

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

TISDAGEN DEN 18 MAJ 1999

Penningpolitiken 1996-98

Inledning vid finansutskottets utfrågning

Inledning

Under åren 1996-98 uppgick den årliga genomsnittliga inflationen för varje enskilt år till 0,8, 0,9 respektive 0,4 procent, mätt med KPI. Det innebär att den faktiska KPI-utvecklingen inte bara avvek från det uppsatta prisstabilitetsmålet för penningpolitiken på 2 procent, utan även underskred den undre toleransgränsen på 1 procents inflation under alla de tre angivna åren.

Riksbanken har förvisso gjort bedömningar som i efterhand inte visat sig vara helt korrekta. Vi har därmed också fattat beslut som - i efterhand och med facit i hand - kunde ha varit något annorlunda. På det hela taget framstår dock penningpolitikens resultat under den här aktuella perioden som acceptabla. Jag tänker i mina inledande kommentarer motivera denna syn närmare.

En huvudorsak till att KPI-inflationen blev låg under de tre gångna åren är att prisbildningen påverkats av några tydligt identifierbara prisrörelser, som penningpolitiken varken kan eller ska ha som ambition att söka motverka fullt ut. Om Riksbanken söker motverka den här typen av prisrörelser skulle det kunna resultera i onödiga ekonomiska kostnader. Med det menar jag överdrivna svängningar både i den reala ekonomin och på de finansiella marknaderna. Detta är också bakgrunden till de förtydliganden av inflationsmålet som Riksbankens nya direktion beslutat om tidigare i vår. Dessa förtydliganden återspeglar i hög grad hur penningpolitiken faktiskt har bedrivits också under den period som nu är föremål för utskottets utvärdering.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Min slutsats är därför att avvikelser från inflationsmålet, både uppåt och nedåt, under vissa perioder är något som vi dessvärre måste vänja oss vid, när man mäter inflationen med KPI. Att använda KPI som målvariabel har emellertid många fördelar genom att det är välkänt och mäter priserna på en stor korg av varor. Avvikelser från målet kan t.o.m. ibland vara önskvärt och rentav gynna reala faktorer som produktion och sysselsättning samt stabiliteten på de finansiella marknaderna. Den slutsatsen gäller förstås så länge allmänheten förväntar sig att inflationen på medellång sikt kommer att vara i linje med målet.

Inflationen under 1996, 1997 och 1998

Låt mig nu mer i detalj redovisa inflationsutvecklingen under de tre åren 1996, 1997 och 1998. Ser man till perioden som helhet var prisstegringarna, mätt med KPI, 0,7 procent i genomsnitt per år. KPI-inflationen har dock, som jag nyss sagt, påverkats kraftigt under alla tre åren av störningar som dels är ganska lätta att identifiera, dels har enbart tillfälliga direkta effekter på inflationen.

1) Lägre räntor

Under de aktuella åren sänkte Riksbanken reporäntan från 8,91 till 3,40 procent, d.v.s. med drygt 5,5 procentenheter. Den femåriga statsobligationsräntan föll från ca 8 procent till drygt 3,8 procent, d.v.s. med 4,2 procentenheter. Fallande räntor kan stimulera konjunkturutvecklingen och därmed i förlängningen leda till stigande inflation i takt med att ekonomins produktionsresurser tas i anspråk. På kort sikt sjunker emellertid inflationen – mätt med KPI – eftersom räntekostnaderna för egnahemsägare faller. Trots att lägre räntor på sikt kan leda till stigande inflation blir alltså den initiala effekten att inflationen faller. Räntekostnadseffekten var också omfattande under dessa år eftersom inflationsförväntningarna föll från höga nivåer då låginflationsregimen gradvis vann förtroende. De lägre räntorna drog därför ned KPI med hela 0,7 procentenheter i genomsnitt per år.

2) Ändrade indirekta skatter och subventioner

Under den här perioden skedde även tämligen stora ändringar av de indirekta skatterna. På lång sikt kan det ge förändringar på inflationstrycket via finanspolitikens inverkan på efterfrågan, men mer direkta effekter äger också rum. Under 1996 drog förändringar i indirekta skatter ned KPI-inflationen med 0,6 procentenheter, medan de under 1997 bidrog till att dra upp inflationen med 0,5 procentenheter i genomsnitt. Under helåret 1998 påverkade de indirekta skatterna endast den genomsnittliga inflationen marginellt. Mot slutet av 1998 bidrog dock bl.a. den sänkning av tobaksskatten som gjordes efter sommaren till att dra ned KPI-inflationen med 0,5 procentenheter.

3) Sjunkande råvarupriser

Även råvaruprisutvecklingen har påverkat inflationstakten under de tre senaste kalenderåren. Det internationella konjunkturfallet medförde att internationella råvarupriser började falla relativt kraftigt under loppet av 1998. Som ett exempel kan nämnas att enbart lägre priser på kaffe-, bensin och vil-

laolja drog ned den svenska KPI-inflationen med 0,4 procentenheter mot slutet av 1998. På motsvarande sätt som med skatte- och ränteändringar så finns entydiga direkta effekter som kan avvika från de mer långsiktiga efterfrågeeffekterna.

Bild 1 – 5

Ett sätt att mer i detalj söka urskilja den trendmässiga eller underliggande inflationen från den här typen av tillfälliga priseffekter är att studera de olika måtten för underliggande inflation som Riksbanken tagit fram. Medan KPI-inflationen var 0,7 procent för perioden 1996 till 1998 i genomsnitt per år, var inflationen mätt med UNDIX, som exkluderar räntekostnader samt skatter och subventioner, 1,5 procent per år i genomsnitt. Exkluderas även alla varor som huvudsakligen importeras var den genomsnittliga inflationen istället 2,1 procent, mätt med UNDINHX. Om inflationen mäts med detta mått bortser man dock från en stor del av de faktorer som bidrar till en svagare prisutveckling på varor också på lång sikt.

Bild 6

Slutsatsen av denna genomgång är att inflationsmålet, mätt med KPI, har underskridits under alla tre åren 1996, 1997 och 1998. Om vi rensar för mer tillfälliga priseffekter som penningpolitiken inte kan eller bör försöka motverka fullt ut, får vi emellertid inflationstal som ligger inom det uppsatta inflationsintervallet. Jag återkommer närmare nedan till varför man bör bortse från denna typ av priseffekter när Riksbankens penningpolitik ska utvärderas.

Varaktig och temporär inflation – en schematisk beskrivning¹

Låt oss nu med några förenklade exempel analysera hur olika tillfälliga inflationseffekter kan uppkomma och vad det kan innebära för penningpolitiken. Notera att vi nu studerar de direkta effekterna på inflationen och lämnar de mer långsiktiga verkande indirekta effekterna därhän, i vart fall i de två sistnämnda exempel.

Bild 7

Exempel 1 - en försvagad konjunktur:

Antag att den internationella konjunkturen plötsligt försvagas. Det påverkar även den svenska ekonomiska utvecklingen. I detta fall antas det leda till att inflationen faller från 2 till 1 procent på två års sikt om reporäntan hålls oförändrad.

I detta exempel antas därefter att reporäntan sänks med 2 procentenheter (i verkligheten kan Riksbanken tänkas vilja gå stegvis fram eftersom prognosen innehåller osäkerhet, men i detta experiment sker alltså en omedelbar och stor sänkning). Räntesänkningen motverkar konjunkturförsvagningen och inflationen mätt med UNDIX hamnar åter på målet på två års sikt.

¹ I samtliga exempel har enbart grova tumregler används för att illustrera effekterna av de olika störningarna på inflationsbilden mätt med de olika måtten. I en verklig penningpolitisk situation kan olika aspekter komma in som gör att Riksbanken behöver räkna med andra effekter av de räntepolitiska åtgärderna.

Men om reporäntan sänks, kommer räntekostnaderna för egnahemsägare att minska. Det ger en omedelbar effekt på KPI-inflationen som går i motsatt riktning. Denna effekt är större och kommer tidigare än den effekt på inflationen som kommer via konjunkturutvecklingen. Räntekostnadseffekten dominerar således över konjunkteffekten på kort sikt. KPI-inflationen kommer därför att sjunka kraftigt initialt. I detta räkneexempel antas de fallande räntorna dra ned KPI-inflationen med 1,3 procentenheter under det första året och med 0,8 procentenheter det andra året². Först därefter, på upp mot tre års sikt, hamnar både KPI- och UNDIX-inflationen på 2 procent.

Exemplet visar alltså att Riksbanken i efterskott kommit att underskrida inflationsmålet, mätt med KPI. Detta är en följd av Riksbankens strävan att försöka motverka den störning som den internationella konjunkturförsvagningen leder till och därmed undvika en nedgång i inflationen på sikt. I en sådan situationen blir det därför rimligt att inrikta politiken på en prognos för inflationen som exkluderar de direkta räntekostnadseffekter som uppstår.

Bild 8

Exempel 2 - ändrade indirekta skatter:

I detta fall utvecklas konjunkturen stabilt och inflationen är i linje med målet. Plötsligt annonseras och beslutas en sänkning av en indirekt skatt, som t.ex. tobaksskatten eller fastighetsskatten på villor. Detta antas sänka KPI-inflationen med 0,7 procentenheter med början redan innevarande år. Men det är fråga om ett engångsskift i prisnivå och egentligen inte något som påverkar den fortlöpande inflationen. Om ingenting annat händer stiger inflationen igen efter tolv månader tillbaka till den tidigare nivån. Notera dock att inflationen mätt med UNDIX inte påverkas alls. Den ligger stabilt kring 2 procent under hela perioden.

I det här fallet vidtas inte heller någon penningpolitisk åtgärd, om inflationsförväntningar inte ändras. Skälet till detta är att en räntesänkning skulle ge resultat först efter en relativt lång tid, då inflationen inte längre påverkas av skatteförändringen. Detta åskådliggörs av att den underliggande inflationen inte har påverkats. Initialt skulle också räntekostnadskomponenten i KPI påverkas i "fel" riktning och ge en ännu lägre KPI-inflation.

Om de medelfristiga inflationsförväntningarna påverkas, kan däremot en penningpolitisk åtgärd bli aktuell. I det fall som skatteförändringen innebär att förväntningarna revideras påverkar det den underliggande inflationen och målet kan därmed komma att underskrids på lite längre sikt.

Bild 9

Exempel 3 - fallande råvarupriser:

De tidigare exemplen kan ge sken av att UNDIX är ett mått på den underliggande inflationen som bättre än KPI skulle kunna ligga till grund för penningpolitikens utformning och att politiken följaktligen borde utvärderas

² Effekterna beror bl.a. på vilka antaganden som görs om hur den långa räntan utvecklas när reporäntan förändras. I exempel 1 bygger kalkylerna på att den korta räntan och den långa räntan förändras i lika stor utsträckning, vilket i stort är vad som skett de senaste åren.

strikt i förhållande till detta inflationsmått. UNDI_X kan emellertid också utsättas för störningar av tillfällig karaktär.

Låt oss anta att oljepriset plötsligt faller och sedan ligger stabilt på den nya nivån. Det leder till att den underliggande inflationen UNDI_X faller lika mycket som KPI. UNDI_{NHX} ligger dock stabilt på kring målet på 2 procent. Efter tolv månader återgår dock inflationen mätt på de olika sätten till 2 procent igen. Skälet till detta är att vi utgick från att det endast skedde ett skift i prisnivån på råolja.

Inte heller i det här fallet vidtas någon penningpolitisk åtgärd, om inflationsförväntningarna är opåverkade. Skälet är detsamma som i det förra exemplet.

Hade det gått att uppfylla inflationsmålet i termer av KPI?

Hade det då varit möjligt för penningpolitiken att hålla inflationen på 2 procent under alla de tre åren? Svaret är både ja och nej.

Problemet med att uppnå målet på 2 procents inflation mätt med KPI-inflationen under åren 1996 till 1998 kan sammanfattas på följande sätt:

Den nedåtpressande och direkta effekt på KPI-inflationen som följer av lägre räntor - räntekostnadseffekten - är väsentligt större på kort sikt än den uppåt drivande tendens på inflationen som följer av ett starkare konjunkturläge - konjunkturreffekten.

Svårigheten för penningpolitiken i en situation när inflationsprognosen ett till två år framåt i tiden visar att målet kommer att underskridas är uppenbar. För att undvika att inflationsmålet underskrids längre fram svarar Riksbanken med att sänka räntan, men detta gör att inflationsmålet underskrids än mer på kort sikt. Efter ett par år försvinner räntekostnadseffekten och konjunkturreffekten tar överhanden. Det omvända gäller om reporäntan höjs.

Detta talar således för att en utvärdering av penningpolitiken måste baseras på en ordentlig analys av orsakerna till den observerade inflationen t.ex. genom att jämföra utvecklingen av inflationen mätt med KPI med olika mått på inflationen rensat för tillfälliga priseffekter.

Det fanns dock en teoretisk möjlighet att undvika att KPI-inflationen hamnade så lågt under 1996, 1997 och 1998. Den övervägdes aldrig av Riksbanken av uppenbara skäl. Men jag kan ändå åskådliggöra hur inflationsmålet mekaniskt kunnat uppnås, genom att undvika den direkta ränteeffekten.

Om Riksbanken låtit reporäntan ligga kvar på 8,91 procent, dvs. den nivå som rådde innan sänkningarna inleddes i början av 1996, så hade den direkta ränteeffekten kunnat undvikas. Efter hand skulle dock konjunkturen ha utvecklats allt svagare och det hade i sin tur pressat ned KPI rensat för ränteeffekter. Det hade dock dröjt och konjunkturrensat skulle till en början ha varit ganska liten.

Förr eller senare skulle emellertid konjunkturreffekten ha börjat ta överhanden över ränteeffekten i KPI-siffrorna. Det hade teoretiskt sett kunnat undvi-

kas med en räntehöjning så att räntekostnadskomponenten i KPI hade presats upp.

Den här strategin hade kunnat fullföljas någon tid, men det hade ändå uppstått en situation då ekonomin sjunkit så djupt att konjunkturreffekten ändå tagit överhanden. Sannolikt hade det lett till en kollaps av växelkursen. Kronans kurs skulle alltså ha fallit kraftigt. Importpriserna hade stigit och kanske hade då KPI-inflationen åter stigit mot den målsatta nivån.

Så hade det – och jag betonar det teoretiska och hypotetiska i detta resonemang – kunnat fortgå. Riksbanken hade klarat KPI-målet, men till priset av kraftig instabilitet i både räntor och växelkurs samt i den reala ekonomin. Jag kan inte tänka mig att stödet för en sådan politik hade blivit särskilt långvarigt vare sig i det politiska systemet eller bland befolkningen i stort.

Riksbanken måste träffa ett val när det gäller att avgöra hur snabbt penningpolitiken ska återföra inflationen tillbaka till den målsatta nivån när det skett en avvikelse. Sker det för snabbt blir, å ena sidan, priset instabilitet i den reala ekonomin och på de finansiella marknaderna. Sker det alltför långsamt kommer, å andra sidan, inflationen att variera kraftigt och riskera att trendmässigt driva uppåt eller rentav leda till verklig deflation.

Mot denna bakgrund har direktion i början av 1999 gjort vissa preciseringar i inflationsmålet där vi säger att Riksbanken, under vissa specifika omständigheter, har skäl att göra en mer flexibel tolkning av KPI-målet.³ Detta redogjorde jag närmare för i samband med mitt framträdande här i utskottet i mars. Jag konstaterade då att det i allt väsentligt handlade om en kodifiering av den praxis som gällt för penningpolitiken under senare år. Det är också detta som jag idag redogjort för.

Låt mig också ta upp ytterligare en fråga som har att göra med den förda penningpolitiken och dess resultat. Det gäller utfallet för 1998. KPI ökade då med 0,4 procent, mätt som årsgenomsnitt. UNDIX ökade med enbart 1 procent det året och låg under en del månader även under den undre toleransgränsen på 1 procent. Hade det ändå inte varit möjligt att med en alternativ räntepolitik kunnat undvika ett sådant utfall för den underliggande inflationen?

Det hade naturligtvis varit möjligt att redan i slutet av 1996 och under 1997 ha fört en mer expansiv penningpolitik än som gjordes. I så fall hade UNDIX-inflationen kunnat hamna högre och mer i linje med inflationsmålets 2 procent, alldeles bortsett från ränteeffektens inverkan på KPI.

I detta sammanhang kan man givetvis diskutera de grundläggande prognoser som Riksbanken gjorde av inflationen rensat för de tillfälliga räntekostnads- och skatteeffekterna. Riksbanken gjorde en prognosmiss, då vi inte lyckades förutse det konjunkturfallet som Asienkrisen innebar och de råvaruprisfall som detta skulle komma att medföra. Vi var - dessvärre kanske man kan säga - i gott sällskap med en klar majoritet av bedömare. Med den långa eftersläpning som penningpolitiken har borde egentligen åtgärder satts in redan i slutet av 1996 eller i början av 1997, d.v.s. redan innan krisen ens inträffat. Om prisfal-

³ Se Riksbanken PM 1999-02-04 "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering".

len på råvaror inte lämnar några spår i förändrade inflationsförväntningar bör de inte heller påverka politiken.

Faktisk och underliggande inflation i ett längre perspektiv⁴

Bild 10

Under 1970-, 80- och 90-talen har det ibland förekommit perioder då den faktiska KPI-inflationen avviker från mått på den underliggande inflationen. Det skedde exempelvis i samband med oljekriserna på 1970-talet, i mitten av 1980-talet då oljepriser och räntor sjönk, i samband med skattereformen i slutet av 1980-talet och i samband med räntenedgångarna på 1990-talet.

Att det sker sådana avvikelser är således ingenting nytt och alltså något som kan hända igen. Det beror på att inflationen bestäms av främst tre typer av faktorer:

1. *Långsiktigt förväntad inflation*
2. *Konjunkturläget*
3. *Tillfälliga faktorer och utbudsstörningar som t.ex. förändrade indirekta skatter, räntekostnader och subventioner samt råvaruprisrörelser*

Ur penningpolitisk synvinkel förefaller det rimligt att hävda att det är de två första faktorerna som är av störst intresse; det är främst genom dessa som penningpolitiken kan påverka inflationen. Faktorer som t.ex. indirekta skatter påverkar konsumentprisutvecklingen tillfälligt, men effekterna försvinner normalt efter hand såvitt inte förväntningarna om inflationen på lång sikt påverkas.

Slutord

KPI är den målvariabel som penningpolitiken inriktas på. Mått som KPI ska inflationen uppgå till 2 procent i ett längre, årligt perspektiv. Men det finns emellertid skäl till att emellanåt avvika från denna målsättning. Avvikelser från målet på kort sikt bör därmed inte automatiskt tolkas som att penningpolitiken bedrivits felaktigt. Förutsättningen är dock att det varit fråga om tydligt identifierbara tillfälliga prisrörelser, som penningpolitiken varken kan eller ska ha som ambition att söka motverka. Det är därför viktigt att tränga bakom KPI-siffrorna när penningpolitiken utvärderas.

Motivet till att låta avvikelser ske är att ekonomin annars skulle destabiliseras och det förr eller senare skulle uppkomma onödiga realekonomiska kostnader. Med det menas överdrivna svängningar i både den reala ekonomin och på de finansiella marknaderna.

⁴ För en utförligare diskussion se 1999 års första Inflationsrapport fördjupningsrutan med rubriken "Tillfälliga faktorer och andra utbudschocker – en modellbaserad ansats".