



ANFÖRANDE

DATUM: 2005-04-13
TALARE: Irma Rosenberg
PLATS: Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Varför är den svenska inflationen så låg?

Inledning

Tack för inbjudan att komma hit och tala!

Inflationen idag är låg och har underskridit vårt inflationsmål sedan i mitten av 2003. Det finns flera förklaringar till det. En uppenbar sådan är att våra egna räntesänkningar påverkar en viktig post i konsumentprisindex (KPI), nämligen kostnaden för egna hem, som då sjunker. En annan anledning är elprisutvecklingen men effekterna av den hade vi i huvudsak förutsett. De främsta faktorerna tycks dock ha varit de senaste årens höga produktivitetstillväxt i den svenska ekonomin och fallet i importpriserna.

Det är inte den aktuella inflationen som är avgörande för de räntebeslut som vi fattar idag. Det beror på att det tar 1-2 år innan ränteförändringar får full effekt på inflationen. Därför baseras räntebesluten på en bedömning om vad vi tror om inflationen de närmaste åren. Den bedömningen tar dock avstamp i dagens inflation, och därför är det viktigt att förstå de bakomliggande orsakerna till att inflationen är så låg nu. Ett annat skäl är att det i vissa lägen kan vara motiverat att låta inflationen avvika från målet under längre tid än den normala horisonten, något som jag ska återkomma till. Ett tredje skäl är att det är viktigt för det framtida prognosarbetet att förstå varför prognoserna ibland slår fel.

Den låga inflationen har bidragit till att debatten om penningpolitiken under det senaste året blivit intensiv. Å ena sidan har vi kritiserats för att inte hålla oss till vår normala handlingsregel och att penningpolitiken med hänvisning till den inte är tillräckligt expansiv. Å andra sidan har det hävdats att kreditexpansionen till hushållen varit alltför snabb och att risken för en husprisbubbla borde få oss att höja räntan. En variant på det senare har varit en mer allmän kritik att Riksbanken genom inflationsmålet bakbundit sig själv och att politiken är stelbent. Andemeningen tycks då vara att vi alltför slaviskt strävar mot inflationsmålet. Frågan om hur penningpolitiken bäst bör bedrivas är alltså inte enkel. Därför välkomnar vi alltid en seriös och prövande diskussion.

I mitt anförande idag tänker jag försöka besvara frågan varför inflationen är så låg för att därefter knyta an till den senaste tidens utveckling och det aktuella penningpolitiska läget. Men innan jag gör det kommer jag att uppehålla mig något vid den principiella frågan hur vi arbetar med penningpolitiken.

■ Ett ramverk för penningpolitiken

Uppgiften för penningpolitiken är tydligt angiven i riksbankslagen; den är att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har själv preciserat detta i ett mål för inflationen: den ska uppgå till 2 procent med ett toleransintervall på ± 1 procentenhet.

I praktiken handlar penningpolitiken normalt om att med räntan påverka efterfrågan i ekonomin. Genom att påverka kostnaden för att låna, incitamenten att spara, växelkursutvecklingen och därigenom export och import etc. får räntan effekt på den samlade efterfrågan i ekonomin och så småningom också på inflationen. Bedömningen är att det normalt tar ungefär 1-2 år innan en ränteförändring via dessa olika "kanaler" fått sin största verkan på inflationen.

Detta medför att räntebesluten måste baseras på en prognos för konjunktur- och inflationsutvecklingen de kommande åren. Även om den aktuella inflationen inte är avgörande för våra räntebeslut är den naturligtvis ändå viktig eftersom den utgör startvärdet för inflationsprognosen, som är vårt viktigaste beslutsunderlag. För att göra den penningpolitiska strategin tydlig har den beskrivits i termer av en enkel handlingsregel: om prognosen pekar på en inflation högre än 2 procent om 1-2 år ska räntan normalt höjas, medan den normalt skall sänkas om inflationen bedöms bli lägre än 2 procent.

Men handlingsregeln kan inte tillämpas mekaniskt. Det är därför ordet "normalt" finns med. Vi har också understrukt gång på gång att regeln bara hjälper oss en bit på väg. Skäl till att avvika från den kan finnas. I det förtydligande av penningpolitiken som Riksbanken fattade beslut om 1999 anges när så kan vara fallet. Ett skäl kan vara att det inträffat en störning som fått inflationen att avvika betydligt från målet. I ett sådant läge skulle man kunna riskera oönskade fluktuationer i den reala ekonomin om man försökte föra tillbaka inflationen till målet inom den normala tidshorisonten. Sådana hänsyn måste vi kunna ta, annars skulle de reala konsekvenserna kunna bli betydande. Det ger också vårt penningpolitiska ramverk utrymme för. Men den ena situationen är aldrig den andra helt lik. Det krävs en noggrann analys som underlag för de ställningstaganden vi gör och en motivering till våra beslut. Ett annat skäl att avvika från beslutsregeln är om inflationen bedöms påverkas av tillfälliga effekter, dvs. effekter som klingar av utan att vi behöver ingripa med penningpolitiken. Det är t.ex. motiveringen till att vi ofta fokuserar diskussionen på det mått på den underliggande inflationen $UND1X$ där man räknat bort effekterna av indirekta skatter och subventioner samt ränteändringar. Men det kan också, som t.ex. i samband med den kraftiga elprisuppgången vid årsskiftet 2002/2003, handla om tillfälliga utbudsstörningar som inte bedöms bli varaktiga.

Under ett antal år har tilltron till penningpolitiken, och den ekonomiska politiken i övrigt, varit tillräckligt stor för att medge att sådan hänsyn tas. Men det ställer samtidigt krav på vår kommunikation, att vi är tydliga om när det t.ex. finns skäl att sträcka ut prognosen och varför. Det är också ett av skälen till att vi i den senaste inflationsrapporten införde en del förbättringar i vårt beslutsunderlag som vi räknar med skall bidra till att vi tydligare kan förklara och motivera hur vi resonerar. Det handlar bl.a. om att i en del sammanhang förlänga prognoshorisonten något.

Vi har alltså utrymme för ett betydande mått av flexibilitet. Det har vi också använt oss av genom åren. Vi har vid flera tillfällen, t.ex. 2001 och 2003 men också tidigare, gjort klart att vi bortsett från tillfälliga effekter som påverkat inflationen.

Riksbanken har också fört resonemang om tillgångsprisutvecklingen, t.ex. år 2000, men vi ansåg då inte att den utgjorde skäl att låta politiken påverkas påtagligt. På senare tid har utvecklingen av fastighetspriserna däremot spelat en viss, om än begränsad, roll för vårt penningpolitiska beslut.

Vår utgångspunkt är alltså inflationsmålet och vi har normalt en tidshorisont som har att göra med att det finns en viss tidsfördröjning innan penningpolitiken får effekt på inflationen. Men vi är beredda att avvika från denna om vi har goda skäl. Vår ambition är då att tydligt kommunicera varför.

Varför har inflationen varit så låg?

Låt mig nu övergå till att tala om vad som ligger bakom den aktuella inflationen. Det mått som Riksbanken valt för sitt inflationsmål, konsumentprisindex (KPI), mäter priset på den korg med varor och tjänster som hushållen köper för sin konsumtion. I snitt har ökningstakten i KPI varit 1,4 procent¹ från 1995 då inflationsmålet började gälla t.o.m. 2004 (diagram 1). KPI är det bredaste index som vi använder och innefattar bl.a. effekten av våra ränteförändringar på räntekostnaden för egna hem. Att inflationstakten enligt KPI i genomsnitt har varit så pass låg beror till stor del på de räntesänkningar Riksbanken genomförde i mitten av 1990-talet, när förtroendet för inflationsmålspolitiken steg. Med UND1X, som rensar för denna effekt, har inflationen i genomsnitt varit 1,8 procent under samma period. Det är i själva verket UND1X-inflationen som har väglett penningpolitiken under en stor del av den aktuella perioden och som därmed också är ett viktigt inflationsmått när politiken ska utvärderas.

Under de senaste åren har emellertid inflationen varit betydligt lägre. Sedan maj 2003 har den varit i genomsnitt 0,8 procent mätt med KPI. De omfattande penningpolitiska lättnader som inleddes i slutet av 2002 och fortsatte 2003 och 2004 har hållit nere hushållens räntekostnader och därmed bidragit till den låga KPI-inflationen. Men även mätt med UND1X har inflationen hamnat under målet; i snitt har den varit 1,2 procent under samma period. Till viss del hänger det samman med att elpriserna steg till rekordhöga nivåer vid årsskiftet 2002/2003 och sedan föll tillbaka en del. Vi bedömde att det var en tillfällig effekt och att elpriserna skulle falla tillbaka och därmed inflationstalen komma ner igen. För inflationen mätt med både KPI och UND1X innebar detta att förändringen i förhållande till motsvarande månad året innan föll kraftigt i början av 2004 – en effekt som alltså delvis var väntad.

Men även rensat för energipriserna har inflationen sedan början av 2003 varit mycket låg, UND1X exklusive energi har varit 0,9 procent i genomsnitt. Orsakerna är flera, men de viktigaste är oväntat låga importpriser och en överraskande hög inhemsk produktivitetstillväxt. Låt mig nu gå in på detta lite närmare.

Ett sätt att göra det är att se till utvecklingen av olika delindex som ingår i KPI. I ett första steg kan KPI delas in i priser på varor och tjänster. Jag väljer då att rensa för olja, el och bostadsräntor som vi ju redan vet har bidragit till den låga inflationen. Varupriserna (diagram 2) ökade svagt under 2003, men sedan slutet av samma år har de fallit. Prisökningstakten på tjänster har avtagit under senare år och är i dagsläget ungefär 2 procent. De tycks därmed inte vid en första anblick vara en bidragande orsak till den låga KPI-inflationen. Det är dock viktigt att

¹ Inflation mätt enligt den metod för KPI som användes t.o.m. 2004. Analysen i resten av talet baseras dock på den metod för KPI som gäller fr.o.m. 2005.

komma ihåg att produktivitetstillväxten i tjänstesektorn normalt antas vara något lägre än i den varuproducerande sektorn. Med ett inflationsmål på 2 procent bör därmed tjänstepriserna i snitt öka något mer än 2 procent och varupriserna något mindre. Det har också med undantag för korta perioder varit fallet sedan 1995 då tjänstepriserna i genomsnitt stigit med 2,5 procent och varupriserna med 0,6 procent. Således har även tjänsteprisutvecklingen åtminstone under den allra senaste tiden bidragit till den låga inflationen. Den främsta återstående förklaringen till den låga KPI-inflationen tycks dock stå att finna i varuprisutvecklingen.

Fallande varupriser bidrar till den låga inflationen

När det gäller varupriserna faller det sig naturligt att skilja mellan prisutvecklingen på inhemskt producerade varor och varor som är importerade från andra länder. Priserna på importerade varor i konsumentledet har fallit sedan mitten av 2003. Men inflationen har även varit låg på inhemskt producerade varor, och under andra halvåret i fjol föll priserna till och med (diagram 3).

Konsumentpriserna på både inhemskt producerade och importerade varor beror på många faktorer, t.ex. konkurrenssituationen såväl i omvärlden som på hemmamarknaden och utvecklingen av kostnader och vinstmarginaler i såväl producent- som distributionsledet. För att bättre förstå varför inflationen är så låg blir nästa steg att analysera de olika leden från produktion eller import av varor till dess att de möter konsumenten i affären.

Låt mig börja med att se på prisutvecklingen på inhemskt producerade varor i producentledet respektive priser på importerade varor vid tullen, dvs. de priser som möter parthandlaren i distributionssektorn. Därefter går jag vidare till att analysera hur vägen genom distributionssektorn kan tänkas påverka det slutliga priset på varorna som kunden möter i butiken, dvs. det pris som går in i KPI.

Priser i producentled på inhemskt producerade varor

Prisökningstakten i producentledet på inhemskt producerade konsumtionsvaror har varit mycket låg sedan i början av 2003 men ökat svagt från 0,5 procent till ungefär 1 procent i februari i år (diagram 4).

Det som främst driver ett företags produktionskostnader, och därmed produktpriset, är kostnader för insatsvaror och arbetskostnader. Insatsvarukostnaderna i industrin sjönk 2002 och 2003 för att sedan öka med 2,3 procent 2004 enligt Konjunkturinstitutets beräkningar (diagram 5). Produktpriserna har i stort följt kostnadsutvecklingen för insatsvaror, även om förändringar i insatsvarukostnaderna inte till fullo slår igenom i produktpriserna. Efter att ha fallit en tid började således även produktpriserna för industrivaror att stiga mot slutet av 2003 men ökningstakten stannade vid 1 procent 2004.

Arbetskostnaderna per timme i den svenska industrin har sedan senare hälften av 1990-talet ökat i en något avtagande takt. Tillsammans med den höga produktivitetstillväxten har det lett till kraftigt fallande enhetsarbetskostnader (diagram 6). Det bidrog till att vinstmarginalerna ökade något i industrin i genomsnitt även i fjol trots att prisökningarna på insatsvaror inte fick fullt genomslag på produktpriserna.

■ En ökad konkurrens bl.a. som följd av låga priser på importerade varor, en ökad importpenetration, dvs. en ökad andel importerade varor i den totala konsumtionen, samt nya utländska aktörer på den svenska marknaden kan ha bidragit till den höga produktivitetstillväxten och den låga prisökningstakten på inhemskt producerade varor i producentledet.

Priser i producentled på importerade varor

Importpriserna på konsumtionsvaror har fallit sedan slutet av 2002 (diagram 4). Importpriserna i svenska kronor bestäms av prisutvecklingen och prisnivån i de länder som vi importerar från, hur stor andel som vi importerar från respektive land samt växelkursens utveckling.

Kronan har stärkts mer eller mindre oavbrutet från den svaga nivån 2001 och det är naturligtvis en bidragande orsak till att importpriserna har fallit under senare år (diagram 7). Under 2004 var däremot inte kronans förstärkning lika tydlig, men priserna på importvarorna fortsatte att falla. Till viss del kan det bero på att kronförstärkningen slår igenom med viss fördröjning men prisutvecklingen på konsumtionsvaror på de internationella marknaderna har också varit dämpad under den senaste lågkonjunkturen.

Till en del beror den svaga importprisutvecklingen också på att vi kontinuerligt ökat vår importandel från s.k. lågkostnadsländer som t.ex. Kina och Polen. Enligt en första preliminär uppskattning vi gjort kan förskjutningen av importen till billigare länder generellt ha bidragit till att dra ner de priser som svenska importörer möter med ett par procentenheter under 2004. Den uppskattningen är osäker eftersom det i de flesta fall inte finns uppgifter om hur olika handelspartnerländers exportpriser utvecklas till enskilda mottagarländer utan bara deras genomsnittliga exportpris. Det finns inte heller uppgifter om vår totala import från länder utanför EU, eftersom all import från dessa länder som når Sverige via ett annat EU-land registreras i statistiken som import från EU. Detta medför att vi i denna uppskattning troligtvis inte mäter rätt pris och förmodligen underskattar lågprisländernas andel av vår totala import. Därmed är denna förskjutningseffekt sannolikt något underskattad.

I det mått vi idag använder i prognosarbetet för att mäta internationella priser är inslaget av lågprisländer något mindre än i den uppskattning vi nu har gjort. Det är därför troligt att vår prognos på importpriser inte till fullo fångat förskjutningen mot allt billigare importländer. Precis som det står i inflationsrapporten kan detta vara en förklaring till att vi i våra prognoser inte helt lyckats fånga importprisfall.

Svag prisutveckling i producentledet inte hela förklaringen

Slutsatsen av resonemanget hittills är att en kombination av låga prisökningar på insatsvaror, en dämpad löneutveckling och en stark produktivitetstillväxt i industrin har hållit nere prisökningstakten på inhemskt producerade varor i producentledet sedan i mitten av 2003. Därtill har troligen kronförstärkningen, men också ökningen av den andel av importen som kommer från lågkostnadsländer bidragit till den låga prisökningstakten på varor i konsumentledet. Men detta tycks inte vara hela förklaringen. Om vi väger samman prisutvecklingen i producentledet för inhemskt producerade och importerade konsumtionsvaror, den prickade kur-

van i diagrammet, blir det tydligt att varupriserna i konsumentledet har fallit ännu mer under 2004 än priserna i producentledet (diagram 4).

Distributionssektorn

Detta beror på att konsumentpriserna också påverkas av vad som händer i distributionssektorn, dvs. den sektor av näringslivet som förmedlar de inhemskt producerade och importerade varorna till kunden. Här ingår parti- och detaljhandeln och det handlar om t.ex. lagerhållning, transport, administration, sortimentssammansättning och marknadsföring. En varus slutpris påverkas därför av faktorer som graden av konkurrens, vinstmarginaler, löneutveckling och produktivitetstillväxt i denna sektor. Möjligheten att undersöka detta närmare begränsas dock av bristfällig statistik.

I den del av distributionssektorn som innefattar transport har enhetsarbetskostnaderna fallit under 2003 och 2004, medan vinstmarginalerna har återhämtats något. I statistiken innefattar denna sektor dock flera mindre relevanta grupper, såsom restauranger, hotell och kommunikation. I parti- och detaljhandeln har enhetsarbetskostnaden ökat i allt lägre takt under senare år och 2004 ökade de inte alls. Vinstmarginalerna steg samtidigt något efter att ha fallit från 23 till 15 procent under de senaste 10 åren (diagram 8 och 9).

Inom detaljhandeln har dessutom konkurrensen ökat kraftigt på senare tid i och med den ökande etableringen av lågpriskedjor. Detta tar sig bl.a. uttryck i massiva reklamkampanjer där den ena stora butikskedjan efter den andra marknadsför prissänkningar. Livsmedelspriserna i KPI har också fallit. Trots detta tycks vinstmarginalerna ha ökat något 2004. Det skulle kunna förklaras av en ökad effektivitet till följd av större butiksytor, ökat inslag av egna varumärken och möjligen en effektivare IT-användning.

Utbudsfaktorer bakom den låga inflationen

Denna genomgång visar att det framför allt är utbudsfaktorer som ligger bakom den låga inflationen. Den låga inhemska inflationen beror till stor del på den höga produktivitetstillväxten i ekonomin. Även strukturella förändringar, som t.ex. den hårdnande konkurrensen inom livsmedelsbranschen som har medfört att priserna på livsmedel sjunkit den senaste tiden, har bidragit. Att det under en tid funnits lediga resurser i ekonomin har naturligtvis också medverkat till den låga inhemska inflationen.

Vi kan också konstatera att priserna på importerade varor har fallit de senaste åren. Det beror dels på att kronan har stärkts, dels på låga prisökningar på konsumtionsvaror på den internationella marknaden. En ökad import från lågkostnadsländer har också lett till större prispress på importerade konsumtionsvaror än vad vi tidigare räknat med.

Efter att ha gjort denna tillbakablick på utvecklingen tänker jag nu istället vända blicken framåt och säga något om den bedömning vi gjorde av konjunktur- och inflationsutsikterna i vår senaste inflationsrapport i ljuset av den information som inkommit sedan dess.

■ Det aktuella ekonomiska läget

I inflationsrapporten som publicerades i mitten av mars gjorde vi bedömningen att den ekonomiska tillväxten i både Sverige och omvärlden kommer att vara fortsatt hög de kommande åren. I Sverige såg vi framför oss en tillväxt på ungefär 3 procent per år, vilket är en högre tillväxttakt än vi bedömer långsiktigt hållbart. Exportefterfrågan väntades öka i lugnare takt, samtidigt som den inhemska efterfrågan bedömdes öka något snabbare framförallt till följd av ökade investeringar men också en något starkare ökning av hushållens konsumtion. Detta antogs också bidra till en förbättring av utvecklingen på arbetsmarknaden.

Mot bakgrund av den fortsatta konjunkturuppgången och att de lediga resurserna väntades minska var bedömningen att den inhemska inflationen skulle stiga. Högre lönekostnader i takt med att sysselsättningen ökar och en lägre produktivitetstillväxt antogs medföra en snabbare ökning av enhetsarbetskostnaderna och en gradvis ökning av företagens kostnader. De faktorer som lett till fallande priser på importerade varor under det senaste året bedömdes gradvis avta under prognosperioden, även om vi trodde på en fortsatt låg importerad inflation även framöver. Det är rimligt att räkna med att ett stigande resursutnyttjande i världen leder till ett högre internationellt pristryck. Vi gjorde också bedömningen att kronan skulle förstärkas betydligt mindre under prognosperioden än under de senaste åren och att dess återhållande effekt på prisökningarna i svenska kronor därmed inte skulle vara lika stor framöver. Den förskjutning av importen som skett under senare år, och som innebär att en större andel kommer från lågkostnadsländer, kommer dock troligen fortsätta och sannolikt även framöver ha en återhållande effekt på importpriserna. Sammantaget gav detta oss skäl att räkna med en fortsatt låg men gradvis stigande inflationstakt under en stor del av prognoshorisonten, och en inflation i linje med målet mot slutet av perioden.

Den information som kommit in om den svenska ekonomin sedan inflationsrapporten publicerades visar på en stabil uppgång i konjunkturen med ett ökat bidrag från den inhemska efterfrågan. Statistik över utrikeshandeln och den senaste konjunkturbarometern tyder dock på att industrikonjunkturen kan ha gått in i ett lugnare skede och att expansionen inom exportindustrin möjligen kan ha dämpats något snabbare än väntat. Samtidigt tyder samma barometer på en allt starkare inhemsk efterfrågan inom sektorer som bygg, handel och privata tjänstenärningar. Detaljhandelsförsäljningen har ökat i linje med vad vi antog i våra prognoser samtidigt som de svenska hushållen har blivit mer optimistiska om framtiden. Den senaste tiden har dock oljepriset återigen varit mycket högt samtidigt som det kommit in en del svaga indikatorer i euroområdet. Sammantaget framstår ändå utvecklingen i stort vara i linje med den konjunkturbild vi tecknade i förra inflationsrapporten.

Slutord

Låt mig avsluta med att påminna om att vår bedömning är att inflationen under en stor del av prognoshorisonten kommer att vara lägre än inflationsmålet. De främsta drivkrafterna bakom den låga inflationen är utbudsfaktorer av en karaktär som i sig är gynnsamma för den ekonomiska utvecklingen och som i stort sett inte påverkas av penningpolitiken. Räntan är redan rekordlåg och det har medfört att hushållens upplåning och bostadspriserna stigit snabbt. Penningpolitiken stimulerar efterfrågan i ett läge när ekonomin växer i en takt som inte bedöms som långsiktigt hållbar. Resursutnyttjandet kommer därför enligt vår bedömning att

stiga de närmaste åren och med det kostnadstrycket och inflationen. Vår senaste prognos talar för att inflationen är i linje med målet i slutet av prognoshorisonten.

Vår slutsats vid vårt förra penningpolitiska möte var att reporäntan i nuläget bör hållas oförändrad, men att det å andra sidan inte heller är någon brådska med att höja den. Den nya statistik som inkommit sedan inflationsrapporten publicerades ger oss i dagsläget ingen anledning att omvärdera denna bedömning.

Till sist vill jag också påminna om att vi löpande värderar den nya information som kommer in och dess effekter på den framtida inflationen. Vi kan t.ex. hamna i en situation där vi ser att konjunkturen antingen tydligt dämpas eller tar oväntad fart, då kan det självklart finnas anledning att göra en omvärdering av vår bedömning.