



ANFÖRANDE

DATUM: 2005-05-30
TALARE: Villy Bergström
PLATS: Vadstena

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

■ Är dagens låga inflation ett problem?

Som en av mina kollegor uttryckte det nyligen, tycks det som att det vi nu genomgår är den mest nattsvarta högkonjunktur vi någonsin upplevt. Det är på många sätt en ovanlig konjunktursituation: Tillväxten är hög, produktivitetstillväxten mycket stark, exportefterfrågan stadig, löneutvecklingen god, hushållen lånar friskt och huspriserna utvecklas starkt. Ändå är sysselsättningen svag och inflationen låg.

Mätt med KPI låg inflationen i april på en årstakt på 0,3 procent och mätt som förändring i UND1X på 0,4 procent. Det är under det intervall på 2 procent plus minus en procent, inom vilket vi försöker hålla inflationen.

Självklart är detta en miss, om än resultatet av faktorer som till stor del är utanför vår kontroll. Våra ansträngningar, analyser och bedömningar syftar alla till att hålla inflationen så nära som målet som möjligt, och inom det intervall vi själva angett. Frågan är bara vilka de rätta slutsatser är som vi bör dra av denna prognosmiss.

Penningpolitikens effekt på ett till två års sikt – en pedagogisk utmaning

Till att börja med leder den låga inflationen till att kraven höjs på Riksbankens pedagogiska förmåga. I bevakningen av Riksbanken blir det medvetet eller omedvetet ofta så att dagens senaste inflationssiffra kopplas till dagens penningpolitik. Om det senaste inflationsutfallet ligger över målet dras ofta slutsatsen att Riksbanken borde höja räntan. Om inflationen som idag ligger under målet sägs ofta i samma mening att detta borde leda till en räntesänkning. Problemet är bara att dagens penningpolitik har mycket liten effekt på dagens inflation. Såsom penningpolitiken fungerar i praktiken sprids impulsen från ett penningpolitiskt beslut mycket långsamt i ekonomin. Genom att påverka kostnaden för lån, 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, men denna process tar tid. Möjligen har reaktionstiden förkortats något eftersom löptiderna på hushållens lån förkortats, från tidigare cirka ett och ett halvt år till idag cirka ett år. En vedertagen uppskattning är dock fortfarande att

den största effekten av ett räntebeslut inträffar ett till två år efter att beslutet fattats.

Den inflationssiffra vi registrerar idag beror därför i huvudsak på de räntebeslut vi fattade för ett till två år sedan och de beslut vi fattar idag får alltså verklig effekt först om ett till två år. Den något otacksamma situationen för Riksbanken blir därmed att vi alltid, undantagslöst, recenserar med facit i hand.

Jag tänkte här kort behandla dessa båda perspektiv i tur och ordning, och varför vi beslutade som vi gjorde för ett till två år sedan och hur detta påverkat den ekonomiska utvecklingen – och sedan hur vi med penningpolitiken idag försöker nå inflationsmålet de närmaste åren.

Orsaker till dagens låga inflation

Orsakerna till att vi då missbedömde inflationsutvecklingen är ganska lätta att ringa in idag. Även om vissa var mer framgångsrika än andra i sin bedömning, så gjorde i stort sett alla prognosmakare samma misstag: Vi underskattade produktivitetstillväxten (och överskattade därmed resursutnyttjandet i ekonomin) och vi överskattade importpriserna. Att takten i produktivitetstillväxten ökat för ett antal branscher, delvis på grund av IT-investeringar i kombination med omorganiseringar, räknade vi, liksom många andra bedömare, med. På samma sätt visste vi att globaliseringen pressade importpriserna på många varor. Vad vi och många andra missbedömde, var kraften i förändringarna. Produktivitetstillväxten blev ytterligare något starkare än vad vi räknat med, med bland annat en stark utveckling i tjänstesektorn, där IT-användning fått allt större betydelse. Importpriserna kom in ännu något lägre, bland annat därför att andelen import från låglöneländer som Kina och Polen ökade oväntat mycket. Priserna på importerade varor i konsumentledet har fallit sedan mitten av 2003. Det är vanligt, om än ibland olyckligt, att prognosmakare av försiktighet inte vill eller vågar ta ut svängarna fullt ut när det sker stora underliggande förändringar.

Till detta kom ytterligare en ny trend, som var mindre tydlig för ett till två år sedan, nämligen hur pass snabbt konkurrensen i livsmedelshandeln skulle skärpas. Den omstrukturering av detaljhandeln som tidigare skett i USA har nu, om än i annan form, kommit även till Sverige. Nya utländska aktörer och nya affärsmodeller reducerar personalintensiteten och prisnivån i dagligvaruhandeln, där priset på standardprodukter kan skilja sig så mycket som 30 procent mellan lågsprisbutiker och vanliga butiker. Hur snabbt denna förändring skulle ske, med nya kedjor som tillsammans planerat att etablera hundratals nya lågsprisbutiker på ett år, var det också ytterst få som helt kunde förutse.

Just karaktären av prognosmissarna har betydelse för hur vi bedömer konsekvenserna. Eftersom sysselsättningen har varit svag i denna konjunkturuppgång, och den totala arbetslösheten ligger på en hög nivå, har den låga inflationens koppling till arbetsmarknaden lyfts fram av flera debattörer. Den bild som antytts är att efterfrågan i ekonomin är otillräcklig på grund av en alltför stram penningpolitik. Men det är knappast fallet: Alla de effekter som prognosmakarna underskattat är utbudseffekter, sådana som reducerar inflationen på grund av bättre och mer effektiva produktionsförutsättningar, inte sådana som reducerar efterfrågan. Det vi ser är tvärtom att den expansiva penningpolitiken har ett ganska påtagligt genomslag. Det låga ränteläget leder till att utlåningen hos hushållen växer ovanligt snabbt och tillgångspriserna stiger. Företagen har överlag god likviditet och därmed goda förutsättningar att investera. Ändå svarar sysselsättningen mycket

■ långsamt – istället för att anställa utnyttjar arbetsgivarna arbetskraften alltmer intensivt och effektivt.

Det finns likheter med vad vi sett på arbetsmarknaden under föregående år i lika-ledes IT-intensiva USA, där sysselsättningen ökat med viss fördröjning på konjunkturuppgången. Det beror på att arbetsgivarna till en början pressat maximalt ur sina organisationer och de tidigare tunga IT-investeringarna innan de anställt. Mot bakgrund av en intensiv global konkurrens och stora möjligheter till utlokalisering av arbetsmoment befinner sig arbetsmarknaden ständigt i rörelse och nya möjligheter till effektivare organisationer uppenbarar sig. Många personer rör sig från en alltmer personalsnål industrisektor till en tjänstesektor som även den effektiviserar. Data visar att få av de branscher som förlorar personal i en konjunkturedgång sedan återanställer när konjunkturen vänder upp. Den friställda personalen måste istället söka sig vidare i arbetslivet. Den svenska arbetsmarknaden tycks ha svårt att svara upp mot dessa strukturförändringar. De stora skillnaderna i arbetslöshet mellan olika regioner, och mellan olika yrkeskategorier, antyder att rörligheten är mindre än den kunde vara och att alltför få finner nya jobbmöjligheter i nya branscher och på nya platser.

Samtidigt har arbetsmarknaden påverkats av förändringar både inom EU och i världsekonomin totalt sett. Asien uppvisar en snabb tillväxt i produktion och export och minskade handelshinder ökar graden av konkurrens även på marknader som tidigare inte varit så konkurrensutsatta. Frigörelsen av länderna i Öst- och Centraleuropa har drastiskt ökat tillgången på arbetskraft för produktion i dessa länder och även för uppdrag i Sverige. Ännu så länge är den tillfälliga arbetsmigrationen bara ett litet, om än växande inslag i den svenska arbetsmarknaden. Men trycket från de nya EU-ländernas arbetskraft kommer att fortsätta. Tillskottet av utländsk arbetskraft i olika branscher kommer att bero på hur stora löneskillnaderna är i utgångsläget. De nya medlemsländernas lönenivåer är i färd med att långsiktigt konvergera mot de svenska, men det är farligt att intala sig att varken löneläget eller sysselsättningen i olika branscher i Sverige ska påverkas. Då riskerar vi att inte bli tillräckligt benägna till förändringar och då kommer arbetslösheten i Sverige att stiga.

Den svenska arbetskraften möter således konkurrens både direkt från utländsk arbetskraft som kommer hit och indirekt genom att hushåll och företag i högre utsträckning väljer att köpa varor och numera även tjänster som producerats utomlands. Företeelser som "offshoring" och "merchanting" kan också kopplas till de relativt höga arbetskraftskostnaderna i Sverige. De visar att svenska företag kan klara sig bra i den internationella konkurrensen, men i allt högre grad handlar det om verksamhet som inte utnyttjar särskilt mycket arbetskraft, åtminstone inte i Sverige.

Det görs olika bedömningar om hur stor del av den totala arbetslösheten som är konjunkturrell, samt hur mycket av den konjunkturrella delen som i sin tur kan påverkas av penningpolitiken. De seriösa försök till uppskattningar som jag sett tycks landa på att endast en mycket liten del, enligt vissa av beräkningarna bara några få procent av det totala antalet arbetslösa kan påverkas av penningpolitiken. Denna typ av beräkningar är behäftade med mycket stor osäkerhet och bör därför tas med en stor nypa salt. Den poäng jag vill göra är att det är en väldigt överdrift, när det i dagens debatt ibland framställs som om Riksbankens beslut om att sänka eller inte sänka räntan vore en ödesfråga för arbetslöshetsutvecklingen i Sverige. Det går inte ihop med några seriösa analyser och prognoser av arbetslöshetens och inflationens utveckling.

■ Överlag är skälen till utvecklingen på arbetsmarknaden alltså inte svag efterfrågan – tvärtom växer utlåningen snabbt och företagen har gott om likviditet – utan snarare strukturella faktorer. Även om Riksbanken för ett till två år sedan fört en ännu mer expansiv penningpolitik, är det inte säkert att denna extra stimulans och den möjligen ytterligare ännu starkare utlåning som hade inträffat, hade påverkat arbetsmarknaden såsom vissa kritiker tror. Läget är helt enkelt ett annat idag än den klassiska brist på inhemsk efterfrågan där utlåning och likviditet är svaga och där en räntestimulans hade haft mycket stor effekt på efterfrågan och därmed sysselsättningen.

Inflationsutsikterna och penningpolitiken framöver

Detta leder oss fram till den andra frågeställningen – nämligen vad penningpolitiken kan göra idag för att inflationen ska nå upp till målet på ett till två års sikt.

Det vi har sett i USA, som anses ligga något före Sverige i konjunkturutvecklingen, är att produktivitetstillväxten gradvis avtar. När stimulansen från penningpolitiken och finanspolitiken varat tillräckligt länge så kan inte företagen svara upp endast med effektivare organisation och outsourcing, de börjar anställa. Produktivitetstillväxten mildras, sysselsättningen stiger och nu senast ser vi i USA att även inflationstakten ökar.

Detta är också något av den utveckling vi kan förvänta oss i Sverige. De närmaste åren talar det mesta för att vi trots omvandlingstrycket i ekonomin ändå får en mer dämpad produktivitetstillväxt, gradvis stigande sysselsättning och ett stigande resursutnyttjande. Andra faktorer, som tillfälligt hållit nere inflationen, som kronans tidigare förstärkning, den snabbt skärpta konkurrensen i livsmedelsbranschen och prispressen på kläder till följd av EU:s borttagande av textilkvoterna, är effekter som sannolikt avtar med tiden.

De grundläggande faktorerna finns alla på plats: en expansiv penning- och finanspolitik, en stark reallöneutveckling, god underliggande produktivitetstillväxt och en stabil exportefterfrågan, inte minst från USA och snabbväxande tillväxtmarknader som Kina och länderna i Central- och Östeuropa.

Därför bör vi inte stirra oss blinda på inflationstakten idag och utan hålla fokus på rätt frågeställning: När utvecklingen gradvis närmar sig det vanliga återhämtningsmönstret talar det mesta för att resursutnyttjandet stiger, och inflationen närmar sig målet.

Farhågan den senaste tiden har varit att en räntesänkning skulle ha en liten effekt på konsumtion och investeringar, därför att räntorna redan är låga och utlåningen växer snabbt i ett läge då det går att få bostadslån på strax över 2,5 procent. Företagen har också goda vinster och hög likviditet. Samtidigt har risken framhållits för att ett ännu lägre ränteläge skulle ytterligare driva upp priserna på bostadsmarknaden genom billigare bostadslån. En räntesänkning kan alltså ha en felriktad effekt med risk för framtida bakslag: inte särskilt stor effekt på förutsättningarna för att nå inflationsmålet, men stor effekt på tillgångar som bostäder.

Detta resonemang gäller när efterfrågan växer snabbt som för närvarande och när kapacitetsutnyttjandet stiger. Annorlunda förhåller det sig, enligt min mening, med ränteeffekterna om efterfrågetillväxten skulle bromsas upp, arbetsmarknaden försvagas och kapacitetsutnyttjandet inte längre stiger. Då skulle det bli en minskad press uppåt på bostadspriserna och en räntesänkning blir, tycker jag, mindre riskabel sett från denna synpunkt.

Den internationella utvecklingen skulle också kunna bli så svag att otillräcklig exportmarknadsefterfrågan hämmar återhämtningen. Särskilt oroande är den mycket svaga utvecklingen i vår viktigaste handelspartner, euroområdet. Precis som Sverige och USA påverkas Tyskland, Frankrike och Italien av globaliseringen, men i dessa länder tycks arbetsmarknaden ha särskilt svårt att klara omvandlingstrycket. Tyskland genomgår samtidigt omfattande strukturreformer, som nedsättning av ersättningsnivåer i arbetslöshetsförsäkringen och andra transfererings-system samt till exempel förlängning av arbetstider utan höjd ersättning. På sikt syftar dessa till att höja arbetskraftsutbudet och konkurrenskraften. På kort sikt leder de dock till osäkerhet för många individer och därmed dämpat konsumentförtroende och efterfrågan. Samtidigt är finanspolitiken uppbunden av svaga statsfinanser på grund av bristande sparsamhet under de goda åren under slutet på 1990-talet som lett till att åtagandena i stabilitetspakten blivit mer eller mindre bindande, medan penningpolitiken är gemensam för euroområdet. Tyskland har därmed ett inhemskt efterfrågeproblem som man försöker lösa med utbudsreformer, samtidigt som finans- och penningpolitik är låsta av EU och ECB. Allt detta tycks ha bidragit till att lågkonjunkturen i Tyskland förlängts och skulle återhämtningen i euroområdet dröja ytterligare påverkar det den svenska exportefterfrågan.

Skulle dessa negativa risker realiseras fullt ut kan det bli svårare för den inhemska efterfrågan att avlösa de senaste årens exportdrivna tillväxt. Då kan dagens återhämtningsdynamik brytas och då kan det uppstå ett behov för penningpolitiken att ge ekonomin ytterligare stimulans.

Slutsats

Sammantaget bör vi fortsätta att vara uppmärksamma på risker och eventuella förändringar i konjunkturutvecklingen. Samtidigt gäller det dock att hålla fast vid en stabil tankeram och en konsekvent prognosbedömning. De underliggande faktorerna fortsätter att peka mot ett stigande resursutnyttjande och därmed en stigande inflationstakt.