Oljepriset och penningpolitiken

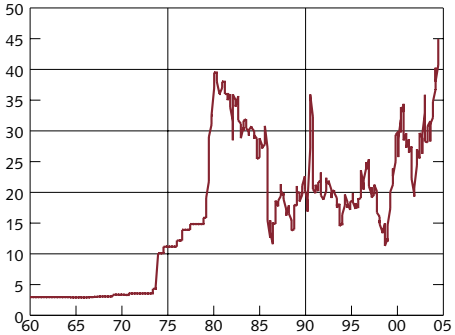
Under 2004 har oljepriset stigit kraftigt. Det har lett till farhågor för negativa ekonomiska återverkningar, liknande dem vid tidigare kraftiga oljeprisuppgångar. I denna fördjupningsruta diskuteras hur oljeprisuppgångar kan påverka makroekonomin och vilka problem penningpolitiken ställs inför. Ett antal faktorer som talar för att de makroekonomiska effekterna blir mer begränsade än under tidigare perioder diskuteras också, liksom ett antal risker.

Oljekrisen 1973–1974 satte på ett tydligt sätt fokus på västvärldens sårbarhet för störningar i utbudet på olja. Oljepriset steg då till dittills oöverträffade nivåer (se diagram R1) i samband med att Opec minskade sin oljeexport drastiskt som en reaktion på västvärldens stöd till Israel i det arabisk–israeliska kriget i oktober 1973. Sedan den första oljekrisen har priset på olja skjutit i höjden vid ytterligare några tillfällen, mest märkbart 1979–1980 i samband med revolutionen i Iran och utbrottet av kriget mellan Irak och Iran (den s.k. andra oljekrisen) samt, mer kortvarigt, till följd av Kuwaitkriget 1990–1991. Men oljepriset har ibland också fallit dramatiskt, t.ex. 1986 då samarbetet inom Opec sviktade och Saudiarabien ökade sin oljeproduktion kraftigt.[1]

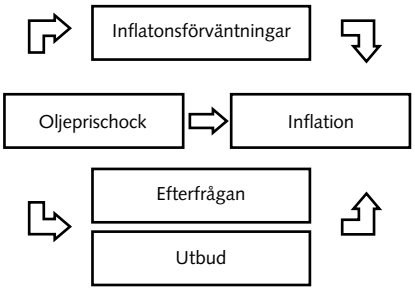
Under 2004 har oljepriset i nominella termer åter nått rekordhöga nivåer, vilket har lett till farhågor för negativa återverkningar på den globala konjunkturuppgången. Oljepriset är i löpande termer i dag ungefär lika högt som under oljekrisen 1979–1980. I reala termer framstår dagens situation som något mindre dramatisk. Justerat för inflationen är oljepriset ungefär lika högt som efter oljekrisen 1973–1974, men betydligt lägre än under oljekrisen 1979–1980 (se diagram R2). Den procentuella ökningen av det nominella oljepriset har därtill varit avsevärt mindre än 1973–1974 och 1979–1980. Även om den senaste tidens prisökning varit betydande framstår den således inte som exceptionell i ett historiskt perspektiv.

Diagram R1. Nominellt oljepris. USD/Barrel West Texas Intermediate

Källa: Federal Reserve Bank of St Louis.



Figur RF1. Schematisk skiss över oljeprisets effekter på ekonomin.



Oljepriset påverkar ekonomin på många sätt

Ökningar i oljepriset kan påverka makroekonomin på en rad olika sätt. Figur RF1 utgör en lämplig utgångspunkt för en diskussion om oljeprisets effekter på ekonomin. Pilschemat kan ses som en variant av standardmodellen för inflationsbestämning, där inflationen styrs av tre faktorer: förväntningar, resursutnyttjande (eller produktionsgap) och olika typer av störningar, i detta fall en oljeprischock.

Den kanske mest uppenbara och omedelbara effekten av en höjning av oljepriset är att den uppmätta inflationen stiger, i termer av t.ex. KPI (pilen i mitten av figur RF1). Detta är en följd av den i stort sett direkta kopplingen mellan oljepriset och vissa delkomponenter i KPI, i huvudsak bensin och eldningsolja.

En oljeprisökning kan påverka realekonomin, och därmed indirekt inflationen, på flera

1 En mer detaljerad beskrivning av faktorer som under olika perioder påverkat oljeprisets utveckling finns i fördjupningsrutan "Oljepriset" i Inflationsrapport 2003:3.

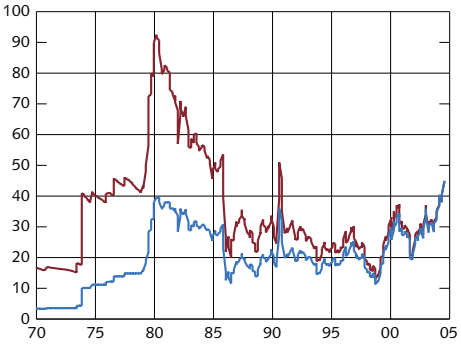
sätt.[2] I läroböcker i makroekonomi brukar en ökning av oljepriset ses som ett typexempel på en s.k. negativ utbudsstörning, dvs. en störning som ökar företagens kostnader och därmed de priser till vilka de är villiga att bjuda ut sina produkter. Vid de högre priserna efterfrågas en mindre mängd varor och tjänster vilket leder till att produktion och sysselsättning dämpas. Negativa utbudsstörningar kan således samtidigt leda till ökad inflation och minskad produktion och sysselsättning.

En ökning av oljepriset kan också leda till att resurser omallokeras i ekonomin. När olja blir dyrare i förhållande till andra insatsvaror kan detta starta en process där energiintensiva branscher krymper medan branscher där energi är en mindre viktig produktionsfaktor eller används mer effektivt expanderar. En sådan strukturell förskjutning mellan olika delar av ekonomin kan vara både kostsam och tidskrävande. Följden kan bli en anpassningsperiod med ökad arbetslöshet och underutnyttjande av resurser.[3]

En oljeprisökning påverkar också efterfrågan i ekonomin. Ett höjt pris innebär i praktiken en inkomstöverföring, eller överföring av köpkraft, från länder som importerar olja till länder som exporterar olja. Den minskade efterfrågan som detta leder till i de oljeimporterande länderna kan visserligen delvis motverkas av en ökad importefterfrågan från oljeexporterande länder. Men den sammantagna effekten tenderar att bli negativ för de länder som importerar olja.

Efterfrågan kan också dämpas om en kraftig höjning av oljepriset skapar större osäkerhet om det framtida priset på olja eller kanske t.o.m. om den ekonomiska utvecklingen i stort. Om det är oklart hur det relativa oljepriset kommer att utvecklas i framtiden kan det vara rationellt för hushåll att vänta med vissa större konsumtionsbeslut tills läget klarnat. Det kanske tydligaste exemplet är bilinköp, där valet kan stå mellan en bensinsnål bil och en bil som är dyrare i drift. På motsvarande sätt kan företag vilja skjuta vissa investeringsbeslut på framtiden om valet står mellan realkapital med olika grad av energiintensitet. Sammantaget resulterar denna ökade osäkerhet i en återhållen efterfrågan i ekonomin.

Diagram R2. Nominellt och realt oljepris. USD/Barrel West Texas Intermediate



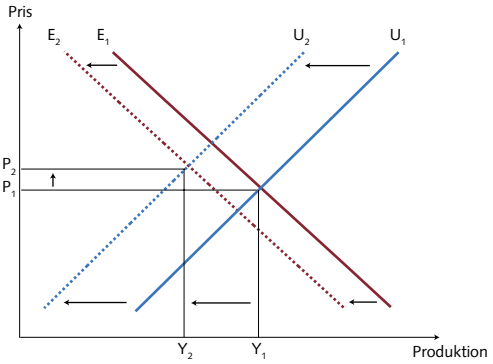
Realt oljepris
Nominellt oljepris

Anm. Realt oljepris har beräknats genom deflatering av nominellt oljepris med KPI för USA, normaliserad till 100 i augusti 2004.

Källor: Bureau of Labor Statistics och Federal Reserve Bank of St Louis.

Effekterna på aggregerat utbud och aggregerad efterfrågan illustreras i figur RF2. En oljeprisökning får såväl efterfrågekurvan som utbudskurvan att förskjutas till vänster. Båda typerna av effekter innebär lägre produktion. Men medan utbudseffekterna pressar upp prisnivån dämpar efterfrågeeffekterna priserna. Eftersom prisökningar på olja har tenderat att sammanfalla med att inflationen stiger är det rimligt att anta att utbudseffekterna har dominerat.[4]

Figur RF2. Effekter av en oljeprisökning.



2 Se t.ex. Brown, S.P.A, M.K. Yücel och J. Thompson, "Business Cycles: The Role of Energy Prices", Research Department Working Paper 0304, Federal Reserve Bank of Dallas, 2003, och Mork, K.A., "Business Cycles and the Oil Market", *Energy Journal* 15, Special issue, 1994, 15-38, för en mer ingående diskussion av olika kanaler genom vilka en oljeprisökning kan påverka realekonomin.

3 Omallokeringseffekter identifieras som betydelsefulla i den sammanfattning av forskningsläget som görs i Jones, D.W, P.N. Leiby och I.K. Paik, "Oil Price Shocks and the Macroeconomy: What Has Been Learned Since 1996?", *Energy Journal* 25, 2004, 1-32.

4 Viss forskning menar att oljeprisökningar påverkar realekonomin främst via efterfrågesidan; se t.ex. Hamilton, J.D., "What is an Oil Shock?", *Journal of Econometrics* 113, 2003, 363-398. Det är dock oklart i vilken mån denna hypotes kan förenas med observationen att inflationen tenderar att stiga vid en oljeprisökning. En kraftig förskjutning till vänster av den aggregerade efterfrågekurvan i figur RF2 skulle ju snarast innebära att inflationen dämpas vid en oljeprischock.

Oljeprisökningen kan också påverka inflationsförväntningarna i ekonomin. Ju mer en prisökning på olja sprids till övriga delar av ekonomin desto större är risken att inflationsförväntningarna justeras upp. Effekterna går också i den andra riktningen: ju mer inflationsförväntningarna påverkas desto större är risken för återverkningar på andra priser. I vilken utsträckning en oljeprisförändring sprider sig till andra priser och påverkar förväntningarna beror i hög grad på penningpolitiken och dess trovärdighet.

Oljeprisstegringar utmaning för penningpolitiken

Eftersom en oljeprisökning tenderar att pressa upp inflationen samtidigt som den dämpar realekonomin är den ofta problematisk ur penningpolitisk synvinkel. Centralbanker har bara ett medel, styrräntan, och kan genom den påverka efterfrågan och inflationen i samma riktning: när räntan sänks ökar efterfrågan i ekonomin vilket får inflationen att stiga, och när räntan höjs dämpas efterfrågan och inflationen. Vid en störning som påverkar realekonomin och inflationen i olika riktning får centralbanken därför svårt att samtidigt stabilisera inflation och produktion. Om penningpolitiken inriktas på att snabbt få ned inflationen (vilket i figur RF2 skulle kunna illustreras av att efterfrågekurvan i figur RF2 förskjuts än längre till vänster) kan detta innebära att realekonomin försvagas ytterligare.[5] Om centralbanken i stället anser sig ha utrymme för att stimulera efterfrågan i syfte att motverka nedgången i realekonomin (efterfrågekurvan i figur RF2 förskjuts tillbaka mot höger) blir konsekvensen att inflationen stiger. Om en sådan mer expansiv politik gör att även inflationsförväntningarna stiger kan det i västa fall bli svårt att få ned inflationen längre fram.

I länder med centralbanker som liksom Riksbanken bedriver en s.k. flexibel inflationsmålspolitik försöker penningpolitiken stabilisera inflationen kring en låg nivå samtidigt som den försöker undvika onödiga svängningar i realekonomiska variabler som produktion och sysselsättning.[6] Vid en kraftig oljeprisökning, eller någon annan störning som samtidigt tenderar att pressa upp inflationen och försvaga realekonomin, gäller det således att försöka hitta en politik som är tillräckligt "stram" för att förhindra att inflationsimpulsen från oljeprisuppgången varaktigt får fotfäste, genom att den sprids till löner och andra priser och till förväntningsbildningen, men ändå tillräckligt "lätt" för att undvika onödiga negativa effekter på produktionen. Detta är en ganska oprecist formulerad handlingsregel, men det är förmodligen svårt att vara mer konkret. Vilken politik som är lämplig måste helt enkelt avgöras från fall till fall, beroende på vilka de makroekonomiska effekterna av oljeprisuppgången kan förväntas bli och på vilka faktorer som i övrigt driver inflationen.

En specifik svårighet som penningpolitiken ställs inför vid en oljeprishöjning är att bedöma i vilken mån ekonomins produktionsförmåga kommer att påverkas mer varaktigt, dvs. om oljeprishöjningen får effekter även på den potentiella produktionen. Så kan bli fallet om en oljeprisökning t.ex. gör att delar av realkapitalet i ekonomin slås ut och tar tid att ersätta. I en sådan situation behöver de negativa effekterna på realekonomin inte innebära ett lägre resursutnyttjande, eftersom referenspunkten för vad som är ett normalt resursutnyttjande, den potentiella produktionen, samtidigt har fallit. Vid en given nivå på den samlade efterfrågan blir i så fall också inflationstrycket högre än vad det annars skulle har varit. Detta kan innebära att det krävs en relativt sett mer kontraktiv penningpolitik för att få ned inflationen till målet. Det bör påpekas att i den mån oljeprisökningar påverkar ekonomins potentiella produktion är detta effekter som antagligen blir synbara först efter en tid.

5 Det kan i detta sammanhang vara värt att framhålla att de recessioner som i USA tenderat att följa på kraftiga oljeprisökningar enligt viss forskning inte berott på oljeprisökningarna som sådana utan på den restriktiva penningpolitik som fördes i samband med dessa chocker; se Bernanke, B.S., M. Gertler och M. Watson, "Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997, 91-157. De räntehöjningar som Federal Reserve vidtog kunde enligt denna hypotes visserligen inte hindra att inflationen steg, men var ändå tillräckliga för att generera en recession. Slutsatserna har dock nyligen kritiserats på metodologiska grunder i Hamilton, J.D. och A.M. Herrera, "Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behavior: The Role of Monetary Policy", *Journal of Money, Credit, and Banking* 36, 2004, 265-286.

6 Se t.ex. PM, Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR samt Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* Nr 1, 1999, Sveriges riksbank.

Flera skäl för relativt måttliga makroekonomiska effekter

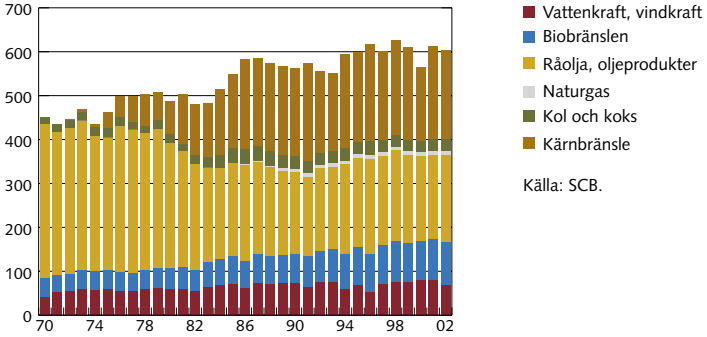
Det finns en del skillnader mellan dagens situation och tidigare kraftiga oljeprisuppgångar som talar för att de makroekonomiska effekterna kan bli förhållandevis begränsade, åtminstone om oljepriset inte ökar ytterligare utan sjunker tillbaka något de närmaste åren. Dessa skillnader gäller såväl oljeprisökningen i sig som ekonomins funktionssätt och den ekonomiska politiken.

Ett skäl som framhållits ovan för att effekterna kan förväntas bli förhållandevis måttliga är att dagens situation trots allt inte framstår som alltför dramatisk i ett historiskt perspektiv. Som konstaterats är oljepriset i reala termer betydligt lägre än under oljekrisen 1979-1980 och ökningen i oljepriset har varit avsevärt mindre än både 1973-1974 och 1979-1980.

En annan skillnad är att drivkrafterna bakom oljeprisökningen 2004 delvis varit annorlunda än vid tidigare kraftiga uppgångar. Oljeprisstegringarna 1973-1974, 1979-1980 och 1990 berodde i allt väsentligt på minskningar i utbudet av olja kopplade till väpnade konflikter. Oljeprisuppgången 2004 tycks till stor del ha varit ett resultat av en oväntat kraftig ökning av den globala efterfrågan på olja, inte minst från den snabbt växande kinesiska ekonomin. Detta har medfört att den lediga produktionskapaciteten är historiskt låg, vilket gjort att händelser som kan sänka utbudet fått kraftiga priseffekter, t.ex. sabotage mot oljetransportsystemen i Irak och turerna kring det ryska bolaget Yukos. Exakt vilken vikt som bör tillmätas olika faktorer är svårt att fastställa, men man torde i varje fall kunna konstatera att årets prisuppgång varit efterfrågedriven i betydligt större utsträckning än vid de flesta andra tillfällen då oljepriset stigit kraftigt.

En oljeprisuppgång som till stor del är ett resultat av hög internationell tillväxt får rimligen mindre negativa realekonomiska konsekvenser än en mer renodlad utbudsstörning eftersom efterfrågan i ekonomin bättre hålls uppe. Detta skulle kunna illustreras i figur RF2 med att själva orsaken till oljeprisökningen, den höga internationella tillväxten, medför en inledande förskjutning till höger av den aggregerade efterfrågan. Om oljeprisökningen skulle vara helt utbudsdriven skulle någon sådan förskjutning inte äga rum. Den internationella efterfrågeökningen bidrar därmed till att de sammantagna effekterna på realekonomin blir mindre än om prisökningen vore helt och hållet utbudsdriven. Av detta följer emellertid också att effekterna på inflationen kan bli större än vid en rent utbudsdriven oljeprisökning. Motiven för en stramare inriktning på penningpolitiken är således starkare om oljeprisuppgången till stor del är efterfrågedriven. I dagsläget kompliceras dock saken av att det finns en del andra faktorer som talar för att oljeprisökningar numera slår igenom mindre på inflationen än tidigare.

Diagram R3. Bruttotillförsel av energi per år 1970-2002. Twh



Källa: SCB.

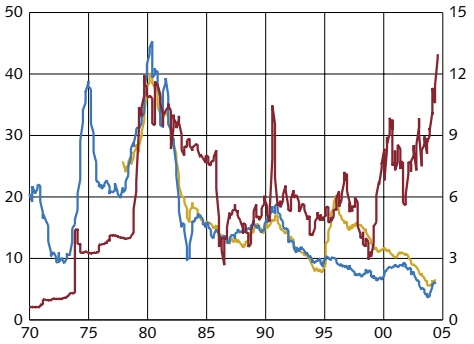
Resonemanget ovan pekar på att det är viktigt att analysera varje störning för sig. En oljeprisökning som i hög grad är efterfrågedriven får andra konsekvenser för inflationen och realekonomin än en oljeprisuppgång som beror på begränsningar i utbudet av olja.

En faktor som talar för att de realekonomiska konsekvenserna av den senaste tidens oljeprisuppgång sannolikt blir begränsade och som också ger skäl att tro att effekten på inflationen blir måttlig är att de flesta ekonomier i västvärlden i dag är betydligt mindre beroende av olja än vad som var fallet under 1970-talet. Erfarenheterna från de båda oljekriserna på 1970-talet gjorde att andra energikällor än olja började användas i ökad utsträckning. Diagram R3 visar att oljans andel av energitillförseln i Sverige sjunkit kraftigt, från ca 75 procent 1970

till ca 30 procent 2002, framförallt till följd av en utbyggnad av kärnkraften. Oljans minskade betydelse som insatsfaktor i produktionen skulle i figur RF2 ta sig uttryck i att förskjutningen till vänster av utbudskurvan blir mindre.

En av de mer centrala faktorerna som talar för ett relativt begränsat genomslag på inflationen hänger samman med det sätt på vilket den ekonomiska politiken i dag bedrivs. Som konstaterades ovan spelar penningpolitiken en central roll för hur stora spridningseffekter en oljeprisökning får på övriga priser i ekonomin och på förväntningsbildningen. Ett skäl till att oljeprischockerna under 1970-talet fick ett så stort genomslag på inflationen i många länder var att den politik som fördes var systematiskt alltför expansiv. I en sådan inflationistisk miljö finns inte något trovärdigt ankare för inflationsförväntningarna. Oljeprisökningarna slog därför snabbt igenom i förväntningar om högre inflation och därigenom i en högre ökningstakt för löner och andra kostnader.

Diagram R4. Oljepris och inflation i USA och OECD-området 1970-2004.
USD respektive årlig procentuell förändring



Källor: IMF, International Petroleum Exchange och OECD.

Sedan oljeprischockerna på 1970-talet har det i många länder skett ett ekonomiskpolitiskt regimskifte som inneburit att låg och stabil inflation skjutits fram som ett av de mest prioriterade makroekonomiska målen. Risken för att en oljeprisökning sprider sig är rimligen mindre om de ekonomiska aktörerna räknar med att inflationen i framtiden kommer att förbli låg. En konsekvens av det är att möjligheterna att ta realekonomiska hänsyn vid utformningen av penningpolitiken bör vara något större än under perioder med högre inflationsförväntningar. Det bör dock poängteras att även om centralbankernas uppgift att hålla inflationen under kontroll måhända i dag är lättare än förr innebär det inte att de kan släppa på sin vaksamhet för tecken på att inflationsimpulser biter sig fast. Bibehållen trovärdighet för låg och stabil inflation är en central uppgift för penningpolitiken.

Empiriska studier indikerar att genomslaget av oljeprisökningar på inflationen varit lägre i USA sedan början av 1980-talet än det var tidigare.[7] En tolkning av detta resultat är att den amerikanska ekonomin under denna period befunnit sig i en trovärdig låginflationsregim, där spridningseffekterna från oljeprisökningar varit måttliga. Även i Sverige förefaller låginflationsregimen i dag vara väl etablerad. En del bedömare menar dessutom att den politik med ett explicit mål för inflationen som bl.a. Riksbanken bedriver ger ytterligare hjälp att förankra inflationsförväntningarna och därför ger ett särskilt bra skydd mot att inflationsimpulser varaktigt får fotfäste.[8] Oljeprisets begränsade genomslag på inflationen i USA och OECD-området den senaste tjugoårsperioden framgår av diagram R4.

Effekterna av en oljeprisökning beror också på var ekonomin befinner sig i utgångsläget. Enligt de flesta mått är resursutnyttjandet i den svenska ekonomin i dagsläget måttligt och trots en relativt hög tillväxt finns än så länge få tecken på flaskhalsar i produktionen. Inflationen är samtidigt låg. En sådan makroekonomisk miljö borde rimligen ytterligare bidra till att minska risken för att omfattande spridningseffekter till övriga priser och till förväntningsbildningen leder till att inflationsmålet hotas. Till detta kommer att avtal slutits på större delen av arbetsmarknaden för i varje fall 2004 och 2005, vilket minskar risken för kompensationskrav och prisstegringar drivna av löneutvecklingen.

7 Se t.ex. Hooker, M.A., "Are Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime", *Journal of Money, Credit, and Banking* 34, 2002, 540-561.
8 Se t.ex. Mishkin, F.S. och K. Schmidt-Hebbel, "A Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know and What do We Need to Know"", i Loayza, N. och R. Soto (red.), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Central Bank of Chile, 2002.

Det finns trots allt ett antal faktorer som skulle kunna medföra att utvecklingen blir betydligt mer ogynnsam än vad de flesta bedömare i dag räknar med. Oljemarknadens utbudssida är ansträngd och reservkapaciteten är lägre än på mycket länge. Terrordåd och konflikter kan i ett sådant läge få betydande återverkningar på oljepriset. Även andra risker finns. Exempelvis är de amerikanska hushållens sparande lågt och de kan därför vara känsliga för oljeprisökningar. Det är också osäkert hur det höga oljepriset slår mot länder med oljeintensiv produktion, som t.ex. Kina som hittills varit en av drivkrafterna i den internationella konjunkturuppgången.

Sammantaget bör ändå utsikterna vara goda för att den senaste tidens oljeprisuppgång kommer att avspeglas i en ganska måttlig höjning av inflationen i Sverige och för att dess realekonomiska effekter blir förhållandevis begränsade.