ANFÖRANDE

DATUM: 2009-05-25
TALARE: Förste vice riksbankschef Svante Öberg
PLATS: Handelsbanken, 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

Penningpolitiken och det svårfångade resursutnyttjandet

Resursutnyttjandet faller snabbt och är ovanligt lågt. Men det är svårt att bestämma precis hur lågt det är. Och det är svårt att avgöra vilka konsekvenser det låga resursutnyttjandet har för inflation och penningpolitik. Det är dessa frågor jag tänkte ta upp i mitt anförande idag.

Jag har delat in anförandet i fyra delar. Jag börjar med att diskutera resursutnyttjandets betydelse för penningpolitiken och att peka på skillnaderna i hur målen för inflation och resursutnyttjande kan uttryckas. Därefter tar jag upp olika mått på resursutnyttjandet. Jag fortsätter med att redogöra för penningpolitiken och resursutnyttjandet i det aktuella läget och avslutar med några sammanfattande kommentarer.

Redan inledningsvis vill jag göra klart att jag idag inte kommer att göra någon ny värdering av penningpolitikens lämpliga inriktning i förhållande till den penningpolitiska uppföljning vi redovisade i slutet av april. Jag vill också klargöra att den bild som jag här redovisar av resursutnyttjandet och penningpolitiken inte nödvändigtvis till alla delar delas av mina kollegor i Riksbankens direktion.

Resursutnyttjandet är viktigt för penningpolitiken

När vi i Riksbankens direktion fattar penningpolitiska beslut tar vi hänsyn till såväl inflationen som resursutnyttjandet. Penningpolitiken inriktas normalt på att inflationsmålet på 2 procent ska uppnås på ett par års sikt. I den mån vi dessutom kan understödja den allmänna ekonomiska politiken utan att åsidosätta inflationsmålet så gör vi det. I dagens läge innebär det att vi med penningpolitiken också försöker dämpa djupet i den nuvarande konjunkturnedgången.

Det är ganska enkelt att följa inflationen. Inflationen mäts med ett väletablerat och förhållandevis okontroversiellt mått, den årliga förändringen i konsumentprisindex – KPI. Det finns visserligen flera andra mått på inflation som vi också löpande följer, till exempel KPI med fast ränta – KPIF, KPI med fast ränta exklusive energi, det EU-harmoniserade måttet HIKP och ett antal mått på så kallad underliggande inflation. Men vi talar alltid tydligt om att det är KPI som är vår målvariabel. De andra inflationsmåtten använder vi endast för att analysera och bättre förstå inflationens utveckling.

Det är däremot betydligt svårare att bestämma hur stort resursutnyttjandet är. På ett allmänt plan betyder resursutnyttjandet hur mycket av tillgången på arbetskraft och kapital som används. I praktiken försöker man mäta det på flera olika sätt. Exempel på sådana mått är BNP i förhållande till trendmässig BNP, sysselsättningsgrad, arbetslöshet och kapacitetsutnyttjande. Jag kommer att ta upp ett antal sådana mått lite senare.

Det är också ganska enkelt att se hur inflationen förhåller sig till det uppsatta målet, men det är betydligt svårare att ha en uppfattning om vad målet för resursutnyttjandet bör vara. Vi uttrycker inflationsmålet som att den årliga förändringen i KPI ska vara 2 procent men vi har inte något lika väldefinierat mål för resursutnyttjandet. Vi brukar istället säga att vi strävar efter att minska svängningarna i den reala ekonomin.

Resursutnyttjandet är viktigt inom ramen för penningpolitiken av två skäl. För det första är det relaterat till viktiga mål i den ekonomiska politiken som hög BNP, hög sysselsättning och låg arbetslöshet. Den konjunkturavmattning som vi nu är inne i innebär att BNP i år faller med cirka 4,5 procent, att sysselsättningen på tre år faller med närmare 300 000 personer och att arbetslösheten om två år når upp till cirka 11 procent, allt enligt vår senaste prognos från april. Den expansiva penningpolitik som vi nu för är därför delvis motiverad av ambitionen att dämpa djupet i denna lågkonjunktur.

För det andra är resursutnyttjandet viktigt därför att det är en indikator på framtida inflationstryck. Men hur resursutnyttjandet samvarierar med inflationen är en svår fråga. Mitt intryck är att sambandet mellan resursutnyttjande och inflation har varit svagare de senaste två decennierna än vad det var tidigare. Men troligen finns sambandet ändå kvar, om än i en svagare form. Det gör att vi i vår penningpolitik också måste beakta vad resursutnyttjandet har för effekter på inflationen på något längre sikt. Jag återkommer till denna fråga längre fram.

Olika mått på resursutnyttjande

Det finns inget entydigt sätt att definiera resursutnyttjande, och inte heller att mäta det. När man försöker mäta resursutnyttjandet så ställs man inför olika alternativ. Man kan till exempel dra slutsatser om resursutnyttjandet i ekonomin genom att jämföra produktionen eller sysselsättningen med en trendmässig, normal eller ideal nivå. Exempel på denna ansats är BNP-gap, sysselsättningsgap och flexprisgap. Ett annat alternativ när det gäller att mäta resursutnyttjandet är att utgå från svar på direkta frågor till företag, till exempel om hur utnyttjandet av deras arbetskraft och kapital ser ut. Båda ansatserna är behäftade med svårigheter. I det första fallet måste man relatera den faktiska produktionen eller sysselsättningen till en trendmässig, normal eller ideal nivå som är svår att bestämma. I det andra fallet måste man förlita sig på företagens egna bedömningar av sitt resursutnyttjande.

BNP-gap

Ett vanligt sätt att mäta resursutnyttjandet är att relatera faktisk BNP till en långsiktig eller trendmässig nivå på BNP. Denna BNP-nivå kallas också ofta potentiell BNP, trots att ordet potentiell antyder att BNP inte kan vara större än denna nivå.

Det mått som man erhåller när man relaterar faktisk BNP till potentiell BNP – ett så kallat BNP-gap – har fördelen att det är intuitivt lätt att förstå. Det ligger också nära en del begrepp som används i penningpolitisk analys. Den så kallade Taylor-regeln som ofta används för att beskriva hur penningpolitiken förs innehåller ett sådant BNP-gap. När man talar om att målet för penningpolitiken är att minimera avvikelserna i inflation från inflationsmålet och svängningarna i den reala ekonomin så illustreras det senare ofta med ett BNP-gap.

Men det är inte självklart hur man ska mäta den långsiktiga eller trendmässiga BNP-nivån. Ett vanligt tillvägagångssätt för att bestämma denna BNP-nivå är att använda något statistiskt verktyg för att hitta en trend i tillgänglig BNP-statistik. Det så kallade Hodrick-Prescott-filtret, eller HP-filtret, är ett sådant verktyg. Med detta filter erhåller man en HP-trend som är ett mellanting mellan en rak trend och den ojämna kurva som visar de verkliga BNP-utfallen. Sådana HP-trender redovisas regelmässigt i Riksbankens penningpolitiska rapporter.

Diagram 1 visar faktisk BNP, potentiell BNP mätt som HP-trend och det BNP-gap som är skillnaden dem emellan. Själva BNP-gapet är angivet som andel av BNP, mätt på höger skala, och blir i diagrammet en slags förstorad bild av skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP. De streckade delarna av kurvorna representerar Riksbankens prognoser från den penningpolitiska uppföljningen i april. Av diagrammet kan man dra slutsatsen att resursutnyttjandet i termer av BNP-gapet nyligen har hamnat under det normala och att vi räknar med att det kommer att förbli negativt under de närmaste åren.

Det finns både fördelar och nackdelar med att mäta resursutnyttjandet med hjälp av BNP-gapet. En fördel är att metoden inte kräver annan information än historiska BNP-data. En nackdel är att metoden har svårt att uppskatta trenden och därmed BNP-gapet i slutet av tidsserien och det är just BNP-gapet i slutet av tidsserien som är det mest intressanta. Särskilt besvärande blir detta problem vid en djup lågkonjunktur som den innevarande. Erfarenheterna av tidigare djupa lågkonjunkturer tyder nämligen på att en del av den produktionskapacitet som går förlorad efter en nedgång i resursutnyttjandet inte kommer tillbaka i uppgången. Det går helt enkelt snabbare att lägga ner företag än att bygga upp dem. I någon mån hanteras dessa problem vid Riksbankens beräkningar genom att beräkningen av trendnivån på BNP påverkas av utfallet för år med svag BNP-tillväxt och genom att delar av fallet i produktiviteten antas vara permanent.

En annan konsekvens av att använda HP-filter för att hitta trendbaserade BNP-gap är att man riskerar att tolka en ökad tillväxt som beror på en tillfällig produktivitetsuppgång som en ökning i resursutnyttjandet. Men i en situation med trögrörliga priser kan en produktivitetsökning i själva verket leda till att resursutnyttjandet minskar eftersom produktivitetsökningen gör det möjligt att använda mindre resurser för att producera samma volym som tidigare. Om vi i ett sådant fall skulle utgå från ett trendbaserat produktionsgap finns det risk för att penningpolitiken blir kontraktiv när den skulle behöva vara expansiv.

Det svåra med trendrensningsmetoden är alltså att ur den faktiska utvecklingen urskilja vad som är förändringar i trenden och vad som är avvikelser från trenden, det vill säga förändringar i resursutnyttjandet.

Flexprisgap

Ett teoretiskt intressant mått på resursutnyttjande som fått ökad uppmärksamhet i forskningen om penningpolitik är det så kallade flexprisgapet. Det är ett mått som relaterar den faktiska produktionen till den potentiella produktionen i en ekonomi med helt flexibla priser och löner.

Fördelen med detta mått är att det har en väl definierad teoretisk grund. För att beräkna flexprisgapet försöker man bestämma den produktionsnivå som skulle uppnås utan vissa av de imperfektioner som den verkliga ekonomin lider av. Man kan exempelvis utgå från en dynamisk stokastisk allmän jämviktsmodell av nykeynesiansk typ där det främsta skälet till ett ineffektivt resursutnyttjande är att det går trögt för priser och löner att anpassa sig till nya omständigheter. Med en sådan modell är det möjligt att få fram ett mått på den effektiva produktion som skulle uppstå om såväl priser som löner var helt flexibla – flexprisproduktionen. Skillnaden mellan den faktiska produktionen och den framräknade flexprisproduktionen är just flexprisgapet. Om man har en bra modell för att beräkna flexprisgapet så slipper man de trendbaserade måttens problem med att hantera störningar drivna av produktivitetschocker.[1]

Men det finns också nackdelar med detta mått. Resultaten av beräkningarna är känsliga för modellens exakta utformning. Det är heller inte lika intuitivt lätt att tolka dessa resultat, vilket bland annat beror på att flexprisproduktionen varierar mer över tiden än de mått på BNP:s trend som man vanligtvis tittar på. Därför används flexprisgapet i praktiken ännu inte i vårt penningpolitiska arbete.[2]

Trots det kan jag ändå visa hur det ser ut när flexprisgapet beräknas med Riksbankens makromodell RAMSES.[3] I Diagram 2 ser vi att flexprisgapet stundtals skiljer sig en del från BNP-gapet. Svängningarna i flexprisgapet har i allmänhet varit något mindre, vilket har att göra med att flexprisgapet bara fångar sådana variationer i BNP som kan förklaras av trögrörliga priser och löner. Flexprisgapet och BNP-gapet ger dock en enhetlig bild av den senaste tidens utveckling mot ett alltför lågt resursutnyttjande i ekonomin. Att flexprisgapet nu är negativt tolkas som att produktionen för närvarande är lägre än vad den hade varit om priser och löner anpassat sig till de förändringar som på sistone påverkat ekonomin.

Arbetsmarknadsgap

En annan typ av mått fokuserar på utnyttjandet av arbetskraften. De baseras på Statistiska centralbyråns arbetskraftsundersökningar och nationalräkenskaper. Di-

---

[1] För en närmare redogörelse för flexprisgapet inom ramen för en fördjupad diskussion om hur potentiell produktion kan definieras och mätas, se Palmqvist, S. (2007), "Flexibel inflationsmålspolitik – hur ska centralbanker ta realekonomisk hänsyn?", *Penning- och Valutapolitik* 2, s. 91-105, Sveriges Riksbank. www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_PV/07_2sve_palmqvist2.pdf.

[2] För en diskussion om flexprisgap och penningpolitiken, se Jonsson, M., C. Nilsson och S. Palmqvist (2008), "Ska penningpolitiken stabilisera resursutnyttjandet?", *Ekonomiska Kommentarer* 1, Sveriges Riksbank. www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Ekonomiska%20kommentarer/2008/080306.pdf

[3] För en närmare beskrivning av modellen, se Adolfson, M., S. Laséen, J. Lindé och M. Villani (2007), "RAMSES – en ny allmän jämnviktsmodell för penningpolitisk analys", *Penning- och Valutapolitik* 2, s. 33-68, Sveriges Riksbank. www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_PV/07_2sve_ramses.pdf

agram 3 visar två sådana mått: arbetslöshet och sysselsättningsgrad, det vill säga hur stor andel av befolkningen i arbetsför ålder som är sysselsatt. Kurvorna ger en samstämmig bild av förändringar i resursutnyttjandet över tiden. Samtidigt visar de att 1990-talskrisen varaktigt höjde arbetslösheten och minskade sysselsättningsgraden. Detta gör det svårt att avgöra vad som är en långsiktigt hållbar nivå på resursutnyttjandet på arbetsmarknaden.

I ett allmänpolitiskt perspektiv brukar det normalt anses vara en fördel om sysselsättningen är hög och arbetslösheten låg. Men i ett penningpolitiskt perspektiv kan det vara ett problem om resursutnyttjandet är så högt att inflationen riskerar att stiga över den nivå som anges av inflationsmålet. Om resursutnyttjandet är så lågt att inflationen riskerar att understiga inflationsmålet så sammanfaller de allmänpolitiska och penningpolitiska implikationerna.

En uppskattning av vilken nivå på sysselsättningen som kan betraktas som normal får man om man beräknar en HP-baserad trend lik den som används vid beräkningen av BNP-gapet. Den kan tänkas representera ett normalt tillstånd på arbetsmarknaden, utan tillfälliga störningar som påverkar tillgången eller efterfrågan på arbetskraft. De gap som mäter den faktiska sysselsättningens avvikelse från den normala, antingen i antal personer eller i arbetade timmar, kallas arbetsmarknadsgap. Diagram 4 visar två sådana arbetsmarknadsbaserade gap.

Kapacitetsutnyttjande

Men varken antalet sysselsatta eller antalet arbetade timmar ger en riktigt bra bild av resursutnyttjandet. Vid en kraftig neddragning av produktionen som den vi ser i det nuvarande konjunkturläget, behåller företagen i betydande utsträckning sina anställda, men låter dem arbeta i mindre omfattning. För att få en bättre bild av resursutnyttjandet behöver arbetsmarknadsstatistiken kompletteras med data från SCB:s statistik över kapacitetsutnyttjandet i industrin och Konjunkturinstitutets Konjunkturbarometer.

Diagram 5 visar kapacitetsutnyttjandet i industrin såsom rapporteras av företagen. Kapacitetsutnyttjandet i industrin nådde enligt SCB:s statistik en topp på cirka 91 procent första kvartalet 2007 och har sedan fallit till cirka 78 procent första kvartalet 2009. Enligt Konjunkturbarometern har kapacitetsutnyttjandet i industrin under samma period minskat från ca 88 procent till cirka 72 procent. I båda fallen redovisas ett kraftigt fall. Men uppgifterna avser bara en mindre del av ekonomin och de ger inte rakt igenom samma bild som exempelvis BNP-gapet som också visas i diagrammet.

Samlat mått på resursutnyttjandet

På Riksbanken har vi också tagit fram ett samlat mått på resursutnyttjandet. Men det är inte tänkt att ersätta alla andra mått utan ska vara ett sammanfattande komplement till de andra måtten.

Det samlade måttet på resursutnyttjandet har tagits fram med hjälp av en principalkomponentanalys. Det är en statistisk metod som tar fram den gemensamma komponenten ur en stor mängd data. Diagram 6 visar resultatet av en sådan analys där ett trettiotal arbetsmarknads- och barometerindikatorer har använts för att utvinna en gemensam komponent för resursutnyttjandet. För att vara jämförbar

med de traditionella trendrelaterade måtten på resursutnyttjandet har indikatorn normerats så att dess standardavvikelse sammanfaller med BNP-gapets.

Diagrammet illustrerar två viktiga förhållanden. För det första följer det samlade måttet på resursutnyttjandet mycket väl BNP-gapet. För det andra släpar arbetsmarknadsgapen några kvartal efter både resursutnyttjandeindikatorn och BNP-gapet.

En nackdel med det här måttet är att det inte lämpar sig för prognoser för resursutnyttjandet med mindre än att man kan göra prognoser för alla de ingående indikatorerna. Eftersom måttet sammanfaller så väl med BNP-gapet tycker jag att det däremot ger ett visst stöd för att just BNP-prognoser är en bra indikator på hur resursutnyttjandet kommer att utvecklas framöver, dock med vissa reservationer som jag kommer till senare.

Vilket mått på resursutnyttjandet är det bästa?

Mina slutsatser är för det första att de olika måtten på resursutnyttjandet ger en likartad bild av konjunkturcyklerna. Men den mer precisa bilden varierar ganska mycket måtten emellan. Varje enskilt mått erbjuder någon extra bit information utöver vad som finns i de andra måtten. Men det hindrar inte att det kan vara till stor hjälp att fortsätta att utveckla samlade mått på resursutnyttjandet.

För det andra visar alla de redovisade måtten att resursutnyttjandet har fallit snabbt under senare tid. BNP-gapet, flexprisgapet och den indikator som är tänkt att ge ett samlat mått på resursutnyttjandet visar att resursutnyttjandet redan ligger under det normala. Arbetsmarknadsgapen släpar efter men kommer enligt vår nuvarande prognos att inom kort peka på ett arbetskraftsutnyttjande under det normala.

Det BNP-gap som baseras på en HP-trend för BNP tyder på att resursutnyttjandet faller med cirka 10 procentenheter från toppnivån 2007 till bottennivån 2010. Även om vi har låtit en gradvis sjunkande produktionskapacitet ligga till grund för beräkningen av HP-trenden så ger detta fall i BNP-gapet troligen en överdriven bild av fallet i resursutnyttjandet under perioden eftersom den potentiella produktionsnivån torde ha fallit mer än vad som reflekteras i HP-trenden. Ju djupare och längre konjunktursvackan blir, desto mer av produktionskapaciteten kan antas försvinna. Resursutnyttjandeindikatorn visar samma bild som BNP-gapet, men för den finns det inga prognoser.

Sysselsättningsgraden och arbetslösheten försämras med cirka 5 procentenheter från 2008 till 2011 i vår prognos från april. Dessa mått, som inte har relateras till någon normalnivå, visar på en något mindre men likartad försämring av det resursutnyttjande som timgapet och sysselsättningsgapet beskriver. Men även för dessa två senare mått gäller att ju djupare och längre konjunktursvackan blir, desto större del av fallet i sysselsättning och timmar kommer att tolkas som en trendmässig försvagning av arbetsmarknaden som inte kommer att försvinna vid nästa konjunkturuppgång. Man får i så fall så kallad persistens i arbetslösheten, något som har visat sig vanligt i många länder.

För att illustrera betydelsen av den djupa lågkonjunkturen för beräkningarna av HP-trenden och trendgapen kan man jämföra de beräkningar av den framtida trendnivån på BNP och sysselsättning i de beräkningar vi gjorde i oktober 2008 och april 2009. Trendnivån för BNP fjärde kvartalet 2011 är cirka 5 procent lägre i

de senare beräkningarna och trendnivån för sysselsättningen cirka 2 ½ procent lägre. Den djupa lågkonjunkturen förutsätts således ha sänkt den potentiella nivån på BNP och sysselsättning och därmed också minskat BNP- och sysselsättningsgapen.

Penningpolitiken och resursutnyttjandet i det aktuella läget

Vid det senaste penningpolitiska mötet i slutet av april reviderade vi ner BNP-tillväxten i världen kraftigt jämfört med vår prognos i februari. Min bedömning var då att vårt huvudscenario med en minskning av BNP i världen med cirka 1 procent i år och en ökning med drygt 2 procent nästa år var rimligt. Men jag tyckte samtidigt att det fanns en risk att recessionen till och med skulle bli djupare och mer långvarig än vi förutsåg. Jag utgick i mitt resonemang från att recessioner som uppstår till följd av finanskriser och recessioner som är synkroniserade mellan flera länder normalt följs av långsamma återhämtningar.

I april var Sverige också inne i en kraftig recession och där är vi fortfarande. Vi räknade med ett fall i BNP på cirka 4,5 procent i år och en svag återhämtning nästa år. Liksom när det gäller den internationella utvecklingen var min bedömning att riskerna övervägde att recessionen skulle kunna bli djupare och mer långvarig. Inflationen mätt med KPI beräknades bli negativ i år, men den underliggande inflationen mätt med KPI med fast ränta, KPIF, beräknades ligga nära 2 procent under hela prognosperioden. Det fanns enligt min bedömning varken skäl att oroa sig för deflation eller kraftig inflation. Vi beslutade att sänka styrräntan till 0,5 procent.

Jag skulle i dag vilja ta upp två frågor i det aktuella läget som hänger samman med penningpolitiken. Det gäller sambandet mellan resursutnyttjande och inflation samt gränserna för konjunkturpolitiken.

Penningpolitiken påverkar inflationen genom sin inverkan på efterfrågan och därmed resursutnyttjandet i ekonomin men också genom sin inverkan på växelkursen och inflationsförväntningarna. Det kan tyckas märkligt att inflationen beräknas ligga nära målet på 2 procent trots att resursutnyttjandet har fallit snabbt och är så lågt under prognosperioden.

Det finns två förklaringar till det. För det första är sambandet mellan resursutnyttjande och inflation svagare nu än tidigare. Jag var inne på det redan i inledningen. Och det beror förmodligen på att en övergång till en trovärdig penningpolitik som är inriktad på att stabilisera inflationen leder till att sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen blir svagare. Stabila inflationsförväntningar nära inflationsmålet ger helt enkelt mindre utrymme för andra variabler att påverka inflationen.[4]

Men sambandet är inte obefintligt. Den expansiva penningpolitiken i världen som helhet, den kraftiga BNP-tillväxten i världen under åren 2004–2007 och det allt högre resursutnyttjandet ledde till slut till kraftigt stigande priser på energi, livsmedel och andra råvaror på världsmarknaden och därmed även till stigande konsumentpriser. De prognoser som nu görs av både internationella organisationer och oss själva tyder på att inflationen i världen de närmaste åren, trots det låga

[4] För en närmare analys av dessa samband, se Adolfson, M. och U. Söderström (2003), "Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet?", Penning- och
Valutapolitik 1, s. 49-63, Sveriges Riksbank.
http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_PV/pv03_1_artikel3.pdf

resursutnyttjandet, kommer att vara positiv men något lägre än vad som var normalt för några år sedan.

Den andra förklaringen till att inflationen i Sverige trots det låga resursutnyttjandet hålls uppe nära inflationsmålet är att det finns andra faktorer än resursutnyttjandet som påverkar priserna uppåt. En sådan faktor är att arbetskostnaderna per producerad enhet ökar med cirka 5 procent per år under perioden 2007–2009. Något högre löneavtal – men framför allt en fallande produktivitet – har bidragit till att höja arbetskostnaderna per producerad enhet, något som dock framöver kommer att ändras i takt med att företagen minskar sin personalstyrka. En annan faktor som bidrar till att hålla uppe inflationen är den svaga kronan.

Den bedömning jag gjorde vid det senaste penningpolitiska mötet var mot denna bakgrund, som jag nyss nämnde, att det varken fanns skäl att oroa sig för deflation eller kraftig inflation under prognosperioden. Resursutnyttjandet är inte så lågt att det skulle medföra deflation, men tillräckligt lågt för att förhindra att en kraftig inflation uppstår.

Den andra frågan jag skulle vilja ta upp är gränserna för konjunkturpolitiken. Det finns gränser för vad konjunkturpolitiken kan åstadkomma när det gäller att mildra konsekvenserna för den svenska ekonomin av en så kraftig och global konjunkturnedgång som den nuvarande. För finanspolitiken sätts gränsen av vad man bedömer vara förenligt med en långsiktigt hållbar utveckling av de offentliga finanserna. Penningpolitiken begränsas till viss del av att det finns ett golv under vilket reporäntan inte kan sänkas. Man kan inte hoppa över en internationell lågkonjunktur, men man kan mildra djupet i nedgången.

I penningpolitiken måste man också beakta vad som kan komma att ske längre fram i tiden om man under en längre period för en mycket expansiv penningpolitik. Inte minst erfarenheterna av åren med låga räntor och snabb internationell tillväxt före den nuvarande finansiella krisen talar för att man även behöver beakta de mer långsiktiga konsekvenserna av penningpolitiken och i vilken takt inflationen bör återföras till målet.

Det finns vidare anledning att ta hänsyn till inte bara den totala mängden lediga resurser i ekonomin utan också sammansättningen av resurserna. För ett exportberoende land som Sverige är det exempelvis viktigt att ta hänsyn till i vilken utsträckning ett kraftigt fall i exporten kan ersättas av andra delar av efterfrågan genom en expansiv penningpolitik och i vilken takt det kan ske utan att inflationsproblem uppstår. På motsvarande sätt kan man behöva ta hänsyn till i vilken utsträckning arbetskraftsutbudet minskar till följd av djupet och långvarigheten i lågkonjunkturen när man bedömer vilka konsekvenser en kommande återhämtning kan få på lönebildningen.

Den slutsats jag drar av detta är att det är viktigt att inte överskatta de tillgängliga resurserna i ekonomin de närmaste åren. Vi måste försöka göra så bra bedömningar som möjligt av hur stor del av resurserna som försvinner mer permanent till följd av den djupa lågkonjunkturen och hur snabbt produktionen kan öka utan att det uppstår inflationsproblem. Annars är risken att vi för en för expansiv penningpolitik för länge och därmed riskerar inflationsproblem längre fram.

En förutsättning för en effektiv penningpolitik är att det finansiella systemet fungerar. Sedan i höstas så har Riksbanken vidtagit en rad åtgärder för att bevara den finansiella stabiliteten, i synnerhet den omfattande utlåningen till bankerna. Vi har under den senaste tiden beslutat att utöka kretsen av motparter för våra

penningpolitiska operationer och att ge bankerna möjlighet att låna i Riksbanken inte bara på tre och sex månader utan också på tolv månader.

Om det skulle visa sig att konjunkturutvecklingen blir betydligt sämre än vi nu förutser kan det finnas anledning att gå vidare med mer otraditionella åtgärder för att stötta ekonomin. En möjlighet är att som i en del andra länder köpa stats-, bostads- och företagsobligationer. Vi går nu igenom erfarenheterna från andra länder och analyserar för- och nackdelar med åtgärder av detta slag. Bland annat behöver vi överväga i vilka fall det är Riksbanken som är bäst lämpad att genomföra denna typ av åtgärder eller om det är en uppgift för en myndighet under regeringen.

Sammanfattning

Jag skulle vilja sammanfatta mitt anförande på följande sätt:

Resursutnyttjandet faller snabbt och är ovanligt lågt. Alla mått vi har på resursutnyttjandet ger på detta allmänna plan samma bild.

Men det är svårt att avgöra hur lågt det är och när det kommer att vända uppåt. Olika mått ger i det fallet olika bilder. BNP-gapet tyder på att resursutnyttjandet når ner till minus 4 à 5 procent i början av 2010 innan det vänder och sysselsättningsgapet på att resursutnyttjandet når ner till minus 3 procent under 2011 innan arbetsmarknaden börjar förbättras. I båda fallen handlar det dock om mått som bygger på mycket osäkra skattningar av de tillgängliga resurserna i ekonomin.

Det är också svårt att avgöra vilka konsekvenser det låga resursutnyttjandet har för inflation och penningpolitik. Den bedömning vi gjorde vid det senaste penningpolitiska mötet var att styrräntan borde sänkas till 0,5 procent. Med den sänkningen och den låga nivå på styrräntan som vi såg framför oss skulle resursutnyttjandet vända upp och den underliggande inflationen ligga nära 2 procent under prognosperioden. Om utvecklingen skulle visa sig bli betydligt sämre finns det möjligheter att gå vidare med mer otraditionella åtgärder.