

Låg inflation beror på svag arbetsmarknad

Den låga inflationen beror främst på den konjunkturrellt svaga arbetsmarknaden (se diagram 1). Detta ligger bakom Konjunkturinstitutets rekommendation om att reporäntan bör sänkas med 50 punkter. Då denna rekommendation givit upphov till flera misstolkningar vill vi här beskriva den analys och de avvägningar som ligger bakom rekommendationen.

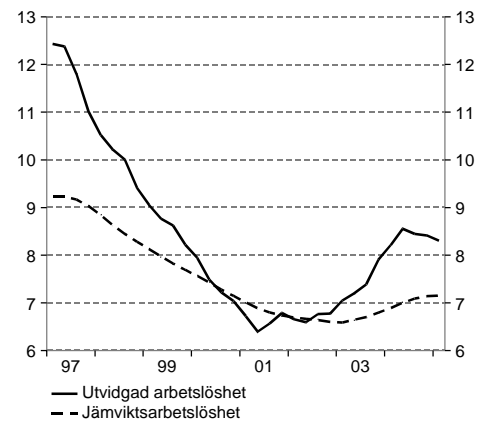
Enligt Konjunkturinstitutets bedömning är arbetslösheten för närvarande betydligt högre än vad som krävs för att hålla inflationen i linje med målet om 2 procent. Vi uppskattar att denna överskjutande s.k. konjunkturella arbetslöshet för närvarande uppgår till ca 50 000 personer. Uppskattningen är dock osäker. Den baseras bl.a. på att den underliggande inflationen (enligt UND1X) sjönk från 2,2 procent 2003 till påfallande låga 0,8 procent i fjol och beräknas uppgå till 0,6 procent i år (se diagram 2). Konjunkturinstitutet lägger än större vikt vid att löneökningarna i näringslivet bromsade till 3,0 procent i fjol (se diagram 3). Den låga inflationen och de måttliga löneökningarna tyder på att arbetslösheten kan vara betydligt lägre utan att inflationsmålet hotas. Därtill redovisar företagen mycket låga bristtal för olika typer av arbetskraft.

Produktivitetstillväxten har varit oväntat hög de senaste åren (se diagram 3). Samtidigt har hushållens konsumtionsutgifter ökat överraskande långsamt. Arbetsmarknaden har därför utvecklats svagare än väntat med måttliga löneökningar som följd. Företagens kostnader per producerad enhet beräknas därmed *sjunka* med 1,6 procent från 2002 till 2005. Detta medför ett mycket lågt inflationstryck.

Konsumentprisutvecklingen är svag för såväl importerade som inhemska producerade varor och tjänster. Även den svaga konsumentprisutvecklingen på importerade varor beror till viss del på de svenska företagens sjunkande kostnader per producerad enhet då de bl.a. håller tillbaka påslagen i konsumentledet på de importerade varorna. Att den påfallande låga inflationen främst beror på svenska och inte internationella förhållanden, som t.ex. ökad konkurrens från lågkostnadsländer, framgår också av att den genomsnittliga inflationen i OECD-länderna ligger stabilt mycket nära 2 procent under 2003-2005 (se diagram 4).

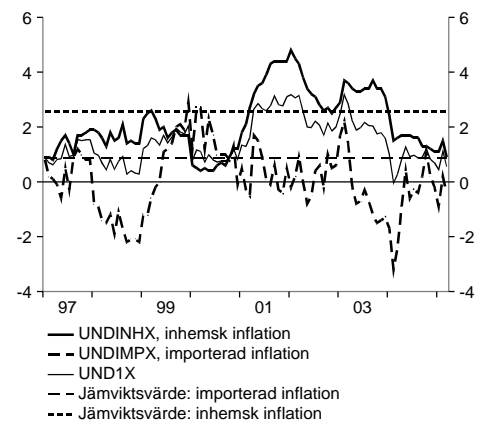
Den låga inflationen har medfört att Riksbanken har sänkt reporäntan vid flera tillfällen till nuvarande låga 2 procent (se diagram 5). Penningpolitiken är således expansiv. Men stimulansen urholkas av den mycket låga inflationen. Den korta realräntan uppgår trots den låga reporäntan till ca 1 procent, vilket är högre än i USA och i euroområdet (se diagram 6).

Diagram 1 Arbetslöshet och jämviktsarbetslöshet
Procent, kvartalsvärden



Källor: Statistiska centralbyrån och Konjunkturinstitutet.

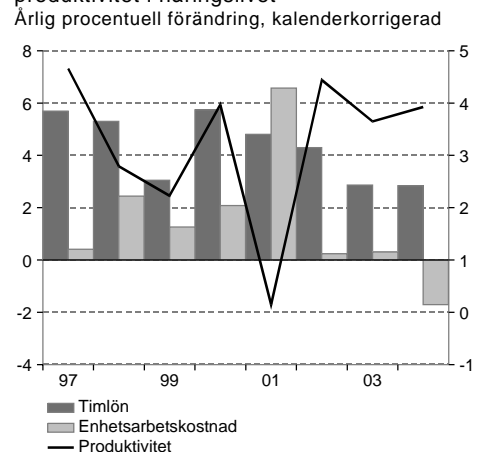
Diagram 2 Underliggande inflation
Årlig procentuell förändring, månadsvärden



Anm: Jämviktsvärdena är konsistenta med fullt resursutnyttjande och oförändrad växelkurs och är förenliga med en underliggande inflation på 2,0 procent.

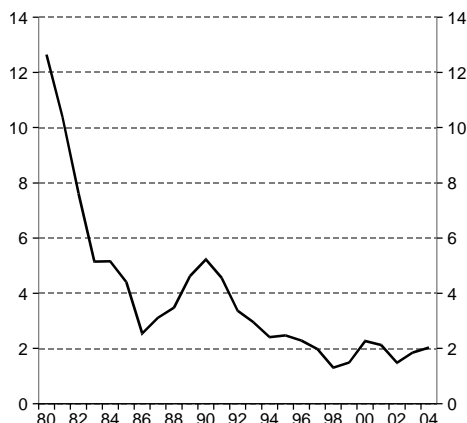
Källor: Statistiska centralbyrån och Konjunkturinstitutet.

Diagram 3 Timlön, enhetsarbetskostnad och produktivitet i näringslivet



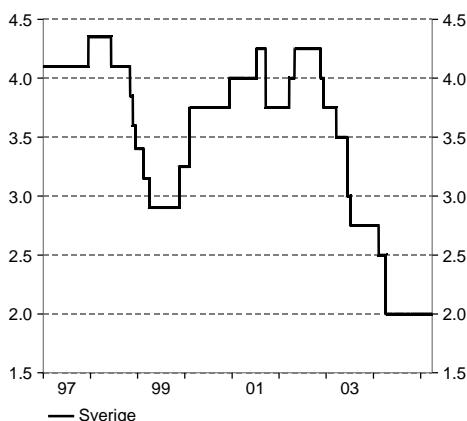
Källa: Statistiska centralbyrån och Konjunkturinstitutet.

Diagram 4 Inflation i OECD
Årlig procentuell förändring



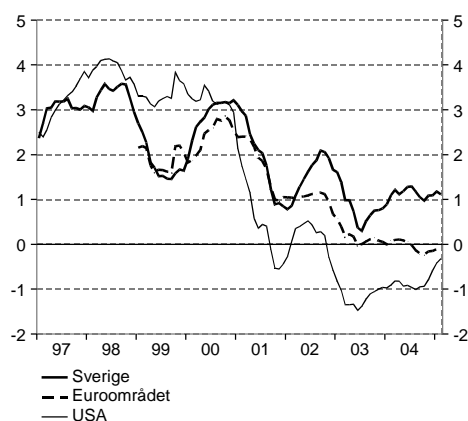
Anm. KPI-siffrorna avser OECD exkl. Australien, Island, Korea, Mexiko, Nya Zeeland, Polen, Slovakien, Tjeckien, Turkiet och Ungern. KPI för EU-länderna avser harmoniserade KPI, HIKP.
Källor: OECD och Eurostat.

Diagram 5 Reporänta
Procent, dagsvärden



Källa: Riksbanken.

Diagram 6 Korta realräntor
Procent, månadsvärden



Anm. Nominell ränta på tremånaders statsskuldväxlar minus sex månaders glidande medelvärde av inflationen.
Källor: Nationella källor och Konjunkturinstitutet.

I efterhand kan det dock konstateras att arbetsmarknaden skulle ha kunnat vara betydligt starkare utan att inflationen skulle ha överstigit 2 procent. Efterfrågan på varor och tjänster, och därmed sysselsättningen, skulle således i högre utsträckning kunna ha stimulerats med en lägre reporänta under de senaste tre åren. Men det är lätt att vara efterklok.

Denna *diagnos* av nuläget är de flesta nationalekonomiska bedömare ganska eniga om. Däremot råder delade meningar om huruvida reporäntan bör sänkas ytterligare.

Om reporäntan sänks så leder detta, enligt vår bedömning, till något högre konsumtion och något högre investeringar, bl.a. genom att priserna på fastigheter och aktier blir något högre. Därtill blir kronan något svagare, vilket leder till något högre export och något lägre import. Den samlade efterfrågan på varor och tjänster ökar därmed snabbare. Företagen får fler beställningar, vilket stimulerar sysselsättningen.

Det har framförts att en sänkning av reporäntan från nuvarande nivå skulle ge betydligt mindre effekt än normalt. Det är svårt att bedöma hur en sänkning av reporäntan normalt påverkar efterfrågan och sysselsättningen. Det är ännu svårare att bedöma om effekten i nuläget skulle bli större eller mindre än normalt. De som påstår att så är fallet har en svår och betydande bevisbörda. Såvitt vi vet finns det t.ex. inga studier som visar att sänkningen av den amerikanska styrräntan från 2 till 1 procent gav mindre effekt än den tidigare sänkningen från 3 till 2 procent. Den mycket låga styrräntan bedöms i stället vara en viktig orsak till att sysselsättningen i USA ökade med nästan 2 procent i föl (se diagram 7).

Riksbankens handlingsregel är att reporäntan sänks om inflationen vid oförändrad reporänta bedöms understiga två procent på ett till två års sikt. På ett symmetriskt sätt höjs reporäntan om inflationen bedöms överskrida två procent. Denna handlingsregel är enkel, logisk och förtroendeskapande då den på lång sikt ger en genomsnittlig inflationstakt på ca två procent. Enligt Riksbankens och Konjunkturinstitutets prognoser skulle den underliggande inflationen om ett och ett halvt år, dvs. i oktober 2006, uppgå till 1,7 respektive 1,6 procent vid oförändrad reporänta (se diagram 8). Ett viktigt skäl för Konjunkturinstitutets rekommendation om sänkt reporänta är det förtroendeskapande värdet av att tillämpa denna handlingsregel på ett symmetriskt sätt.

Handlingsregeln bör dock inte tillämpas mekaniskt. Det kan vara motiverat att bortse från tillfälliga effekter av t.ex. varierande energipriser. Det kan också vara samhällsekonomiskt lämpligt att ibland beakta olika typer av sidoaspekter om detta kan göras utan att förtroendet för inflationsmålet äventyras. Utrymmet för att beakta sidoaspekter kan,

som hävdas i ett inlägg av Thomas Franzén och Barbro Wickman-Parak på DN-debatt den 2/4, ha ökat nu när penningpolitiken vunnit hög trovärdighet.

En samhällsekonomiskt särskilt viktig sidoaspekt är att främja en så hög och stabil sysselsättning som möjligt. Detta kan sägas vara det underliggande målet för penningpolitiken. Målet om två procents inflation kan ses som ett lämpligt intermediärt mål för att uppnå detta mera fundamentala mål. Vid nuvarande höga konjunkturella arbetslöshet talar denna sidoaspekt för att reporäntan sätts så att den konjunkturella arbetslösheten minskar så snabbt som möjligt utan att inflationsmålet hotas.

En annan sidoaspekt som lyfts fram är att förebygga husprisbubblor eller alltför hög skuldsättning. En ytterligare lägre reporänta skulle kunna underblåsa en hypotetisk husprisbubbla som, om den spricker, skulle kunna dämpa hushållens efterfrågan i en sådan utsträckning att sysselsättningen inte kan upprätthållas ens vid en styrränta på noll procent. Osäkerheten är emellertid betydande avseende risken för starkt fallande huspriser, när huspriserna i så fall sjunker samt vilken effekt detta i kombination med en reporänta på ner till noll procent skulle ha på efterfrågan.

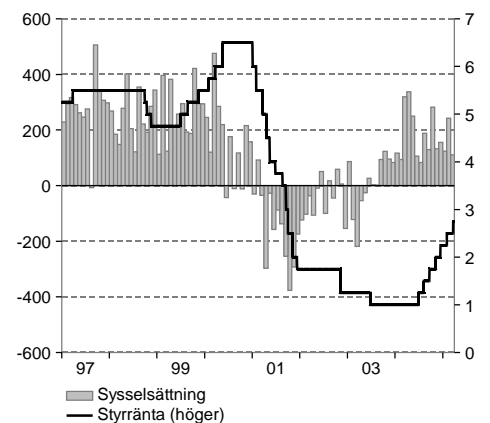
Enligt vår bedömning är varken huspriserna eller hushållens skuldsättning så höga att denna sidoaspekt för närvarande bör tillmätas särskilt stor vikt (se diagram 9). Den husprisuppgång som skett under de senaste åren har inte heller resulterat i en uppdriven konsumtion. Trots ökande skuldsättning är hushållens sparande förhållandevis högt, såväl i ett historiskt som i ett internationellt perspektiv (se diagram 10). Därtill bör överdriven skuldsättning i första hand förebyggas genom en ansvarsfull kreditgivning.

Samhällsekonomiskt väger därför enligt vår bedömning den första sidoaspekten om lägre konjunkturell arbetslöshet för närvarande tyngre än den andra sidoaspekten om att förebygga högre huspriser eller högre skuldsättning. Under andra omständigheter, t.ex. liknande de i Storbritannien, med lägre konjunkturell arbetslöshet, lägre hushållssparande och än mer uppdrivna huspriser skulle rangordningen kunna bli den omvända.

Samtidigt bör det framhållas att huvuddelen av arbetslösheten inte beror på konjunkturen och därmed inte kan minskas genom lägre reporänta. Av nuvarande arbetslöshet på 5,3 procent uppskattas drygt en procentenhet vara konjunkturellt betingad. Den resterande s.k. strukturella arbetslösheten beräknas således uppgå till drygt 4 procent. Denna kan inte påverkas av penningpolitiken men däremot av arbetsmarknadens parter, regeringen och riksdagen.

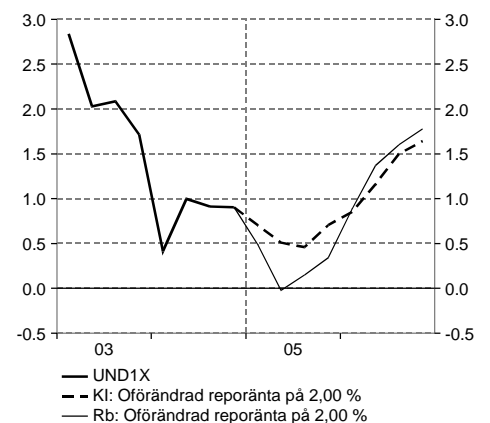
Konjunkturinstitutets syn är således att den låga inflationen främst beror på den svaga arbetsmarknaden. Givetvis kan vi och andra prognosinstitut ha missbedömt konjunkturutvecklingen. Om arbetsmarknaden skulle förstär-

Diagram 7 Sysselsättning och styrränta i USA
Förändring i tusental respektive procent, säsongsrensade månadsvärden respektive dagsvärden



Källor: U.S. Department of Labour, Bureau of Labour Statistics och Federal reserve.

Diagram 8 UND1X-inflationen
Årlig procentuell förändring, kvartalsvärden



Anm: Riksbankens prognos från inflationsrapport 1 2005.

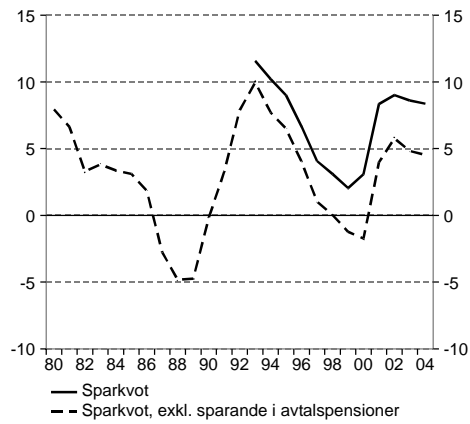
Källor: Statistiska centralbyrån, Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

Diagram 9 Hushållens förmögenhet och skulder
Procent av disponibel inkomst, kvartalsvärden



Källor: Statistiska centralbyrån och Konjunkturinstitutet.

Diagram 10 Hushållens sparande
Procent av disponibel inkomst



Källor: Statistiska centralbyrån och Konjunktur-
institutet.

kas snabbare än väntat finns det gott om tid att höja repo-
räntan eftersom inflationstrycket är mycket lågt, dvs.
bromssträckan är lång. Om arbetsmarknaden skulle för-
stärkas långsammare än väntat så är det än viktigare att
gasa lite mera nu för att påskynda sysselsättningsökningen.