

## Inflationen är kanske inte död – demografin kan väcka den

Inflationen är sedan länge låg i Sverige och andra delar av den utvecklade världen. Men kommer det att förbli så? Inte enligt en undersökning som pekar på demografins betydelse för inflationen.

### RÄNTOR

#### Under lång tid har inflationen

varit låg i Sverige och resten av den utvecklade världen. Sedan topparna på 1980-talet har inflationen varit på väg nedåt och den är nu nere på ungefär 0 procent per år.

Till största delen har denna minskning av inflationstakten varit positiv, då hög inflation för med sig en lång rad nackdelar. Under 1980- och 1990-talet gavs de flesta centralbanker mandat att hålla inflationen på en låg nivå, typiskt runt 2 procent om året, just för att råda bot på den höga inflationen.

Den dåvarande amerikanske centralbankschefen Paul Volcker gjorde sig känd som inflationens fiende nummer ett när han höjde den amerikanska styrräntan till 20 procent i juni 1981 för att få bukt med de höga prisökningarna i USA.

I Sverige tvingades Riksbanken att överge den fasta växelkursen mot ECU:n (föregångaren till euron) på hösten 1992 och kort därefter ändrades Riksbankens mandat från att hålla en fast växelkurs till att uppnå prisstabilitet, vilket definierades som en inflation på 2 procent om året. Sedan dess har inflationen sjunkit kraftigt i Sverige.

**I dag har centralbankerna** det omvända problemet: inflationen är för låg i deras tycke. Läser man på Riksbankens hemsida om inflationsmålet så

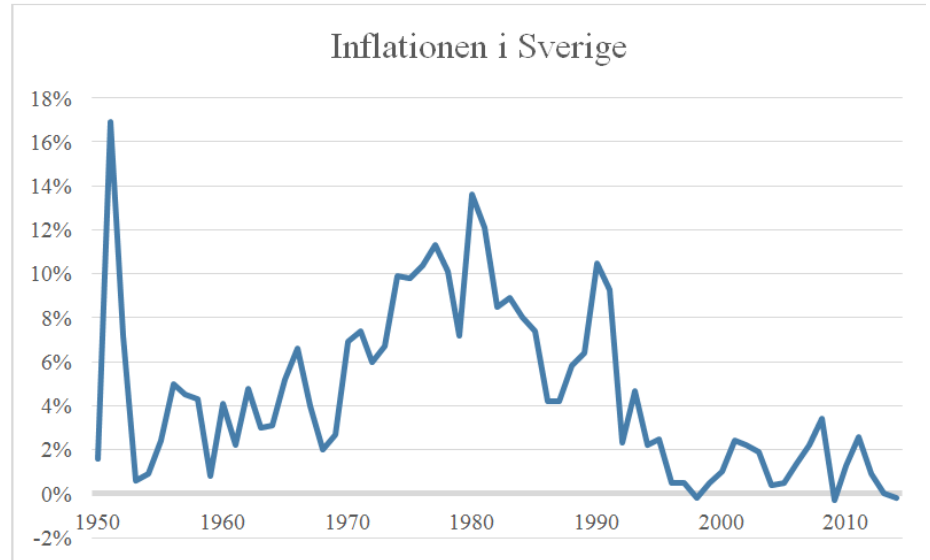
förs argumentet att sjunkande priser, det vill säga deflation, är minst lika skadligt för ekonomin som alltför hög inflation.



Stefan Ingves  
– räntesänkare.

Rädslan för deflation har drivit de flesta centralbanker

i den utvecklade världen till kraftiga stimulansåtgärder. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve har hållit räntan på 0 procent sedan 2009 och dessutom gjort stora stödköp av



Källa SCB

Efter oljekrisen och devalveringen 1992 har svensk inflation varit låg.

obligationer för att få fart på ekonomin och inflationen. Bank of England har gjort samma sak och den europeiska centralbanken ECB startade sitt stora stödköpsprogram av obligationer härom veckan.

I Sverige har Riksbanken sänkt styrräntan till -0,1 procent och nu senast till -0,25 procent! Men hur mycket kan centralbankerna egentligen påverka inflationstakten?

**Inspirationen till denna** artikel kom från en nyligen publicerad artikel<sup>1</sup> skriven av Mikael Juselius med flera från Bank of International Settlements, som undersöker sambandet mellan demografi och inflation.

Författarna till artikeln frågade sig huruvida fördelningen mellan unga, vuxna i arbetsför ålder och äldre påverkar inflationen och hur denna påverkan är.

En vanlig förklaring till den långvariga deflationen i Japan har varit att andelen äldre har ökat och när människor går i pension konsumerar de mindre eftersom de får lägre inkomst. Därmed minskar den

totala efterfrågan på varor och tjänster i ekonomin och det uppstår ett deflationstryck.

**När författarna till BIS-artikeln** gjorde analysen på faktisk data visade det sig emellertid att sambandet verkade vara det omvända.

Nog för att pensionärer konsumerar mindre än arbetande, men den dominerande effekten av att gå i pension är inte att man spenderar mindre utan att man i stort slutar att arbeta.

Det betyder att bidraget till utbudet av varor och tjänster minskar mycket mer när man går i pension än vad bidraget till efterfrågan minskar. Det borde skapa ett inflationstryck om något, snarare än ett deflationstryck.

Dynamiken är liknande för barn och ungdomar: eftersom de inte jobbar i någon större utsträckning bidrar de mestadels till efterfrågan och inte till utbudet.

I artikeln jämför författarna ett par olika modeller på hur en befolknings åldersfördelning påverkar inflationen och några av resultaten kan ses i grafen överst på nästa sida. Båda modellerna visar att den delen av befolkningen som är i arbetsför ålder bidrar till deflation och den övriga delen bidrar till inflation.



Japans ledare  
Shinzo Abe.

## 3 frågor till ...

...Ola Mårtensson.

**Kommer Riksbanken att lyckas få upp inflationen?**



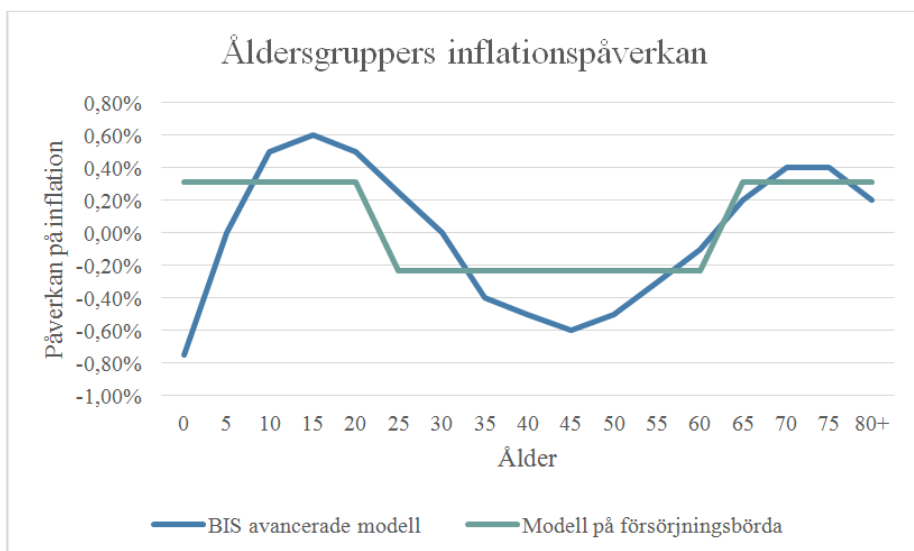
– När väl de demografiska faktorerna inte längre skapar ett tryck nedåt på inflationen kommer centralbankernas räntesänkningar få bättre effekt. Kanske till och med för bra effekt.

**Börs och bostäder fortsätter stiga i värde i Sverige. Borde de värdeökningarna räknas med när styrräntan sätts?**

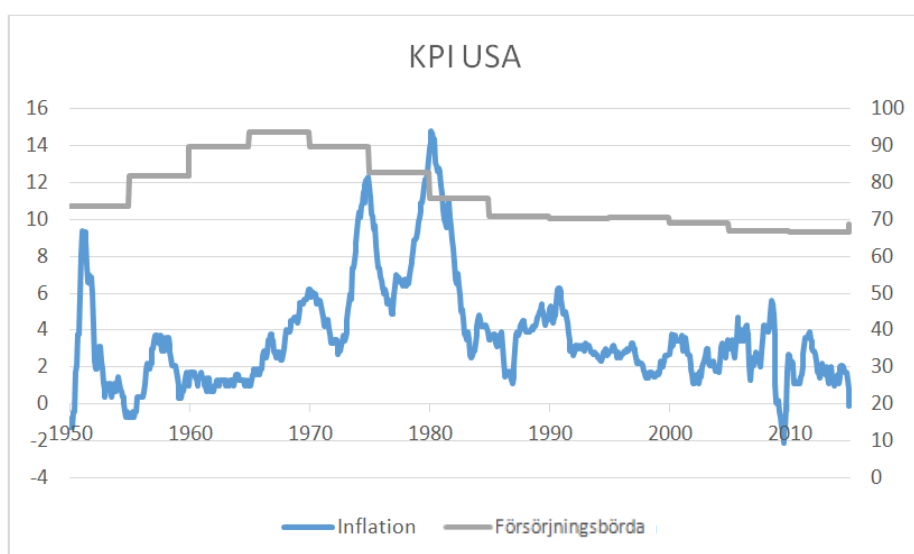
– Centralbankerna har varit tydliga med att de hoppas att börsen och bostäder ska stiga. Då känner sig människor rikare och förhoppningen är att de ska spendera mer. Personligen har jag svårt att se hur uppblåsta tillgångsvärden kan leda till något gott på längre sikt.

**Vilket är det största hotet mot börserna just nu?**

– Börskrascher orsakas oftast av det oväntade. Man kan konstatera att uppgångar sällan varar så länge som den nuvarande har gjort.



Källa tabell 1 och graf 3, WP485



Källa Bloomberg och FNs befolkningsdatabas

Den intressantaste observationen från den översta grafen är att den yngre delen av befolkningen påverkar inflationen i lika hög grad som den äldre.

**Om vi definierar den yngre delen av befolkningen** som de som är yngre än 20 år och den äldre delen av befolkningen som de som är över 65 år, så är försörjningsbördan från barn och unga förhållandet mellan andelen yngre jämfört med andelen i arbetsför ålder (20–65 år) i procent.

Om försörjningsbördan från barn och unga till exempel är 100 procent betyder det att det finns en yngre person per person i arbetsför ålder, och om den är 50 procent betyder att det finns en halv yngre person per arbetsför person.

Försörjningsbördan från äldre definieras på samma sätt och den totala försörjningsbördan är summan av yngre och äldre.

I USA har den totala försörjningsbördan varit nedåtgående sedan 1960-talet, eftersom andelen yngre i befolkningen har minskat. Andelen äldre har visserligen ökat men minskningen av yngre har mer än kompensert för den ökningen.

Enligt modellerna borde USA ha haft en strukturell minskning av inflationen de senaste 50 åren. Ovan är en graf som visar inflationen och försörjningsbördan från 1950 fram till i dag.

Bortsett från de två topparna i inflationen på 1970-talet, som orsakades av oljekriserna, tycks inflationen stiga när försörjningsbördan stiger och falla tillbaka när försörjningsbördan faller – precis som modellerna förutsäger.

**De senaste åren har många** analytiker gjort bedömningen att Kina exporterar deflation till resten av världen. I en global ekonomi bidrar Kinas export-

framgångar av billiga varor till att importvarupriserna i de flesta utvecklade länder hålls nere och därmed inflationen också.

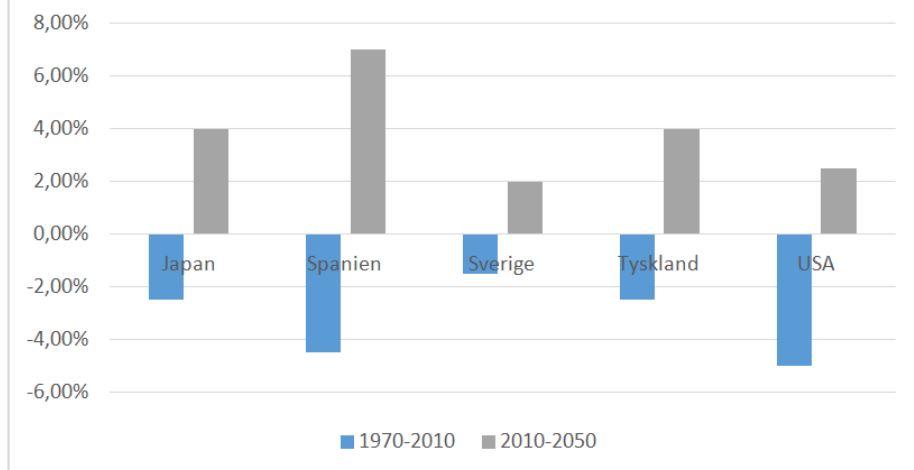
Andelen unga i Kina har minskat kraftigt under de senaste 40 åren. Det är en direkt följd av den enbarnspolitik som har tillämpats i landet sedan 1970-talet.

På trettio år har Kinas födelsetal sjunkit från 2,6 barn per kvinna till 1,6 och i staden Shanghai är födelsetalet nere på 0,6 – den totala försörjningsbördan har mer än halverats.

Det är alltså avsaknaden av barn som driver deflationen.

**Mikael Juselius och hans** kollegor konstaterar att man kan förklara inflationsnivån med tre faktorer: realräntan, produktionsgapet (skillnaden mellan vad ekonomin kan producera utan att skapa inflation och vad den faktiskt gör) samt demografi.

## Demografiskt inflationstryck



Källa graf 9, WP485

När centralbankerna försöker få upp inflationen sänker de sina styrräntor så att realräntan ska bli lägre, speciellt i tider när produktionsgapet är negativt. Det vill säga i lågkonjunkturer kompenserar centralbanker genom låga räntor. Problemet är att demografin inte tas hänsyn till i någon större utsträckning.

**Av statistik över** försörjningsbördan i både USA och Kina framgår att den är som lägst just nu. Kurvorna ser ungefär likadana ut i hela världen – från att komma från en längre period med sjunkande försörjningsbörda kommer vi framöver i stället att ha en ökande försörjningsbörda.

Från att andelen yngre i befolkningen stadigt har minskat går vi i stället till att andelen äldre ökar. I artikeln görs en uppskattning av det inflationstryck som har varit och hur det kommer att utvecklas i framtiden (se grafen ovan).

**I Sverige har demografin** sänkt inflationstakten med 1,5 procentenheter de senaste 40 åren. Framöver kommer den svenska demografin i stället att bidra till att höja inflationstakten med 2,0 procentenheter.

I USA är motsvarande siffror -5 procentenheter och +2,5 procentenheter. I ett land som Spanien, med mycket låga födelsetal, kommer inflationstrycket att

slå om från kraftigt negativt till kraftigt positivt. Världens centralbanker har sedan finanskrisen 2008 kämpat med att få upp inflationstakten genom att sänka sina styrräntor till rekordlåga nivåer och de har också stimulerat ekonomierna med stödköpsprogram av obligationer. Priset på pengar är i princip noll och det finansiella systemet är till brädden fyllt med likviditet.

**Men allt som behövs för** att gå från för låg inflation till för hög inflation är en tändande gnista. Trendförändringen från en sjunkande försörjningsbörda till en ökande kan vara den tändstickan.

**OLA MÅRTENSSON**  
ola.martensson@catella.se

Fotnot: [1] Mikael Juselius, Elod Takats. "Can demography affect inflation and monetary policy?" BIS Working Papers No 485, 2015.)

## Kontakt

### Catella Förmögenhetsförvaltning

STOCKHOLM

Birger Jarlsgatan 6, 1 tr, tel: +46 8 614 25 00

GÖTEBORG

Östra Hamngatan 19, tel: +46 31 600 179

MALMÖ

Norra Vallgatan 60, tel: +46 40 622 12 10

VÄXJÖ

Linnégatan 23, tel: +46 8 470 718 070

LUXEMBURG

Parc d'Activités, 38, r. Pafebruch,

tel +352 27 751 101

Webb: [www.catella.com/sv/Formogenhetsforvaltning](http://www.catella.com/sv/Formogenhetsforvaltning)

## Allokering

Aktier: SVERIGE

• Vinsterna revideras upp på valutaeffekter, kortsiktigt men bra.

**Sverige** ↗

Aktier: GLOBAL

• Bra drag i USA, QE (quantitative easing) kommer att driva Europa.

**Global** ↗

Aktier: EMERGING MARKETS

• Bra tillväxt men dollarstyrkan är en motvind.

**Emerging markets** ↗

## RÄNTOR

• Både korta och långa räntor är låga och det är svårt att se värde på dessa nivåer. Fortfarande en -2. • Vi är försiktigt positiva till krediter, en 1:a.

**Korta räntor** ↓

**Långa räntor** ↓

**Företagsobligationer** ↗

**Företagsobl. högre risk** ↗

## HEDGE

• Vi ser framför oss en mer volatil marknad som hedgefonder kan dra nytta av.

**Lägre risk** ↑

**Högre risk** ↑

## RÅVAROR

• Koppar och olja på bottenivåer. Svårt att se någon omedelbar vändning. En -2:a.

**Råvaror** ↓

ALLOKERINGEN GÖRS I EN SKALA FRÅN -2 TILL +2.

## Disclaimer

Informationen är framtagen av Catella Bank Filial (Banken). Informationen är av allmän karaktär och ska inte ses som en oberoende investeringsanalys eller rådgivning och utgör därmed inte ett personligt investeringsråd eller rekommendation.

Om behov finns kan du även inhämta råd om placeringar eller andra frågor rörande dina juridiska, ekonomiska eller skattemässiga förhållanden anpassade efter din individuella situation från din rådgivare i Banken.

Att investera i finansiella instrument innebär alltid en risk. Din investering kan såväl minska som öka i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade beloppet. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning.