

## Deflation – en problemöversikt

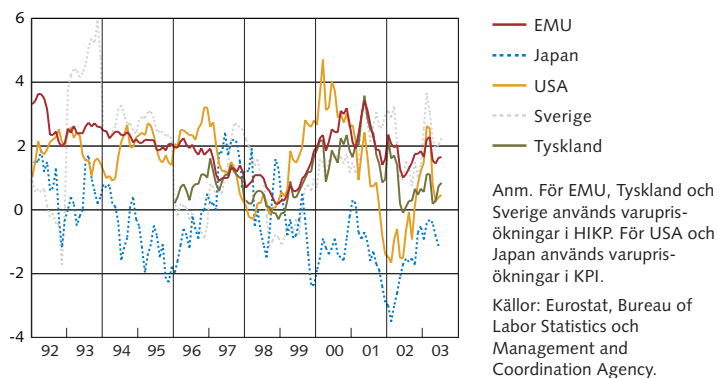
Världsekonomin kännetecknades under stora delar av 1990-talet av en uppåt-gående konjunktur och en relativt snabb BNP-tillväxt. Sedan några år tillbaka ser utvecklingen dock ut att ha vänt. BNP-tillväxten har fallit tillbaka påtagligt i flertalet länder och resursutnyttjandet är nu lågt (se diagram 1). Utvecklingen i svensk ekonomi har inte varit fullt så dystert men även i Sverige har en viss avmattning av konjunkturen skett. Samtidigt som världskonjunkturen har försvagats har inflationstakten i många länder dämpats avsevärt. Det gäller i synnerhet för priserna på varor som tidvis sjunkit i både USA och Tyskland (se diagram R15). Denna utveckling har rest frågan om de två traditionella dragloken för den internationella konjunkturen, USA och Tyskland, löper risken att hamna i samma situation som Japan, dvs. med en påtagligt svag tillväxt och ett ihållande fall av den allmänna prisnivån.<sup>12</sup>

Det finns skäl att alltid ha risken för deflation i åtanke eftersom fall i den allmänna prisnivån tenderar att vara förknippade med betydande problem i den reala ekonomin. Det kan dock vara värt att betona att fallande priser inte alltid behöver innebära bekymmer, vilket den allmänna debatten ofta ger intryck av.

### Bra och dålig deflation

En första naturlig distinktion gäller längden på perioden med fallande priser. Medan en mer utdragen period med deflation ofta kan ha en negativ inverkan på ekonomins funktionssätt gäller detta inte om prisnivån faller under en begränsad period. Ett exempel på det senare är utvecklingen i Sverige i slutet av 1998 och början av 1999. Inflationen mätt som tolv månadersförändringen i KPI var då negativ under några månader, delvis som en följd av att penningpolitiska lättnader medförde lägre räntekostnader för hushållen. Det faktum att priserna föll ledde till en del braskande rubriker om deflationshot i media, men de realekonomiska konsekvenserna av själva prisnedgången var förmodligen mycket begränsade. De långsiktiga inflationsförväntningarna låg förhållandevis väl förankrade kring inflationsmålet.

Diagram R15. Konsumentprisutvecklingen för varor i olika länder.  
Årlig procentuell förändring

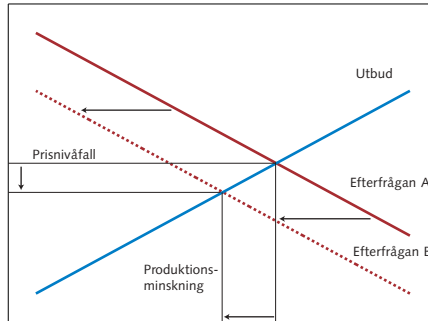


Det är också viktigt att skilja på om prisutvecklingen styrs av skeenden på efterfrågesidan eller utbudssidan. En period med fallande priser har ofta sitt ursprung i att den aggregerade efterfrågan är betydligt mindre än det samlade utbudet av varor och tjänster i ekonomin. En sådan situation kan uppkomma av två skäl: Dels kan efterfrågan falla kraftigt, t.ex. på grund av att hushållen av någon anledning minskar sin konsumtion. Dels kan utbudet öka markant, t.ex. till följd av att tekniska framsteg leder till att produktiviteten utvecklas gynnsammare. Såväl en minskning av efterfrågan som en ökning av utbudet kan vara förknippad med en fallande prisnivå. Men medan efterfrågedriven deflation är förknippad med att produktionen utvecklas svagt gäller det motsatta för utbudsdriven deflation (se diagram R16 och R17 för en principskiss av dessa effekter). På grund av skillnaderna i effekterna på produktionen betecknas dessa båda typer av deflation ibland som "bad deflation" respektive "good deflation". Sannolikt är det ovanligt med renodlat utbudsdriven deflation, även om utvecklingen i Kina de senaste åren skulle kunna vara ett exempel. I den följande diskussionen avses med deflation en förhållandevis utdragen period med fallande priser och en påfallande svag efterfrågan. Det är också denna definition som står i fokus för den internationella ekonomiska debatten.

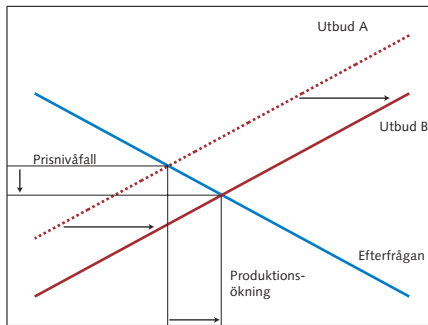
<sup>12</sup> Den amerikanska situationen diskuteras i bl.a. Bernanke, B.S., "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here", tal, Federal Reserve Board, 2002-11-21 och Bernanke, B.S., "An Unwelcome Fall in Inflation?", tal, Federal Reserve Board, 2003-07-23. För en diskussion av deflationshotet i Tyskland (och euroområdet) se t.ex. The Economist, "The Unfinished Recession", 2002-09-26, Issing, O., "The Euro after Four Years: Is There a Risk of Deflation?", tal, ECB, 2002-12-02 och Svensson, L.E.O., "The Risks of Deflation and the Effectiveness of Monetary Policy in the Euro Area", Briefing Paper (<http://www.princeton.edu/~svensson/>), 2003.

Anm. Diagrammet visar de effekter på prisnivån (vertikal axel) och produktionsnivån (horisontell axel) som uppstår när efterfrågan faller från läget A till läget B.  
Källa: Riksbanken.

**Diagram R16. Effekter av ett fall i aggregerad efterfrågan. Pris- respektive produktionsnivå**



**Diagram R17. Effekter av en ökning av aggregerat utbud. Pris- respektive produktionsnivå**



Anm. Diagrammet visar de effekter på prisnivån (vertikal axel) och produktionsnivån (horisontell axel) som uppstår när utbudet ökar från läget A till läget B.  
Källa: Riksbanken.

#### Varför utgör deflation ett problem?

I den ekonomiska litteraturen brukar man framhålla framförallt tre negativa effekter av deflation. Den första hänger samman med att det är svårt att sänka nominella löner. I ett läge där efterfrågan och priserna faller men där de nominella lönerna inte sjunker kan företagen bara kompensera sig för de minskade intäkterna genom personalnedskärningar. Kombinationen av trögrorliga nominallöner och deflation förstärker därigenom den nedgång som det inledande efterfrågebortfallet givit upphov till.

Den andra negativa effekten beror på att deflation, om den är oväntad, resulterar i att förmögenhet omfördelas från låntagare till långivare. Skälet är att deflationen ökar det reala värdet på en given nominell skuld på ett sätt som inte var förväntat då lånekontraktet upprättades. Om lånet tecknats till en given nominell ränta blir dessutom de reala räntebetal-

ningarna högre under den tid som lånet löper. Liknande effekter skulle uppkomma även då inflationen faller på ett oväntat sätt men fortfarande är positiv. Grundproblemet är således att priserna inte utvecklas som förväntat efter det att lånekontrakten upprättats, och inte så mycket deflationen i sig.

Effekterna av deflation på ekonomin kan förstärkas genom att låntagarnas ökade reala skuldbörda påverkar kreditgivningsprocessen och den finansiella stabiliteten i ekonomin. De ökade reala skulderna urholkar företagens balansräkningar och kan göra det dyrare och svårare att låna, vilket bidrar till att dämpa aktiviteten i ekonomin.<sup>13</sup> På motsvarande sätt kan hushåll vars förmögenhetssituation försämras få problem med ytterligare krediter. Den ökade reala skuldbördan hos låntagande hushåll och företag kan dessutom leda till konkurser och till en ökad andel dåliga lån hos bankerna. Om det vill sig riktigt illa kan resultatet i förlängningen bli problem med den finansiella stabiliteten i ekonomin som helhet.

Den tredje negativa effekten med deflation är relaterad till penningpolitikens effekter på aktiviteten i ekonomin. Om en nominell ränta på noll procent inte räcker för att stimulera ekonomin och häva deflationen kan problem uppstå. Realräntan, dvs. den nominella räntan minus (den förväntade) inflationen, kanske skulle behöva vara negativ för att stimulera en återhämtning. Om den nominella räntan är noll procent kan realräntan inte sänkas ytterligare utan kommer alltjämt att vara positiv.<sup>14</sup> Den realränta som låntagare tvingas betala kommer att vara lika med deflationen. Ju mer prisnivån väntas falla, desto högre real avkastning krävs för att en investering ska vara lönsam. Den i förhållande till efterfrågan alltför höga realräntan hämmar investeringarna och bidrar till att förstärka nedgången.

#### Vad kan göras för att undvika deflation?

Mot bakgrund av de problem som skisserats ovan är det angeläget att försöka vidta förebyggande åtgärder för att undvika en deflationistisk utveckling. Det finns en hög grad av samsyn kring hur det penningpolitiska ram-

<sup>13</sup> Ett fall i företagets investeringar till följd av en kraftigt ökad real skuldbörda (s.k. debt deflation) anses ha spelat en central roll vid depressionen på 1930-talet. Hypotesen lanserades av Irving Fisher ("The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1, 1933, 337-357).

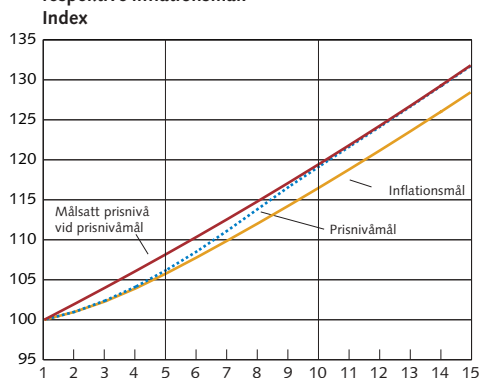
<sup>14</sup> Parallellt till fallet med stela nominallöner är värd att notera. Medan stela nominallöner hindrar en önskvärd anpassning nedåt av priset på arbetskraft, hindrar nollgränsen för räntan en önskvärd anpassning av det intertemporala priset på konsumtion idag i förhållande till konsumtion imorgon.

verket bör vara utformat för att risken för deflation ska bli så liten som möjligt. En central komponent är att penningpolitiken inriktas på att hålla inflationen och inflationsförväntningarna stabila på en positiv men ändå låg nivå. Detta kan ske genom att låta ett explicit inflationsmål fungera som ett tydligt riktmärke för ekonomins aktörer. Penningpolitiken bör vara framåtblickande så att förebyggande åtgärder kan vidtas om inflationen hotar att understiga (eller överstiga) målet.

Det finns ett intressant men i praktiken i stort sett oprövat alternativ till att definiera målet i termer av en viss *inflation*. Det är att sätta upp en mål bana ("target path") för den framtida *prisnivån*, t.ex. att den ska stiga med 2 procent per år (se diagram R18).<sup>15</sup> Ett prisnivåmål kan vara ett föredra framför ett inflationsmål när det gäller att undvika deflation. Det kanske viktigaste skälet är att en sådan strategi, när den uppfattas som trovärdig, kan förmodas vara ett effektivare sätt att stabilisera ekonomins mer långsiktiga inflationsförväntningar. Ett prisnivåmål innebär att låg inflation idag måste uppvägas av högre inflation i framtiden (och vice versa). Det gör att den genomsnittliga inflationen i detta fall blir högre än om det inte finns något krav att kompensera för den tidigare låga inflationen, som i fallet med en målsatt inflationstakt (se diagram R19).

På litet kortare sikt kan ett prisnivåmål också bidra till mer av önskvärda korrigeringar nedåt av realräntan om deflation ändå skulle uppkomma. Ju mer prisnivån väntas falla desto högre behöver den framtida (faktiska och förväntade) inflationen vara under en övergångsperiod för att målbanan åter ska uppnås. Ytterligare deflation kommer därför att "automatiskt" sänka realräntan, även då den nominella räntan har sänkts till noll. En annan fördel är att ett prisnivåmål i ett deflationsscenario inte ökar den reala skuldbördan för låntagare på samma sätt som ett inflationsmål riskerar att göra. Prisnivån förs ju tillbaka till den ursprungliga bana som låg till grund för lånekontrakten.

Diagram R18. Prisnivåutveckling vid prisnivå- respektive inflationsmål.



Anm. Diagrammet visar de effekter på prisnivån (vertikal axel) som uppstår över tiden (perioder, horisontell axel) efter det att inflationen plötsligt minskat med 1 procentenhet (från 2 till 1 procent).

Källa: Riksbanken.

Vad kan göras om deflationen trots allt blir ett faktum?

Antag att det ändå uppstår en situation där efterfrågan utvecklas svagt och priserna faller trots att centralbanken sänkt styrräntan så långt det går. Vilka möjligheter står då till buds för att stimulera ekonomin? Denna fråga har diskuterats flitigt under senare tid.<sup>16</sup> Debatten har främst handlat om hur deflationstrenden i Japan ska kunna brytas, men också hur Fed och andra centralbanker bör agera i händelse av att de uttömt möjligheterna att stimulera ekonomin med styrräntesänkningar.

Diskussionen nedan fokuserar på penningpolitiska åtgärder men det kan även vara möjligt att använda finanspolitiska insatser. Om de offentliga finanserna i utgångsläget är goda kan det finnas utrymme för staten att på tradi-

Diagram R19. Inflationsutveckling vid prisnivå- respektive inflationsmål. Procentuell ökning. The graph shows two lines representing inflation development over 15 periods. The vertical axis is 'Procentuell ökning' from 0,75 to 2,75. The horizontal axis is 'Index' from 1 to 15. A solid red horizontal line represents the 'Inflationsmål' (inflation target) at 2,00. A dashed blue line represents the 'Prisnivåmål' (price level target), which starts at (1, 2,00), drops to (2, 1,00), and then rises to cross the 2,00 target line at period 5. After period 5, it continues to rise, peaking at (8, 2,50) before settling back to (15, 2,00). A label 'Målsatt prisnivå vid prisnivåmål' points to the 2,00 target line.

Anm. Diagrammet visar de effekter på inflationen (vertikal axel) som uppstår över tiden (perioder, horisontell axel) efter det att inflationen plötsligt minskat med 1 procentenhet (från 2 till 1 procent).

Källa: Riksbanken.

<sup>15</sup> Se t.ex. Svensson, L.E.O., "Price Level Targeting vs. Inflation Targeting", *Journal of Money Credit and Banking* 31, 1999, 277–295, för en mer detaljerad diskussion. Det sannolikt enda exemplet på en implementering av ett prisnivåmål är den politik som fördes i Sverige under delar av 1930-talet (se Berg, C. och L. Jonung, "Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931–1937", *Journal of Monetary Economics* 43, 1999, 525–551).

<sup>16</sup> För en utförlig genomgång av olika metoder och litteraturhänvisningar, se t.ex. Svensson, L.E.O., "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others", under publicering i *Journal of Economic Perspectives*.

tionellt sätt stimulera efterfrågan genom skattesänkningar och/eller utgiftsökningar. Det är också möjligt att stimulera efterfrågan utan att budgetunderskottet ökar, vilket kan vara en fördel i en ekonomi där de offentliga finanserna redan är försvagade. Detta kan ske exempelvis genom en sänkning av moms och en skattekredit på investeringar som under en period gör det mer attraktivt att konsumera och investera. Staten kan förhindra att budgetunderskottet ökar genom att höja skatter som i mindre utsträckning påverkar efterfrågan i ekonomin.

När det gäller penningpolitikens möjligheter att höja aktiviteten består det grundläggande problemet alltså i att centralbanken sänkt styrräntan till en nivå där det inte går att sänka den mer. Det finns dock andra sätt för centralbanken att försöka stimulera ekonomin, låt vara tämligen okonventionella och i stort sett oprövade. Grundtanken i de flesta av dessa är att centralbanken ska vidta åtgärder som leder till att företagens och hushållens inflationsförväntningar stiger. Eftersom realräntan definieras som nominell ränta minus inflationsförväntningar kan man på så sätt sänka realräntan och därigenom förhoppningsvis få fart på ekonomin.

Det finns dock även vägar att påverka realräntorna via de nominella räntorna. Det kan ske genom att inrikta sig på andra segment av avkastningskurvan än det allra kortaste, om de långa räntorna alltså är positiva. Ett sätt att försöka sänka räntorna på värdepapper med lite längre löptid är att centralbanken deklarerar att den har för avsikt att hålla kvar styrräntan på noll procent under en längre period. Via förväntningshypotesen, som säger att långa räntor är relaterade till förväntade framtida korta nominella räntor, borde detta bidra till att sänka de långa räntorna. Centralbanken kan också sätta upp ett lågt "räntetak" för obligationer upp till en viss löptid och förbinda sig att köpa en obegränsad mängd obligationer till denna räntenivå.<sup>17</sup>

Ett tämligen rättfram sätt att försöka höja den väntade inflationen är att annonsera ett inflationsmål eller ett prisnivåmål. Detta har rekommenderats som en delösning på proble-

men i Japan där något kvantifierat mål för inflationen tidigare inte tydligt har specificerats. För att ett inflations- eller prisnivåmål ska bidra till att sänka realräntan och stimulera ekonomin krävs dock att målet upplevs som trovärdigt av ekonomins aktörer. Detta kan vara svårt att uppnå, framförallt i ett läge då deflation redan råder och styrräntans nivå ligger omkring noll procent.

Ett uppmärksammat förslag bygger på idén att centralbanken genom att agera på valutamarknaden kan göra det trovärdigt att inflationen faktiskt kommer att bli högre. Idén kan beskrivas på följande sätt.<sup>18</sup> Centralbanken annonserar och implementerar:

- 1 en uppåt lutande målbana för prisnivån,
- 2 en depreciering och en s.k. crawling peg, dvs. en viss framtida bana för valutan, samt
- 3 en "exitstrategi" där valutabanan överges till förmån för ett inflations- eller prisnivåmål när väl målbanan för prisnivån har uppnåtts.

För att förstå varför en styrning av växelkursen kan påverka förväntningarna om den framtida prisnivån är det illustrativt att starta "bakvägen" och ställa sig frågan: Hur skulle valutakursen påverkas om utfästelsen om en högre framtida prisnivå upplevs som trovärdig av ekonomins aktörer? En högre förväntad framtida inhemsk prisnivå innebär en motsvarande svagare förväntad framtida växelkurs. Det hänger samman med att det långsiktiga utbytesförhållandet mellan inhemsk och utländska produkter inte påverkas. I diagram R20 ökar den framtida prisnivån från PT till PT' och växelkursen med lika mycket från VT till VT'. Den svagare förväntade framtida växelkursen innebär emellertid att växelkursen kommer att försvagas till en ännu lägre nivå redan idag (från VO till VO'). Skälet är att om den inhemska räntan är noll procent samtidigt som den utländska räntan är positiv krävs över tiden en appreciering av valutan (av samma storleksordning som den utländska räntan) för att avkastningen på en investering i inhemsk och utländsk valuta ska vara lika stor.

17 Dessa två metoder har förespråkats av bl.a. den amerikanska centralbanken, se referenserna till Bernanke i fotnot 12.

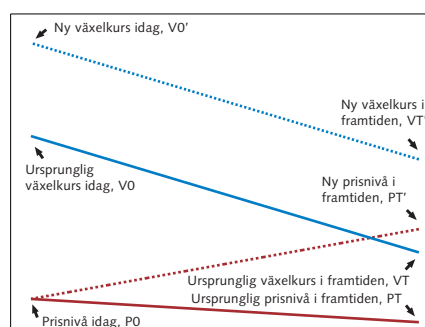
18 Se Svensson, L.E.O., "The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap", *Monetary and Economic Studies* 19(S-1), Bank of Japan, 2001, 277–312, samt referensen till Svensson i fotnot 16.

Jämviktstvillkoret på den internationella valuta-marknaden blir därigenom uppfyllt. I diagram R20 åstadkoms ett parallellskift av hela växelkursbanan från linjen VOVT till linjen VO'VT'. Med andra ord: Om utfästelsen om en högre framtida inhemsk prisnivå är trovärdig skulle detta avspeglas i en påtaglig depreciering av den inhemska valutan redan idag.

"Trepunktsprogrammet" ovan vänder på resonemanget och börjar i andra änden. Centralbanken kan skapa förväntningar om en högre inhemsk prisnivå och en svagare framtida växelkurs. Det gör den genom att annonsera en depreciering av valutan samt en "crawling peg", och i handling visa sig beredd att köpa och sälja obegränsade belopp av utländsk valuta till den tillkännagivna växelkursen. Det bör noteras att det rimligen är betydligt lättare att skapa trovärdighet för denna svagare växelkurs än för en valuta som är utsatt för ett deprecieringstryck, som kronan var i början av 1990-talet. Om den annonserade strategin inte skulle hålla skulle den inhemska valutan stärkas tillbaka till den växelkursrelation som rådde innan centralbanken gick ut med sitt tillkännagivande. En placerare som innehar den inhemska valutan skulle i ett sådant fall göra en god affär. Det innebär att det inledningsvis, innan den annonserade växelkursbanan blivit trovärdig, borde råda ett efterfrågeöverskott på inhemsk valuta. Den efterfrågan kan emellertid lätt tillgodoses genom att centralbanken helt enkelt trycker nya pengar. Det centrala i förslaget är att centralbanken genom att agera konkret på valutamarknaden kan öka trovärdigheten för sina utfästelser. Detta till skillnad mot fallet då centralbanken enbart annonserar ett inflations- eller prisnivåmål.

Sammanfattningsvis kan konstateras att det bästa skyddet mot deflation antagligen är att se till att ekonomin utvecklas på ett sådant sätt att företagens och hushållens förväntningar om den framtida inflationen är stabila och på en lagom nivå. Mycket talar för att denna nivå är kring 2 procent.<sup>19</sup> Centralbanker som försöker

Diagram R20. Utveckling av prisnivå och växelkurs. Prisnivå och växelkurs



Anm. Diagrammet visar de effekter på prisnivån och växelkursen (vertikal axel) som inträffar över tiden (horisontell axel) vid en implementering av "trepunktsprogrammet".

Källa: Svensson, L.E.O., "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others", under publicering i *Journal of Economic Perspectives*.

styra inflationen mot ett inflationsmål runt 2 procent kan därför sägas ha en "extraförsäkring" när det gäller att undvika deflationsfällan. Om deflationen ändå skulle bli ett faktum och centralbanken inte har möjlighet att sänka styrräntan ytterligare finns ett antal åtgärder som den kan tillgripa. Det handlar om att söka påverka räntor på värdepapper med längre löptid, att göra en högre framtida inflation eller prisnivå trovärdig och att vidta finanspolitiska åtgärder. I det sammanhanget förefaller framförallt små öppna ekonomier att ha en särskild fördel. Det beror på att valutamarknaden i detta fall erbjuder en möjlighet att öka trovärdigheten i utfästelserna att politiken ska inriktas på att höja den framtida inflationen och prisnivån.

Hur stor är då i dagsläget risken att USA, Tyskland eller till och med Sverige ska hamna i en situation liknande den som råder i Japan? Det är mycket som talar för att det inte föreligger någon större risk för deflation i något av länderna. Samtliga bedriver en penningpolitik som, implicit eller explicit, syftar till att hålla prisutvecklingen stabil i närheten av 2 procent. Dessutom har konjunkturläget stabiliserats under senare tid och på sina håll förbättrats. Intressant är också att den japanska ekonomin nu börjat uppvisa tecken på en mer tydlig återhämtning, med påtagligt högre tillväxttal för BNP.

<sup>19</sup> Modellsimuleringar indikerar att risken är liten att nollgränsen för räntan ska bli bindande när den genomsnittliga inflationen är 2 procent. Endast i omkring 0–5 procent av tiden kommer ekonomin att befinna sig vid nollgränsen i detta fall. Se t.ex. Yates, T., "Monetary Policy and the Zero Bound to Nominal Interest Rates", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2003, 27–37, för en översikt av sådana simuleringar.