ANFÖRANDE

DATUM: 2014-11-06
TALARE: Vice riksbankschef Martin Flodén
PLATS: TCO, 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 lönebildningen – ett ömsesidigt beroende

På det penningpolitiska mötet för en dryg vecka sedan hade vi i Riksbankens direktion anledning att återigen betona vikten av att penningpolitiken nu fokuserar på att få upp inflationen mot målet. På mötet beslutade vi att sänka reporäntan till noll. Bakgrunden till vårt beslut är att inflationen under flera år har varit betydligt lägre än inflationsmålet. Dessutom har vi under den senaste tiden upprepade gånger reviderat ner prognosen för det framtida inflationstrycket. Mycket tyder på att inflationen kommer att ligga kvar under målet en tid framöver trots att vi nu för en mycket expansiv penningpolitik.

Att inflationen länge ligger långt under inflationsmålet är bekymmersamt av flera skäl. Många av dessa skäl kan på ett eller annat sätt kopplas till lönebildningen, vilket inte är särskilt förvånande. Lönebildningen har stor betydelse för hur inflationen kommer att utvecklas, vilket gör den till en viktig faktor för penningpolitiken. Samtidigt spelar penningpolitiken en central roll i lönebildningen genom att förankra inflationsförväntningarna. Det finns på så sätt ett ömsesidigt beroende mellan penningpolitiken och lönebildningen. Jag tänkte idag beskriva hur vi på Riksbanken ser på vår roll i det här samspelet och tala om vikten av att nu få upp inflationen till målet.[1]

Löneutvecklingen påverkar inflationsutsikterna…

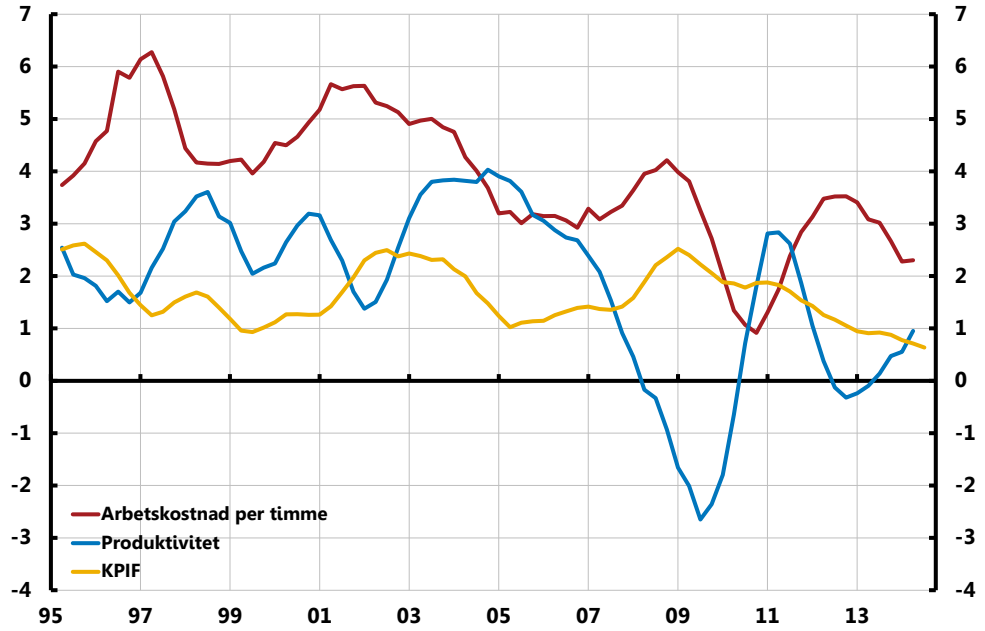
En första fråga att fundera på är hur löneutvecklingen påverkar inflationen. Löner och övriga kostnader som är förknippade med arbete har stor betydelse när företagen sätter sina priser eftersom de står för en betydande del av produktionskostnaderna. Enligt ekonomisk teori är marginalkostnaden, det vill säga kostnaden för att producera ytterligare en enhet av varan eller tjänsten, särskilt viktig för prissättningen. Löner utgör en stor del av marginalkostnaden, men även annat spelar roll som kostnader för lokaler, maskiner och insatsvaror. Hur stor kostnaden i slutändan blir för att producera ytterligare en enhet av en vara eller tjänst beror samtidigt på produktiviteten i företaget. Är produktiviteten hög går det åt mindre resurser i form av arbetstimmar, maskintimmar och så vidare och därmed blir produktionskostnaden lägre.

[1] Se också fördjupningen "Samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation" i *Penningpolitisk rapport*, juli 2014.

Att det finns ett samband mellan löner, produktivitet och inflation syns också i data (se diagram 1).[2] Man kan givetvis inte förvänta sig att de ska samvariera tydligt från kvartal till kvartal. På kort sikt påverkas produktivitet, inflation och timlöner av mer tillfälliga effekter som gör att de varierar ganska mycket. Men på lite längre sikt är det tydligt att de perioder då de nominella lönerna har ökat snabbt i förhållande till produktiviteten också har varit perioder då inflationen stigit.

Diagram 1. Löner, produktivitet och inflation

Årlig procentuell förändring



Anm. Samtliga serier beräknade som sex kvartals glidande medelvärden. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

... och därmed penningpolitiken

Detta är naturligtvis en av anledningarna till att Riksbanken kontinuerligt följer löneutvecklingen och diskussionerna kring avtalsförhandlingarna. Eftersom penningpolitiken vägleds av prognoserna för inflationen och resursutnyttjandet blir det viktigt att skapa sig en uppfattning om löneutvecklingen framöver. Det kan vara värt att betona att Riksbanken i det arbetet inte tar fram några rekommendationer – vi tar inte ställning till om en viss löneutveckling är mer eller mindre önskvärd än någon annan. Utgångspunkten för våra prognoser är till att börja med de avtalade löneökningarna. Därutöver antar vi i prognosen att lönerna ökar i takt med konjunkturutvecklingen på ett "normalt" sätt. Prognoserna baseras då på historiska samband mellan de nominella lönerna, konjunkturläget, produktiviteten och inflationsförväntningarna.

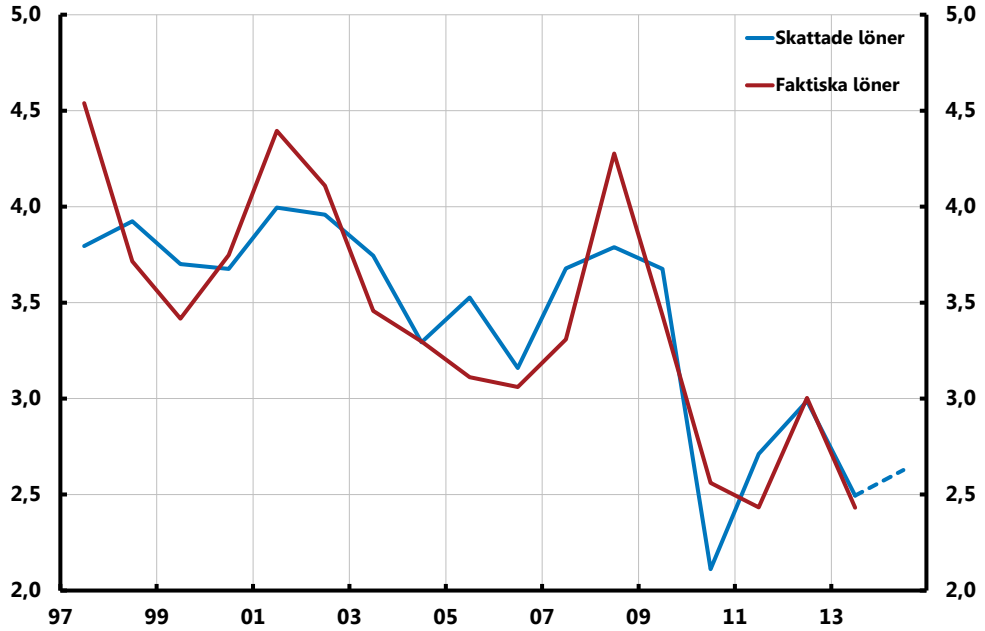
Att lönerna har utvecklats långsamt de senaste åren förklaras rätt väl av sådana historiska samband (se diagram 2). Produktiviteten har växt långsamt, de kort-

[2] Diagrammet visar inte om det är (förväntade) löneökningar som orsakar inflation eller om det är (förväntad) inflation som orsakar löneökningar. På grund av det ömsesidiga beroendet mellan penningpolitik och lönebildning kan man misstänka att orsakssambanden går i båda riktningarna.

siktiga inflationsförväntningarna har varit låga och likaså företagens vinstandelar. I den senaste penningpolitiska rapporten bedömer vi dock att löneökningstakten i hela ekonomin kommer att stiga något framöver i takt med att konjunkturläget förbättras och produktivitetstillväxten tilltar.

Diagram 2. Faktiska och skattade nominella löner

Årlig procentuell förändring



Anm. I ekvationen för skattade löner förklaras löneutvecklingen av företagens inflationsförväntningar, vinstandelen samt långsiktig tillväxt i produktivitet. Streckad linje är en framskrivning för 2014 från denna ekvation och ska inte förväxlas med prognosen i PPR oktober 2014 som baseras på mer information. Data bygger på statistiken innan senaste NR-revideringen.

Källor: SCB och Riksbanken

Men hur skulle penningpolitiken utformas om lönerna utvecklas på ett sätt som inte följer det historiska mönster som vår prognos utgår från? Säg till exempel att lönerna ökar långsammare än vad som är normalt i förhållande till konjunkturutvecklingen och produktivitetstillväxten. Det skulle innebära att företagens kostnadstryck blir lägre och därmed att inflationstrycket dämpas. För att motverka att inflationen blir för låg behöver då penningpolitiken bli mer expansiv.[3] I ett mer normalt läge, när reporäntan inte är noll, kan det innebära att Riksbanken sänker räntan. I nuvarande läge skulle det snarare kunna medföra att vi väntar ännu längre med att börja höja räntan.

Förankrad lönebildning underlättar inflationsmålspolitiken…

Förutom den mer eller mindre direkta effekten på inflationsutsikterna har lönebildningen också stor betydelse för penningpolitiken av ett annat skäl. Om förtroende för inflationsmålet finns på plats kommer förväntningarna hos hushåll, företag, arbetstagare och arbetsgivare att vara förankrade kring 2 procents inflation. Det blir då en naturlig utgångspunkt i lönebildningen, och de löneavtal

[3] Kapitel 2 i *Penningpolitisk rapport* juli 2014 beskriver mer i detalj hur penningpolitiken kan komma att utformas i alternativa scenarier där lönerna utvecklas annorlunda än i Riksbankens prognos.

som träffas kommer att vara förankrade i inflationsmålet. Detta underlättar givetvis Riksbankens arbete med att faktiskt nå det målet.

Men det ger också Riksbanken större möjligheter att bedriva inflationsmålspolitiken flexibelt, det vill säga att också ta hänsyn till hur produktionen och arbetsmarknaden utvecklas, förutom att fokusera på att stabilisera inflationen runt målet. Penningpolitiken kan låta det ta lite längre tid för inflationen att nå tillbaka till målet av hänsyn till den reala utvecklingen, exempelvis sysselsättningen, om förväntningarna är förankrade och det finns ett förtroende för att inflationen på sikt kommer att återgå till målet.

… samtidigt som inflationsmålspolitiken har stor betydelse för lönebildningen

Så långt lönebildningens betydelse för penningpolitiken. Vilken betydelse har då penningpolitiken i sin tur för lönebildningen? När Riksbanken övergav den fasta växelkursen och övergick till en rörlig växelkurs med ett inflationsmål ändrades samtidigt förutsättningarna för lönebildningen. Tidigare hade den fasta växelkursen och kopplingen till inflationen i våra konkurrentländer utgjort det nominella ankaret som skulle förtöja de inhemska löne- och prisökningarna. Sedan 1993 är det i stället inflationsmålet som har den rollen.

I grunden är tanken att löneutvecklingen på sikt ska styras av produktionskapaciteten hos arbetskraften. Jag har tidigare varit inne på kopplingen mellan löner, priser och produktivitet. På lång sikt är det inte hållbart om lönerna ökar på ett sätt som gör att företagens kostnader för arbetskraft ökar mer än värdet av de varor och tjänster som arbetskraften producerar. För att få en hållbar utveckling på sikt behöver därför reallönerna stiga i takt med produktiviteten. Tillsammans med den långsiktiga produktivitetstillväxten sätter inflationen och inflationsmålet på så vis ramarna för hur mycket de nominella lönerna kan öka.

Som jag poängterat är det här något som behöver karaktärisera lönebildningen på lång sikt. I ett kortare perspektiv påverkas naturligtvis löneförhandlingarna av en rad andra och mer tillfälliga faktorer som bland annat speglar konjunkturläget. Men för att ändå säkerställa att löneförhandlingarna resulterar i hållbara resultat låter man olika normer spela en viktig roll i lönebildningen. ”Inflationsmålsnormen” som jag precis beskrivit är givetvis en viktig sådan, även om det också finns andra.[4] En gemensam utgångspunkt för normerna är dock att inflationsmålspolitiken är trovärdig och att Riksbanken, som det ibland uttrycks, ”gör sitt jobb”. Med denna gemensamma utgångspunkt blir också löneförhandlingarna enklare eftersom den gör att man får en viss samsyn om den framtida inflationsutvecklingen, både inom och mellan arbetsmarknadens parter.

Penningpolitiken syftar till en inflation i linje med inflationsmålet

Så vad innebär det egentligen att Riksbanken ”gör sitt jobb”? Målet för penningpolitiken är att se till att inflationen mätt med konsumentprisindex håller

[4] Exempelvis används också den så kallade Europanormen vars utgångspunkt är densamma som under den fasta växelkursen, det vill säga att svensk industri ska behålla sin konkurrenskraft jämfört med våra konkurrentländer.

sig kring 2 procent. Så har Riksbanken preciserat riksbankslagens formulering om att penningpolitiken ska upprätthålla ett fast penningvärde.

Det innebär inte att Riksbanken kan säkerställa att inflationen alltid är 2 procent. Penningpolitiken har till att börja med inte en sådan precision. Det är omöjligt att undvika att inflationen under vissa perioder avviker från 2 procent eftersom ekonomin hela tiden utsätts för oväntade störningar och eftersom det tar tid för förändringar av reporäntan att få full effekt på ekonomin. Men Riksbankens ambition, "vårt jobb", är att utforma penningpolitiken så att inflationen på sikt kommer tillbaka till målet.

Men varför på sikt? Varför inte nästa kvartal? En anledning är alltså att det tar tid för penningpolitiken att få fullt genomslag i ekonomin. Men som jag nämnde tidigare bedriver vi också en flexibel inflationsmålspolitik. Förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar vi efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara nivåer. Beroende på vilka störningar som inträffar kan en snabb återgång till inflationsmålet ibland ha effekter på konjunkturläget som inte är önskvärda och därför kan Riksbanken sikta på att få tillbaka inflationen till målet i lite långsammare takt.

Under de senaste åren har dock sådana avvägningar spelat en undanskymd roll i Riksbankens arbete eftersom såväl den alltför låga inflationen som det svaga konjunkturläget har indikerat att penningpolitiken måste vara expansiv. Avvägningen har i stället handlat om dessa faktorer å ena sidan och hushållens höga skuldsättning å den andra. Där har oron varit att en alltför expansiv penningpolitik ska medföra att hushållens skuldsättning ökar ohållbart snabbt, vilket skulle kunna leda till en oönskad inflations- och konjunkturutveckling på längre sikt.

Det har funnits skilda meningar om hur stora riskerna för en sådan oönskad utveckling egentligen är och kanske framför allt hur Riksbanken bör, eller inte bör, försöka hantera riskerna med hjälp av penningpolitiken. Jag tänker idag inte försöka reda ut alla argumenten i den debatten, men jag vill ändå slå fast att det naturligtvis är viktigt att inflationen förs tillbaka mot inflationsmålet rimligt snabbt. Återgången får inte ta så lång tid att det försvagar inflationsmålets trovärdighet.

För låg inflation under en lång period försämrar förutsättningarna för lönebildningen

Det här leder mig in på dagens situation och den låga inflationen. Vi har nu haft en inflation som befunnit sig under inflationsmålet under en lång period. Att inflationen skulle vara låg har legat i våra prognoser. Men den vändpunkt i utvecklingen som vi och andra bedömare ändå har sett framför oss har skjutits framåt gång på gång.

Jag har i ett tidigare tal beskrivit mer i detalj på vilket sätt den här utvecklingen är bekymmersam.[5] En anledning är att om inflationen avviker från målet under alltför lång tid ökar riskerna för att förtroendet för inflationsmålet och för penningpolitiken ska försämras. Ett starkt förtroende för inflationsmålet, så att inflationsförväntningarna är väl förankrade kring 2 procent, underlättar för penningpolitiken att nå målet och gör det också möjligt att i större utsträckning ta

[5] Se Flodén, Martin (2014), Den låga inflationen – ska vi oroas och kan vi göra något åt den? Tal, 2014-05-14, Sveriges riksbank.

hänsyn till konjunkturutvecklingen. Förutsättningarna att stabilisera inflationen nära målet och sysselsättningen på en långsiktigt hållbar nivå blir då bättre.

Som jag har försökt beskriva idag är förankrade inflationsförväntningar särskilt viktiga för att lönebildningen ska fungera väl. Och en väl fungerande lönebildning lägger i sin tur grunden både för en stabil prisutveckling och för en välfungerande arbetsmarknad med hög sysselsättning.

Men när inflationen avviker från målet kan förutsättningarna för lönebildningen försämras även om förtroendet för inflationsmålet består. Historiskt sett har det ofta varit en hög inflation och förväntningar om fortsatt stigande inflation som ställt till problem i lönebildningen, men även en alltför låg inflation kan medföra problem.

Om inflationen blir *överraskande* låg innebär det att reallönerna blir för höga jämfört med vad man räknade med då avtalen om de nominella löneökningarna träffades. Företagen brukar då bli mindre benägna att anställa, vilket kan medföra högre arbetslöshet. De här problemen kan väntas bli särskilt påtagliga just om inflationsförväntningarna är väl förankrade vid målet samtidigt som inflationen under en lång period blir lägre än målet.[6]

Ytterligare ett argument för att en låg inflation, oväntad eller inte, försämrar lönebildningen har att göra med det som brukar kallas nominella lönestelheter. Vanligtvis sker anpassningen av reallöner mellan olika branscher eller mellan individer i ett företag genom att de nominella lönerna ökar i olika takt. En förutsättning för att anpassningen ska fungera på det sättet är att inflationen håller en rimligt hög nivå. Är inflationen väldigt låg kan nämligen en anpassning av reallönerna kräva att de nominella lönerna *sänks*, vilket väldigt sällan sker. Med en låg inflation blir alltså anpassningen svårare, vilket kan medföra att arbetslösheten ökar.

Allt fokus nu på att få inflationen att stiga mot målet

Ett trovärdigt inflationsmål och förankrade inflationsförväntningar underlättar för hushållen och företagen att fatta välgrundade beslut, och detta gäller kanske allra tydligast för lönebildningen. Utan ett tydligt nominellt ankare kan vi alltså räkna med att ekonomin fungerar sämre.

I och med att perioden med låg inflation har blivit mer utdragen än väntat har det blivit allt viktigare att snabbt föra inflationen tillbaka till högre nivåer. Det är annars risk att inflationsmålets trovärdighet urholkas och att vi inte längre kan räkna med väl förankrade inflationsförväntningar.

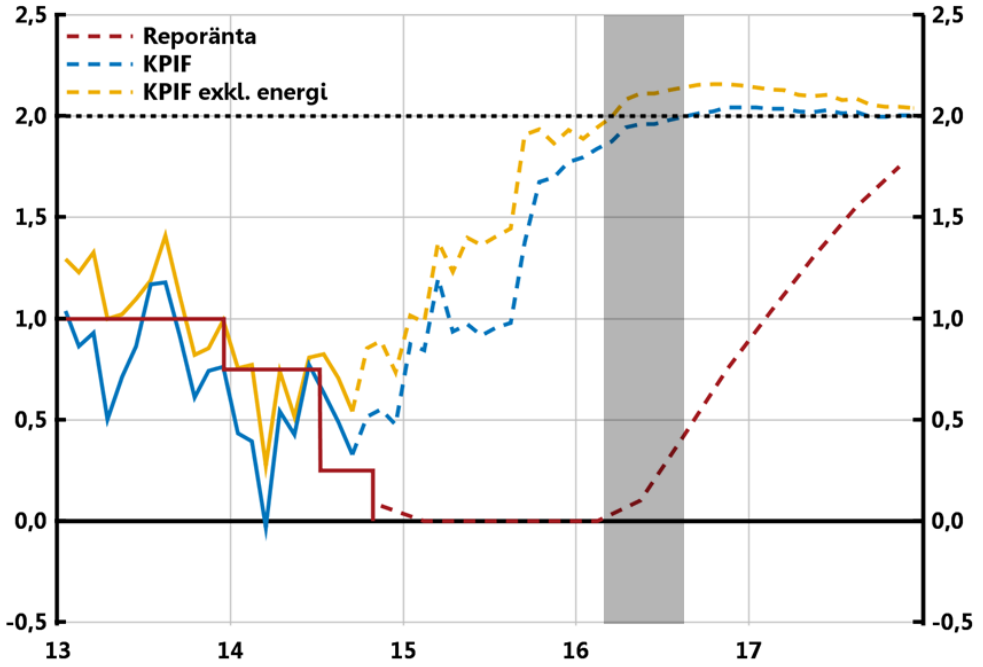
Men samtidigt tyder mycket på att inflationstrycket framöver kommer att förbli lågt. På det penningpolitiska mötet för en dryg vecka sedan beslutade vi därför att sänka reporäntan till noll. Den än mer expansiva penningpolitiken medför ökad efterfrågan i hela ekonomin vilket bidrar till en högre inflation. Den mycket expansiva penningpolitiken kan även bidra mer direkt till att inflationsförväntningarna blir förankrade vid två procent genom att sända en tydlig sig-

[6] Att inflationsförväntningarna har varit förankrade vid två procent är ett centralt inslag i Svenssons (2014) beräkningar av hur den låga svenska inflationen har medfört högre arbetslöshet. Min kritik av Svenssons beräkningar (Flodén, 2012) bygger främst på att inflationsförväntningarna i vissa enkätundersökningar har sjunkit i takt med den faktiska inflationen. Se Svensson, Lars E. O. (2014), The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target, *American Economic Journal: Macroeconomics*, under utgivning, samt Flodén, Martin (2012), A Note on Swedish Inflation and Inflation Expectations, www.martinfloden.net.

nal om att penningpolitiken fokuserar på att få upp inflationen. Vår bedömning är att det först vid mitten av 2016 är lämpligt att långsamt börja höja räntan. Enligt vår prognos ligger inflationen då nära inflationsmålet (se diagram 3). Vi räknar dessutom med att reporäntan kommer att ligga klart under en långsiktig normalnivå lång tid efter att inflationen nått inflationsmålet och resursutnyttjandet blivit normalt.

Diagram 3. Reporäntan och inflationen

Årlig procentuell förändring



Anm. För reporäntan är utfall dagsdata och prognosen avser kvartalsdata. KPIF visas i månadsdata där KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken