutsikterna från efterfrågesidan som lite mer gynnsamma än då reporäntan höjdes senast. Ett ytterligare tecken i positiv riktning är att de löneavtal som slutits hittills under 1998 pekar mot en löneökningstakt som är något lägre än i det huvudscenario som redovisades i december. Den senaste tidens kronförsvagning är dock oroande. Om denna visar sig vara bestående skulle det kunna komma att påverka inflationsutsikterna.

I Riksbanken avslutas nu arbetet med den kommande inflationsrapporten, där vi kommer att presentera en inflationsbedömning som sträcker sig ända in i första kvartalet år 2000. Faktorer som t.ex. Asienkrisen, lönerörelsen och kronkursens utveckling kommer där att vägas samman och sättas in i ett större sammanhang. Den syn på inflationsutsikterna som detta resulterar i kommer att ligga till grund för penningpolitikens fortsatta utformning.