

# Anförande

Lars Heikensten

---

LÖRDAG DEN 21 MARS 1998

## Inflationen och penningpolitiken

Stora aktiedagen i Trelleborg

Tack för inbjudan att komma hit och få diskutera svensk ekonomi och penningpolitik. Jag kommer inledningsvis kort att beröra principerna för penningpolitiken med ett inflationsmål. Därefter kommer jag in på vilka bedömningar Riksbanken idag gör om den framtida inflationsutvecklingen och vad det betyder för penningpolitiken framöver. Innan jag avslutar med några slutsatser för penningpolitiken diskuterar jag, mot bakgrund bl.a. av den stora aktieprisuppgången under senare år, vad tillgångspriserna betyder för penningpolitiken.

### 1. Penningpolitik med inflationsmål

Riksbanken har till uppgift att utforma den svenska penningpolitiken. Målet för politiken är stabila priser i den svenska ekonomin. Mer exakt innebär det att förändringen i KPI under ett år ska begränsas till 2 procent. Avvikelse på +/- 1 procent från detta mål kan emellertid accepteras.

Genom att se till att den allmänna prisnivån inte förändras i alltför snabb takt kan penningpolitiken bidra till att ekonomin fungerar på ett bra sätt. Olika aktörer i ekonomin – konsumenter, sparare och investerare – kan lättare fatta beslut både om konsumtion och investeringar om den allmänna prisnivån är stabil. En prisstegring för en enstaka produkt speglar då en brist på denna vara och är inte ett tecken på allmän inflation. Stabila priser skapar därmed goda förutsättningar för en rimlig resursfördelning och en bra tillväxt i ekonomin. Dessutom minskar risken för godtyckliga inkomst- och förmögenhetsomfördelningar.

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

Utvecklingen i konsumentpriserna är alltså penningpolitikens målvariabel. Det tar emellertid tid innan en penningpolitisk förändring får genomslag i ekonomin och påverkar denna variabel. Denna fördröjda verkan av penningpolitiken brukar uppskattas till omkring ett till två år. Det är således inte den senaste, aktuella inflationssiffran som är avgörande för beslut om penningpolitiken, utan Riksbanken måste istället försöka att blicka framåt och uppskatta hur inflationen kan tänkas utvecklas de närmaste ett till två åren.

Riksbankens bedömning av inflationsutvecklingen i ekonomin görs kontinuerligt och presenteras i kvartalsvisa inflationsrapporter. Många olika indikatorer ger vägledning om hur inflationstrycket ser ut i den svenska ekonomin och hur penningpolitiken därmed bör utformas.

Riksbanken gör även riskbedömningar av den framtida inflationsutvecklingen. Även om bedömningen är oförändrad vad gäller inflationsutvecklingen kan ökad osäkerhet leda till större försiktighet i penningpolitiken. Riksbanken avvaktar då med ränteförändringar tills läget har klarnat ytterligare. På så vis blir förändringarna i marknadsräntorna mindre. Det är bra också för den allmänekonomiska utvecklingen.

## 2. Riksbankens inflationsbedömning

Låt mig då komma in på Riksbankens aktuella bedömning av inflationsutvecklingen framöver. Uppnås målet om prisstabilitet på ett till två års sikt utan att reporäntan måste förändras? Den bedömning jag här presenterar utgår främst från den inflationsrapport som publicerades för tre veckor sedan. Våra bedömningar i denna rapport rör perioden från andra kvartalet 1999 t.o.m. första kvartalet 2000.

Inflationen påverkas i grova drag av utvecklingen inom följande områden; utvecklingen i vår omvärld och dess genomslag på svensk ekonomin bl.a. via växelkursen, efterfråge- och utbudsläget i Sverige, andra kostnadschocker och temporära effekter samt förväntningar om den framtida inflationen. Jag tänkte här redogöra för vår syn på utvecklingen inom dessa områden.

### **Internationell konjunktur och inflation**

De svenska prisutvecklingen påverkas av utvecklingen i omvärlden via importpriserna samt via inverkan på det allmänna efterfrågeläget i den svenska ekonomin. Hur stort genomslag de utländska priserna får på priser uttryckta i kronor beror på hur växelkursen utvecklas och på i vilken mån importföretagen väljer att låta prisstegringar slå igenom på priserna uttryckta i kronor. Utvecklingen i priserna på världsmarknaden kan även påverka konkurrensläget för exportindustrin och därmed få effekter på inhemsk löneökningstakt och andra produktionskostnader.

Den internationella diskussionen just nu präglas givetvis i hög grad av utvecklingen i Asien. Effekterna av den asiatiska krisen och dess återverkningar på världsekonomin är svåra att bedöma. Vi utgår emellertid från att ekonomierna i Asien återhämtar sig successivt efter en mycket svag tillväxt i år. Förutsatt att vårt antagande är korrekt bör den internationella utvecklingen bli relativt god de närmaste åren bl.a. därför att konjunkturen i Västeuropa är allt starkare. Inflationstrycket från utlandet bedöms ändå bli måttligt. Till detta bidrar prispressande effekter av bl.a. Asienkrisen på råvarumarknaderna, men också inom andra produktionsområden.

#### *Kronans utveckling*

Kronans utveckling spelar en viktig roll för Riksbankens bedömningar om prisstabiliteten. Det har funnits en tendens till försvagning av kronan under det senaste halvåret, även om utvecklingen gått i motsatt riktning sedan mitten av februari. Om en försvagning blir bestående påverkar det inflationsutsikterna och därmed också penningpolitikens uppläggning.

Låt mig i det här sammanhanget göra en utveckling om Riksbankens syn på den svenska kronan. Den senaste tiden har det i debatten förekommit tolkningar om vår valutapolitik; att vi skulle ha ett mål för den svenska kronkursen. Detta är en missuppfattning. Riksbanken har inte något mål för den svenska kronkursen. Kronan är en av de faktorer som påverkar inflationen. Därför är växelkursen viktig för penningpolitiken under rörlig växelkurs. Om växelkursen skulle försvagas under alltför lång tid kan inflationsprognosen hamna över målet och då behöver Riksbanken reagera för att försvara inflationsmålet. På motsvarande sätt skulle Riksbanken reagera med lämpliga åtgärder om kronan stärks varaktigt.

Samtidigt är det självklart i grunden önskvärt med en stabil växelkurs. Det underlättar för alla i ekonomin som ska fatta ekonomiska beslut och bör på så vis – allt annat lika – leda till en högre tillväxt. Till detta kommer att Sverige befinner sig i ett europeiskt sammanhang. Som EU-medlemmar är vi skyldiga att betrakta vår valutapolitik som en fråga av gemensamt intresse. Det kan heller inte uteslutas att Sverige kommer att gå med i EMU och Riksdagen klagade i sitt beslut om EMU ifjol att det som ett led i detta också skulle kunna bli aktuellt att ansluta kronan till det europeiska växelkurssystemet, ERM. Det är ur detta perspektiv en fördel om den svenska kronan är någorlunda stabil.

Det mesta talar idag för att EMU i praktiken kommer att ha ett mål för penningpolitiken som ligger mycket nära det svenska, d.v.s. 2 procents inflation. I en sådan situation är möjligheterna goda att växelkursen mellan kronan och euron blir stabil.

#### **Efterfråge- och utbudsläget**

Om efterfrågan är större än vad som långsiktigt kan produceras och bjudas ut på marknaden uppstår ett inflationstryck. Penningpolitiken måste därför motverka att sådana obalanser uppkommer. Riksbanken tittar på flera olika indikatorer för att få en samlad bild av hur relationen mellan efterfrågan och utbud kan komma att påverka inflationen framöver.

Sammantaget bedömde Riksbanken i inflationsrapporten att tillväxten i svensk ekonomi blir något lägre än vad som tidigare antogs. Förloppet är emellertid oförändrat med en konjunkturuppgång där den inhemska efterfrågan successivt ger ett allt större bidrag till uppgången. BNP förväntas öka med drygt 2,5 procent 1998 och ca 3 procent 1999. Om vår prognos om en relativt god internationell konjunkturutveckling är korrekt bedöms tillväxten bli god även under 2000.

Den starkare tillväxten i den inhemska efterfrågan kan tillskrivas ökad privat konsumtion och ökade investeringar i industrin. Flera faktorer talar för en fortsatt uppgång av privat konsumtion under både 1998 och 1999. Hushållens förmögenhet har ökat kraftigt som ett resultat av stigande aktiepriser de senaste åren och på senare tid även som en följd av stigande fastighetspriser. Jag återkommer till det senare. Därtill blir finanspolitiken gradvis mindre åtstramande under 1998 och 1999. För första gången sedan 1994 kommer hushållens disponibla inkomster därför sannolikt att öka märkbart 1998. Hushållen har även positiva förväntningar om den egna ekonomin även om dessa mattats något. Tudelningen av den svenska ekonomin – med en stark exportsektor och en svag inhemsk sektor – förväntas därmed fortsätta att minska.

Sedan inflationsrapporten presenterades har en del ny statistik som belyser konjunkturutvecklingen publicerats bl.a. nationalräkenskaperna för det sista kvartalet 1997. Sammantaget stöder denna statistik den bedömning som Riksbanken gjorde i inflationsrapporten; konjunkturen förstärks men utvecklingen är inte dramatisk.

### **Andra kostnadsstörningar och temporära effekter**

Inflationsimpulser kan också komma från specifika kostnadsökningar som varken härrör från en internationell inflationsökning eller från ett högt inhemskt efterfrågeläge. Exempel på sådana kostnadsökningar är tillfälligt stigande råvarupriser. Likartade inflationsimpulser kan även komma från finanspolitiken i form av ändrade indirekta skatter och subventioner. Inflationsimpulser av denna karaktär är normalt temporära. Men de kan också påverka inflationsförväntningarna och därmed inverka på den långsiktiga inflationsprocessen. För att skapa sig en uppfattning om den trendmässiga inflationen (rensad för temporära inflationsimpulser) och på så sätt nå en djupare förståelse av inflationsprocessen arbetar Riksbanken bl.a. med olika mått på underliggande inflation.

Under senare år har de temporära effekterna spelat en stor roll för KPI:s utveckling. Räntefallet har medfört en betydligt lägre KPI-inflation än annars. Samtidigt har t.ex. tobaksskatten under 1997 pressat upp inflationen mätt med KPI. Under den kommande tvåårsperioden bedömdes i inflationsrapporten skatte- och ränteförändringarna i stort sett ta ut varandra; temporära effekter skulle alltså inte komma att påverka KPI i någon större utsträckning. Råvaruprisfallet under vintern är i detta sammanhang intressant. Antagligen är det, i varje fall delvis, temporärt.

## **Inflationsförväntningar**

Ett högt efterfrågeläge i ekonomin leder producenter till att höja sina priser och löntagare att kräva höjda löner. Men förväntningar om hög inflation i framtiden kan också i sig själva leda till inflationsdrivande pris- och löneökningar, eftersom ekonomins aktörer strävar efter att bibehålla eller öka sina inkomster i reala termer. Inflationsförväntningarna riskerar på så sätt att bli självuppfyllande och intar därför en central roll i prisbildningsprocessen. Det tydligaste exemplet för oss svenskar på hur det kan fungera är löneprisspiralen under 70- och 80-talen.

Den sammantagna bilden är att inflationsförväntningarna är låga och relativt väl i linje med inflationsmålet. De flesta mätningarna, såväl implicita terminsräntor som enkäter och prognoser, har visat att inflationsförväntningarna sjunkit något den senaste tiden. Låginflationsregimen är på väg att etableras.

## **Inflationsprognos**

Den ekonomiska aktiviteten förväntas öka under de närmaste två åren. Detta ledde oss till bedömningen i vår senaste inflationsrapport att inflationen stiger något från dagens nivåer under 1998 och 1999. Uppgången förväntades dock vara försiktig bl.a. till följd av en god produktivitetsutveckling. Inflationen beräknad som årssnitt mätt med KPI bedömdes i rapporten bli 1,6 procent i år och 2,1 procent nästa år.

Mot bakgrund av de inflationssiffror som kommit in för februari och oljeprisutvecklingen kan det inte uteslutas att inflationen, mätt med KPI, under 1998 blir något lägre än prognosen i inflationsrapporten. Hittills har vi sett ett begränsat genomslag i konsumentledet av oljeprisnedgången. Samtidigt är det osäkert på vilken nivå oljepriset stabiliseras. Den underliggande inhemska inflationen har dessutom inte påverkats av den lägre inflationen mätt med KPI.

Även om det lägre utfallet för KPI i februari i huvudsak verkar vara en följd av temporära faktorer är det ett faktum att prisökningstakten både i Sverige och i utlandet blivit lägre än beräknat under senare år. Till detta finns det många förklaringar varav i Sverige en av de viktigaste säkert är övergången från en låginflationsregim med allt vad detta för med sig i form av ändrat prissättningsbeteende, lägre inflationsförväntningar etc. Strukturella reformer och ökad konkurrens har säkert också spelat en roll.

### **3. Penningpolitik och tillgångspriser**

Som jag nämnde förväntas utvecklingen i tillgångspriser leda till att den inhemska efterfrågan ökar. På senare tid har denna uppgång varit påfallande. Samtidigt som konsumentpriserna förblivit låga och stabila i merparten av länderna i västvärlden, har tillgångspriserna stigit kraftigt. Under 90-talet har de svenska konsumentpriserna stigit med ca 30 procent, medan aktiekurserna under samma period ökat med ca 170 procent. Aktieprisuppgången förutsätter en mycket god ekonomisk utveckling parallellt med fortsatt låga räntor.

Det här är en utveckling som reser frågor för penningpolitiken. Innebär de stigande tillgångspriserna att inflationstrycket visar sig i en annan skepnad än i stigande konsumentpriser eller finns det andra risker med stigande tillgångspriser? Hur ska penningpolitiken reagera på dessa förändringar?

De förmögenhetseffekter som stigande tillgångspriser ger upphov till och de effekter detta i sin tur kan få på efterfrågan och inflation är ett skäl som framhållits till att penningpolitiken i högre grad bör ta hänsyn till tillgångsprisernas utveckling. Ett annat skäl är den finansiella instabilitet som överdrivna prisuppgångar kan orsaka. Jag ska nu redogöra lite närmare för hur dessa samband ser ut.

### **Effekter på efterfrågeläget**

Högre tillgångspriser kan påverka konsumtionspriserna såväl via ökad konsumtion som via ökade investeringar. Då hushållens tillgångar stiger i värde stiger även deras förmögenhet. Detta kan leda till ökad konsumtion. Stigande aktiepriser leder även till att det blir billigare för företagen att erhålla kapital till investeringar, varför även investeringsaktiviteten kan tillta av stigande tillgångspriser.

Erfarenheten visar att hushållens beteende påverkas mer än företagen av stigande tillgångspriser. Detta gäller åtminstone hushållens beteende på *lång sikt* av stigande aktiepriser. Över en längre tidsperiod verkar det naturligt att hushållen betraktar stigande aktiekurser som ett reellt tillskott till förmögenheten som därmed ökar livsinkomsten och således ger större utrymme för konsumtion.

På *kort sikt* förefaller emellertid sambandet vara svagare av flera skäl. Ett av dessa är att en stor andel av de hushåll som äger aktier har relativt hög inkomst och stor förmögenhet. Dessa hushåll har en relativt låg benägenhet att konsumera. De placerar långsiktigt och lägger sannolikt mindre vikt vid kortsiktiga prisfluktuationer. Ett annat skäl är att en stor andel av aktieinnehavet utgörs av pensionssparande. Långsiktigheten i sparandet återfinns således även i andra grupper än enbart höginkomstgrupperna.

### **Effekter på finansiell stabilitet**

Ett annat skäl som framhållits till att tillgångspriserna bör få en mer framträdande roll i utformningen av penningpolitiken är dessa prisers möjliga påverkan på stabiliteten i det finansiella systemet. Den asiatiska krisen och den svenska bankkrisen i början av 90-talet är tydliga exempel på vilka effekter en sprucken finansiell bubbla kan få för banksystemet även om det i dessa fall främst handlar om en stor exponering mot fastighetsmarknaden. Konsekvenserna av kriser av det här slaget kan bli stora kostnader för samhällsekonomin. Detta skulle tala för att centralbankerna i ett tidigt skede försöker förhindra att sådana överdrivna prisrörelser äger rum.

Det finns dock skäl mot att en centralbank ska försöka motverka uppgången i tillgångspriserna i ett tidigt skede via penningpolitiken. Det främsta skälet är

givetvis svårigheten att kunna urskilja vad som är verkligen är överdriven prisutveckling och därmed kan betecknas som en prisbubbla. Det är oftast möjligt att peka på några fundamentala faktorer som till synes kan förklara prisuppgången. Att i ett sådant läge bestämma hur stor del av en prisuppgång som är berättigad är en mycket svår uppgift.

Argumenten för en tidig reaktion på prisbubblor i aktiemarknaden är dessutom svagare jämfört med de för fastighetsmarknaden. Detta beror på att banker i de flesta länder som jag tidigare sagt är mer exponerade för risker i fastighetsmarknaden än för risker i aktiemarknaden. En krasch på aktiemarknaden borde därmed få mindre effekter på stabiliteten i det finansiella systemet och därmed på aktiviteten i ekonomin på medellång sikt.

### **Tillgångspriser och penningpolitiken**

Frågan hur penningpolitiken bör hantera och reagera på förändringar i tillgångspriserna är komplicerad.

Riksbankens mål om stabila priser inkluderar i dagsläget inte priser på finansiella och reala tillgångar såsom aktier och fastigheter. Denna typ av priser ingår inte i målvariabeln, KPI. Riksbanken följer förvisso noga utvecklingen i tillgångspriserna både för att göra en allmän bedömning av inflationstrycket och för att värdera om det finns risker för den finansiella stabiliteten. Den svenska penningpolitiken reagerar dock inte direkt på stigande tillgångspriser i samma utsträckning som t.ex. på stigande varu- och tjänstepriser.

Ett viktigt skäl till att Riksbanken inte reagerar direkt är att dessa priser inte alltid är en indikation på framtida inflationsutveckling och att det därmed blir svårt för centralbankerna att identifiera vilka tillfällen som kräver en anpassning av politiken. En möjlighet som dock alltid finns är att bidra till en breddad diskussion om tillgångspriserna och att lyfta fram de risker som följer av en värdering på aktie- eller fastighetsmarknaderna som förutsätter en mycket gynnsam ekonomisk utveckling framöver.

#### **4. Avslutning och slutsatser**

I bedömningen av hur penningpolitiken ska utformas blickar Riksbanken framåt i tiden för uppskatta hur inflationen ska utvecklas under de kommande två åren. Vår målsättning är stabila priser i ekonomin.

I vår senaste inflationsrapport gjorde vi bedömningen att inflationen stiger något de kommande två åren om än i något långsammare takt än vad vi tidigare förväntat oss. Osäkerheten i bedömningen ledde oss till slutsatsen att Riksbanken bör vara vaksam på utvecklingen framöver. Utvecklingen talade för en försiktig åtstramning av penningpolitiken under det närmaste året.

Sedan inflationsrapporten presenterades har ny statistik publicerats. Denna medför emellertid inte några stora förändringar i vår syn på utvecklingen. Information som inkommit om inflationsförväntningar och löneavtal bekräftar vår tidigare bedömning. Växelkursutvecklingen – med en något starkare krona – ligger också den mer i linje med vår prognos i inflationsrapporten. Detsamma gäller den information som inkommit om konjunkturutvecklingen.

Några siffror har emellertid visat sig bli svagare än förväntat. Den internationella inflationen är låg och den svenska inflationen mätt med KPI blev svagare i februari än vad vi tidigare antog. Orsaken till det senare var främst lägre priser på kläder och skor och på en viss nedgång i långräntan. Till detta kommer ett råvaruprisfall som kan komma att påverka KPI-siffrorna för de närmaste månaderna något. Denna utveckling är dock sannolikt till största delen tillfällig och hittills har den i liten utsträckning påverkat den underliggande inhemska inflationen.

Sammantaget kan inflationstrycket på kort sikt bli marginellt lägre än vad vi trodde i inflationsrapporten. Statistiken ger emellertid i huvudsak stöd för prognosen på något längre sikt.

Slutsatsen i den senaste inflationsrapporten var att reporäntan inte borde ändras för närvarande, men att en viss försiktig skärpning sannolikt skulle komma att bli aktuell under det kommande året. Den information som inkommit efter att inflationsrapporten publicerats ändrar inte denna slutsats.