



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

DNR

ANFÖRANDE

DATUM: 2010-11-24
TALARE: Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson
PLATS: Fastighetsvärdens konferens Fastighetsmarknaden 2011, Stockholm

Några problem i den svenska penningpolitiken och möjliga lösningar*

Vid det senaste penningpolitiska mötet i oktober reserverade jag mig mot majoritetsbeslutet och förordade i stället, liksom min kollega Karolina Ekholm, en oförändrad reporänta och en betydligt lägre räntebana som ökar i jämn takt till en nivå på 2,7 procent vid prognosperiodens slut. Min reservation vid detta och tidigare penningpolitiska möten beror på att jag ser flera problem i den nuvarande penningpolitiken.

I detta anförande vill jag presentera de problem som jag för närvarande ser i svensk penningpolitik, diskutera dessa problem och motivera min reservation samt föreslå möjliga lösningar.

En omotiverat stram penningpolitik

Penningpolitiken skall enligt Riksbankens (2010a) skrift Penningpolitiken i Sverige i enlighet med Riksbankslagen och dess förarbeten inriktas på att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå. I praktiken tycks dock Riksbanken under flera kvartal ha fört en stramare penningpolitik än vad som är motiverat givet vårt uppdrag. Denna politik har motiverats med argumenten att tillväxten är god, att räntenivån är mycket låg och behöver normaliseras, att husköpare behöver få signaler om högre framtida räntor, att ökningen i bostadspriser och hushållens skuldsättning behöver begränsas och att framtida finansiella obalanser annars skulle byggas upp. Samtidigt har prognosen för inflationen (mätt som KPIF) legat lågt i förhållande till inflationsmålet och prognosen för arbetslösheten legat högt i förhållande till vad som kan bedömas vara ett rimligt intervall på jämviktsarbetslösheten. Dessutom tyder forskning och praktisk erfarenhet på att de ränteökningar som skett och planeras förmodligen har små effekter på bostadspriserna och hushållens skuldsättning – och snarast obefintliga effekter på den finansiella stabiliteten.

* De synpunkter som framförs är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare. Jag vill tacka Claes Berg, Karolina Ekholm, Stefan Gerlach, Jesper Hansson, Per Jansson, Pernilla Meyersson, Ulf Söderström och Staffan Viotti för diskussion och synpunkter. Johanna Jeansson, Lina Majtorp och Magnus Åhl har bidragit till detta tal.

Flera problem i den svenska penningpolitiken

Enligt min mening finns det nu flera problem i den svenska penningpolitiken:

- Penningpolitiken tycks ha inriktats på att försöka begränsa ökningen av bostadspriser och av hushållens skuldsättning. Det saknas dock en ordentlig analys av huruvida bostadspriser och skuldsättning innebär något problem eller har någon betydelse för framtida inflation och resursutnyttjande. Samtidigt tyder en omfattande forskning på att styrräntan är ett olämpligt instrument för detta, eftersom den har små effekter på bostadspriserna samtidigt som den har betydande effekter på produktion, sysselsättning och arbetslöshet.
- Penningpolitiken tycks på senare tid ha inriktats på att bromsa tillväxten av BNP och därmed återhämtningen efter vad som internationellt kallas den stora recessionen. Detta genom att motivera räntehöjningarna med att den svenska ekonomin har god tillväxt, i stället för att framhålla den låga BNP-nivån och den höga arbetslösheten.
- Penningpolitiken tycks också, genom att hänvisa till den onormalt låga reporäntan, ha strävat efter att normalisera nivån på reporäntan. Det trots att reporäntan inte borde vara någon målvariabel för penningpolitiken utan bara ett medel utan inneboende värde.
- Räntebanan i Riksbankens huvudscenario ligger nu högt över marknadsförväntningarna, marknadsräntebanan enligt implicita terminräntor.¹ Den *avsedda* penningpolitiken – Riksbankens räntebana – är därmed betydligt stramare än den *faktiska* penningpolitiken – marknadsräntebanan. Att marknadsräntebanan skiljer sig från Riksbankens räntebana innebär att den avsedda räntebanan inte är trovärdig. Den mer expansiva faktiska penningpolitiken har sannolikt bidragit till den goda tillväxten och återhämtningen. Om räntebanan skulle bli trovärdig skulle dock långa marknadsräntorna öka betydligt och den faktiska penningpolitiken bli betydligt stramare. Detta riskerar att strypa återhämtningen. Högre långa marknadsräntor skulle också medföra en betydande kronförstärkning. En starkare krona skulle sänka inflationen och särskilt drabba exporten och innebära en ytterligare åtstramning av penningpolitiken, utöver ökningen av långa marknadsräntor.
- Den kronförstärkning som skulle följa av en trovärdig räntebana underskattas enligt min mening i Riksbankens huvudscenario. Det tycks bero på att man i huvudscenariot antar att långa utländska marknadsräntor är betydligt högre än vad de observerade marknadsräntorna är. Alternativt antas att långa utländska marknadsräntor kommer att skifta upp gradvis i samma takt som svenska långa räntor. Dessa frågor är dock inte ordentligt analyserade. Bakom detta ligger antaganden om att centralbankerna Federal Reserve, Europeiska centralbanken (ECB) och Bank of England kommer börja höja sina styrräntor långt innan vad marknadsprissättningen indikerar. Dessa antaganden förefaller orealistiska mot bakgrund av uttalande och signaler om fortsatta låga styrräntor från dessa centralbanker.

Jag vill föreslå följande möjliga lösningar på problemen i penningpolitiken:

- Välj konsekvent räntebanan så att den bäst stabiliserar inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå, oavsett om tillväxten är hög eller låg och oavsett om reporäntan är hög eller låg.

¹ De marknadsförväntningar och marknadsräntor som diskuteras i detta tal är de som rådde vid det penningpolitiska mötet i oktober.

- Om den så valda räntebanan skulle innebära ett hot mot den finansiella stabiliteten – av allt att döma en sällsynt situation – beakta detta och uteslut räntebanan om så är befogat, med tydlig motivering.
- Ta hänsyn till bostadspriser och hushållsupplåning i den utsträckning de påverkar prognosen för inflation och resursutnyttjande på kortare eller längre horisont.
- Om bostadspriser och hushållsupplåning i framtiden skulle utvecklas på ett ohållbart sätt eller bedömas innebära andra problem, använd andra och bättre medel att hantera detta än reporäntan. Att försöka bromsa bostadspriser och hushållsupplåning med reporäntan kan leda till höga reala kostnader i form av lägre produktion och sysselsättning och högre arbetslöshet. Innan rätt medel väljs måste dock problemen närmare preciseras.
- Börja beslutsprocessen med att göra en prognos för inflation och resursutnyttjande som betingas på marknadsförväntningarna enligt implicita terminräntor i Sverige och i utlandet, för att bedöma om en högre eller lägre räntebana än marknadsförväntningarna behövs.
- Gör sedan prognoser för inflation och resursutnyttjande betingade på alternativa räntebanor för att avgöra vilken räntebana som bäst stabiliserar både inflationen och resursutnyttjandet. Som diskuteras utförligare senare kan dessa prognoser konstrueras med användande av så kallade förväntade eller oförväntade avvikelser, beroende på om räntebanorna antas bli trovärdiga eller inte.
- Normalt bör den räntebana som utgör huvudscenariot väljas så att den bäst stabiliserar inflation och resursutnyttjande när den är trovärdig.
- Utgå i första hand från faktiska utländska marknadsräntor och marknadsförväntningar enligt implicita terminräntor och anta andra styrräntebanor för utländska centralbanker bara om det finns särskilda och tydliga skäl för detta. Som diskuteras utförligt senare kräver andra styrräntebanor än förväntade särskild behandling för korrekt bestämning av växelkurseffekten.

Stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå

I skriften Penningpolitiken i Sverige framgår att Riksbanken förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet även strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor och därmed bedriver en flexibel inflationsmålspolitik. Penningpolitiken går alltså ut på att välja den räntebana som bäst stabiliserar inflationen och resursutnyttjandet. Stabilisering av inflationen följer av Riksbankslagens mål om prisstabilitet. Stabilisering av resursutnyttjandet följer av förarbetenas betoning att Riksbanken, utan att åsidosätta målet om prisstabilitet, ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Bostadspriserna och hushållens skuldsättning

I argumentationen för att höja räntan mer än vad inflation och resursutnyttjande motiverar har utvecklingen av bostadspriserna och hushållens skuldsättning betonats. Det har också hänvisats till att finansiella obalanser skulle kunna komma att byggas upp. I denna argumentation framgår det dock inte vilken effekt reporäntan antas ha på bostadspriser och skuldsättning eller vilka finansiella obalanser som åsyftas. Inte heller framgår det vilka effekter och risker detta skulle innebära eller hur dessa kan värderas i förhållande till kostnaden av för låg inflation och för lågt resursutnyttjande.

Eftersom hushållens skulder övervägande består av bolån och bolånen används till att köpa bostäder så är bostadspriser och hushållens skuldsättning olika sidor av samma sak.

Om bostadspriserna ökar så ökar hushållens skulder. För att hushållens skulder ska öka långsammare måste bostadspriserna utvecklas långsammare.

Att bromsa ökningen av bostadspriser och hushållens skuldsättning är således samma sak. Oavsett om dessa faktorer utgör problem eller inte så är reporäntan av allt att döma ett olämpligt instrument för att påverka bostadspriser och skuldsättning. Enligt en omfattande teoretisk och empirisk forskning har förändringar i styrräntan liten effekt på bostadspriserna men en betydande effekt på produktion, sysselsättning och arbetslöshet. En typisk slutsats från denna forskning är att allt annat lika så sänker en höjning av styrräntan med 1 procentenhet bostadspriserna med ungefär 1,5 procent, men sänker på samma gång BNP med ungefär en tredjedel, det vill säga ungefär 0,5 procent. För att sänka bostadspriserna med 15 procent kan alltså räntan behöva höjas med hela 10 procentenheter. Då faller dock BNP med ungefär 5 procent. Dessa skattningar är givetvis osäkra, men de pekar på att den reala kostnaden i termer av BNP är mycket hög.²

Om bostadspriserna och hushållens skuldsättning skulle betraktas som ett problem så finns det mer effektiva instrument med mindre reala kostnader än styrräntan. Några exempel är det bolånetak som Finansinspektionen infört, skatt på eller begränsad avdragsrätt för bolån, fastighetsskatt, reservkrav för bostadslån, och så vidare. Som en jämförelse fungerar en höjd ränta inte bara som en skatt på bostadslån, utan också som en skatt på lån för produktion, investering och handel. Det medför i sin tur de stora reala kostnader som jag nämnde tidigare.

Är bostadspriserna och hushållens skuldsättning ett problem?

Mer allmänt anser jag att om bostadspriserna och hushållens skuldsättning betraktas som ett problem så måste problemet analyseras och specificeras närmare för att man ska kunna bedöma vilket medel som är lämpligast. Är problemet ett marknadsmisslyckande av något slag? Medför det en externalitet? Beror det på bristande låntagarinformation och är därmed en konsumentskyddsfråga? Först när problemet har specificerats kan lämpliga åtgärder bestämmas.

Så vitt jag kan bedöma finns det dock knappast några indikationer på att nuvarande bostadspriser och hushållens skuldsättning är något problem.

I Sverige utgör bolån inte något hot mot den finansiella stabiliteten. Det beror på att bolånen – till skillnad från i USA – är personliga (det som kallas full recourse). De leder inte till några kreditförluster av betydelse för bolåneinstituten. Inte ens under 1990-talskrisen ledde bolån till några kreditförluster att tala om – bankernas kreditförluster orsakades främst av lån till kommersiella fastigheter. Hushållens skuldsättning utgör alltså därför inte något hot mot den finansiella stabiliteten i Sverige.

Kan bostadspriser och hushållens skuldsättning innebära något annat problem? Jag kan inte se några indikationer på att bostadspriserna utgör en bubbla eller skulle vara ohållbara på längre sikt. Den husprisindikator som publiceras av The Economist brukar ge som resultat att svenska bostadspriser i jämförelse med våra hyresnivåer är övervärderade med uppåt 40 procent. Indikatorn bortser dock från att den svenska hyresregleringen gör att hyrorna är betydligt lägre än motsvarande marknadshyror. Det mesta talar för att nuvarande bostadspriser är förenliga med en hög efterfrågan och ett måttligt utbud. I Sverige finns heller ingen förekomst av "buy to let", bostadsköp i syfte

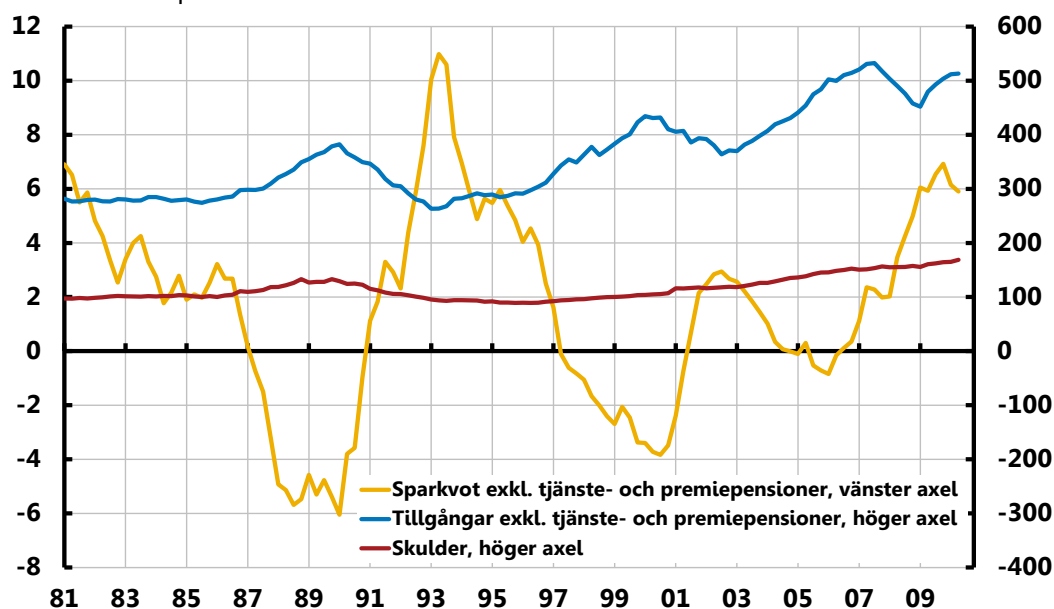
²Se till exempel Assenmacher-Wesche och Gerlach (2010), Bean, Paustian, Penalver och Taylor (2010), Del Negro och Otrok (2007), Dokko, Doyle, Kiley, Kim, Sherlund, Sim och Van den Heuvel (2009), Edge, Kiley och Laforge (2008), Iacoviello och Neri (2008), Jarocinski och Smets (2008) samt Walentin och Sellin (2010).

att hyra ut, utan endast "buy to live", bostadsköp för eget bruk. Bostäder köps alltså i första hand för att bo i, inte som ett investerings- eller spekulationsobjekt. Hushållen har dessutom starka balansräkningar. När det gäller att bedöma eventuell sårbarhet är nivåerna i balansräkningen viktigare än flödena. Det brukar göras en stor affär av att hushållens skulder nu är cirka 165 procent av den disponibla inkomsten och ökar (se diagram 1). Men samtidigt är hushållens förmögenhet uppe i cirka 500 procent av den disponibla inkomsten. Skuldernas andel av tillgångarna är dessutom stabil över tiden. Det genomsnittliga hushållet har således skulder som bara motsvarar en tredjedel av tillgångarna medan två tredjedelar av tillgångarna är eget kapital. En så låg belåningsgrad och ett så högt eget kapital utgör en stor buffert mot ett fall i bostadspriser.

De låntagare som har nya lån och således är högst belånade är enligt Finansinspektionens (2010) rapport inte alls särskilt sårbara och kan klara extrema stresstest med ökad arbetslöshet och prisfall på bostäder. Generellt har de även en mycket god betalningsförmåga, även vid ett betydligt högre ränteläge. Bankernas kreditbedömning och boendekostnadskalkyler är nämligen konservativa och utgår från höga bolåneräntor, från 6,5 procent upp till 10 procent. Vid en räntenivå på 7,5 procent har 92 procent av hushållen ett överskott i en så kallad kvar-att-leva-på-kalkyl med väl tilltagna schabloner för levnadsomkostnader. De flesta hushållen har mycket stora överskott, eftersom de största skulderna är koncentrerade hos hushåll med mycket höga inkomster. Vid en ökning av arbetslösheten med hela 10 procentenheter, det vill säga från knappt 9 procent till knappt 19 procent, och ett prisfall på bostäder på 20 procent har enligt rapporten bara 4,5 procent av dessa hushåll både ett underskott i kvar-att-leva-på-kalkylen och en belåningsgrad på över 100 procent.

Diagram 1. Hushållens förmögenhet, skuld och sparkvot

Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

En viktig omständighet är att hushållens sparkvot för närvarande är hög i ett historiskt perspektiv (se diagram 1). Detta tyder på att bolån inte används till att finansiera konsumtion i någon betydande omfattning. Det var annorlunda före 1990-talskrisen. I slutet av 1980-talet förekom betydande finansiering av hushållens konsumtion med hjälp av höjda bolån. Detta är en farlig situation eftersom fortsatta prisökningar då blir

en förutsättning för att kunna fortsätta höja bolånen och upprätthålla konsumtionen. Men det visar sig i en låg sparkvot. Sparkvoten i slutet av 1980-talet var starkt negativ. Detta indikerar att hushållen levde över sina tillgångar, vilket inte är en hållbar situation. Det var också fallet i USA före den senaste krisen, då sparkvoten också blev mycket låg och konsumtion finansierades med höjda bostadslån. Situationen i Sverige nu är alltså helt annorlunda.

Bopriserna kan förstås variera upp och ner på grund av ändrade reala förhållanden. De konsekvenser för penningpolitiken som orsakas av ett bostadsprisfall behöver dock inte vara alltför problematiska. Om det medför ett fall i konsumtionen är det en efterfrågechock som kan sänka både inflation och resursutnyttjande. Den kan dock i stor utsträckning motverkas med en mer expansiv penningpolitik, i synnerhet om en relativt hög andel låntagare med rörliga räntor skulle göra att penningpolitiken får ett större genomslag.³

Nivåerna är viktigare än tillväxten

Huvudbudskapet i de senaste penningpolitiska rapporterna är att den svenska ekonomin utvecklas starkt. BNP-tillväxten är god och arbetslösheten har börjat sjunka. Detta har motiverat räntehöjningarna. Men samtidigt är *nivåerna* på BNP, investeringar och export, fortfarande låga jämfört med nivåerna innan krisen. Samtidigt är nivån på arbetslösheten betydligt högre. Dessutom ligger KPIF-prognosen under målet.

I ljuset av detta ansåg jag vid mötet i oktober att det var bättre att hålla räntan oförändrad än att höja den. Att höja räntan bromsar uppgången i ekonomin, håller uppe arbetslösheten och håller nere KPIF-inflationen. Oförändrad ränta skulle däremot minska arbetslösheten så att den kommer närmare en normal nivå och öka KPIF-inflationen så att den kommer närmare målet. Detta framgår också i räntescenariot med oförändrad ränta i den senaste penningpolitiska rapporten. Diagram 2 visar huvudscenariots räntebana, en högre och en lägre räntebana samt motsvarande prognoser för KPIF-inflationen och arbetslösheten samt medelkvadratgapen för inflationen och arbetslösheten.⁴ Ett lägre medelkvadratgap för inflationen eller arbetslösheten innebär en bättre stabilisering av variabeln i fråga (se Svensson 2010a, b för mer diskussion). Medelkvadratgapen visar att den lägre räntebanan medför en bättre avvägd penningpolitik eftersom både inflation och arbetslöshet stabiliseras bättre.⁵

Att direktionens majoritet väljer att höja räntan trots att prognosen för inflationen ligger lägre än målet och prognosen för arbetslösheten är hög indikerar att penningpolitiken är inriktad på något annat än inflationen och resursutnyttjandet. Att den höga BNP-

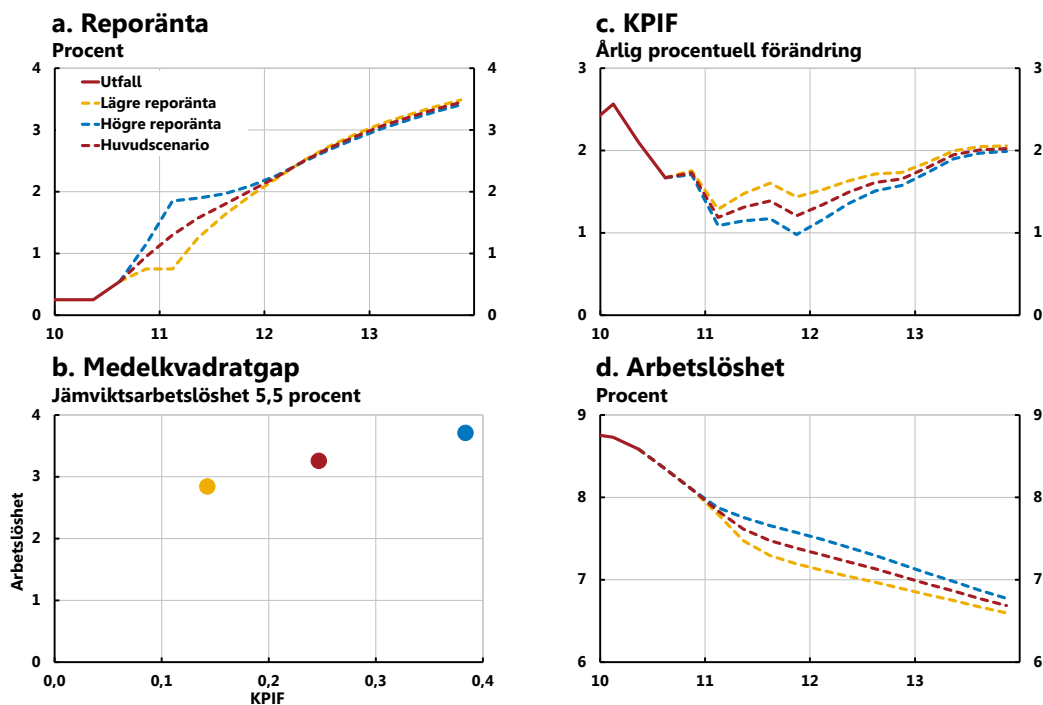
³ Se diskussionen vid penningpolitiska mötet i juli (Sveriges Riksbank 2010b) med min kritik av fördjupningen om bostadspriser i juli månads penningpolitiska rapport.

⁴ Medelkvadratgapet för inflationsprognosen definieras som $\sum_{\tau=0}^T (\pi_{t+\tau,t} - \pi^*)^2 / (T+1)$, där $\pi_{t+\tau,t}$ betecknar prognosen i kvartal t för inflationen i kvartal $t+\tau$. π^* betecknar inflationsmålet och T betecknar prognoshorizonten (normalt 12 kvartal). Medelkvadratgapet för arbetslöshetsprognosen definieras som $\sum_{\tau=0}^T (u_{t+\tau,t} - u^*)^2 / (T+1)$, där $u_{t+\tau,t}$ betecknar arbetslöshetsprognosen och u^* betecknar jämviktsarbetslösheten.

⁵ I diagram 2 används arbetslöshetsgapet, det vill säga skillnaden mellan arbetslösheten och jämviktsarbetslösheten, som mått på resursutnyttjandet. Jag bedömer att arbetslöshetsgapet är en mer robust, transparent och mindre manipulerbar indikator på resursutnyttjandet än alternativen. I väntan på nya och bättre skattningar bedömer jag dessutom att jämviktsarbetslösheten är ca 5,5 procent. Detta motiverar jag utförligare vid det senaste penningpolitiska mötet (Sveriges riksbank 2010c). Det är också enkelt att göra känslighetsanalys med olika antaganden om jämviktsarbetslösheten.

tillväxten används som ett argument för att höja räntan skulle kunna tolkas som att penningpolitiken i praktiken syftar till att bromsa tillväxten.

Diagram 2. Penningpolitiska alternativ, oktober 2010
Utländska räntor enligt huvudscenariot



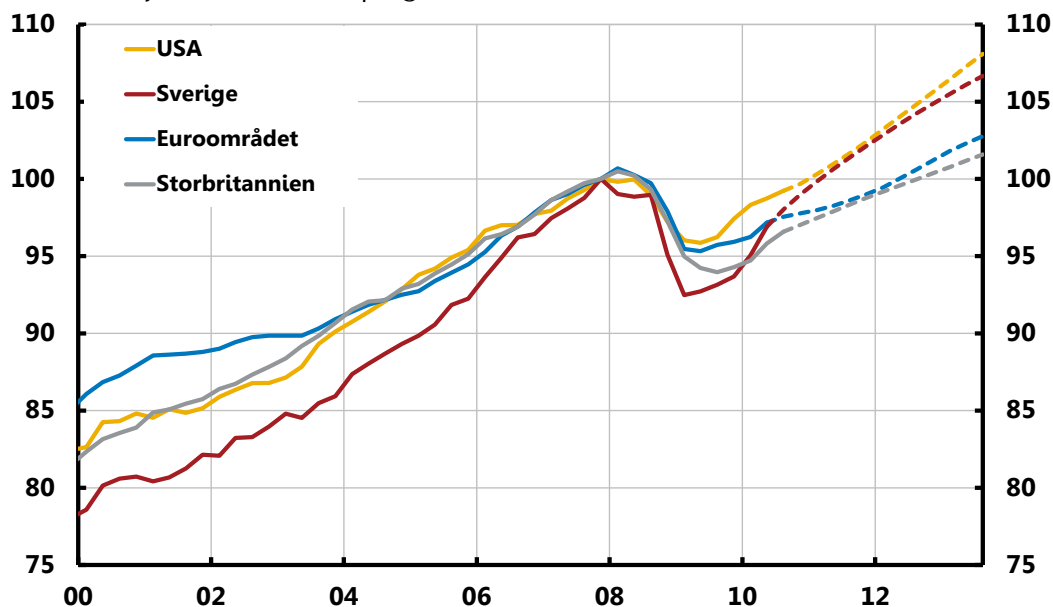
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3 visar hur BNP har utvecklats i Sverige, euroområdet, Storbritannien och USA. Jämfört med övriga ekonomier föll BNP mest i Sverige, sammanlagt nästan 8 procent. Svensk BNP har återhämtat sig till en nivå ungefär som i euroområdet, över den för Storbritannien men långt under den i USA.

Diagram 3. BNP i USA, Sverige, euroområdet och Storbritannien

Index. 2007 kv 4 = 100

Streckad linje är Riksbankens prognos från oktober 2010

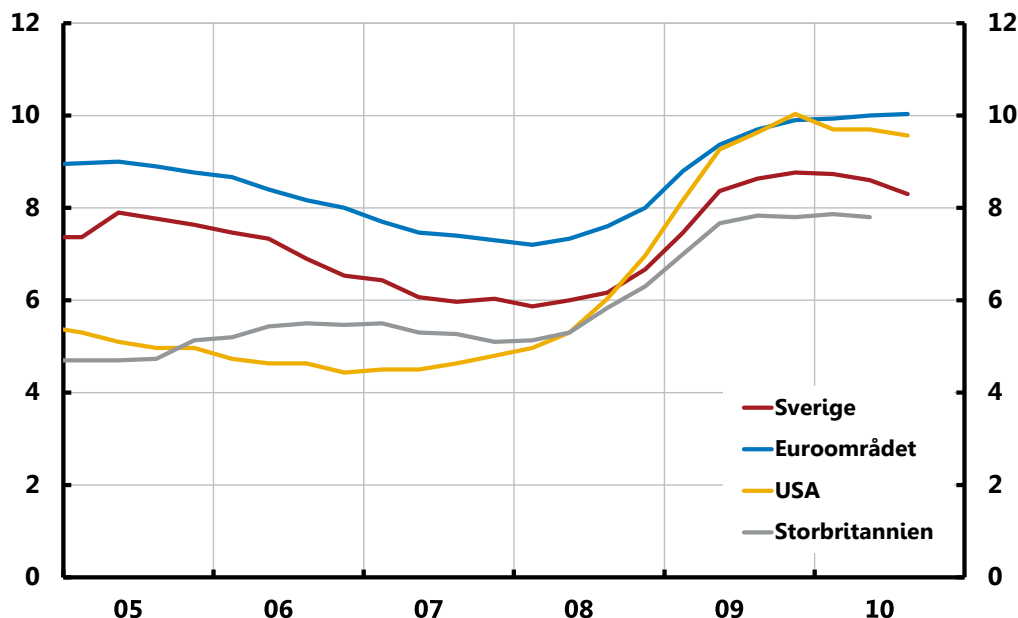


Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, SCB och Riksbanken

Man kan hävda att de övriga ekonomierna har betydande strukturella problem, inklusive problem i den finansiella sektorn. Sverige har drabbats av en ren efterfrågechock via exporten, men den svenska ekonomin har inga jämförbara strukturella problem i den finansiella sektorn eller i ekonomin i övrigt. Man kan då hävda att den *potentiella* produktionens nivå och kanske också dess tillväxt kan ha fallit mer i de övriga länderna än i Sverige. I så fall är produktionsgapet mer negativt i Sverige än i de övriga länderna, utom möjligtvis Storbritannien. Med produktionsgapet som mått på resursutnyttjandet är då läget inte särskilt bra i Sverige.

Diagram 4. Arbetslöshet i Sverige, euroområdet, USA och Storbritannien

Procent

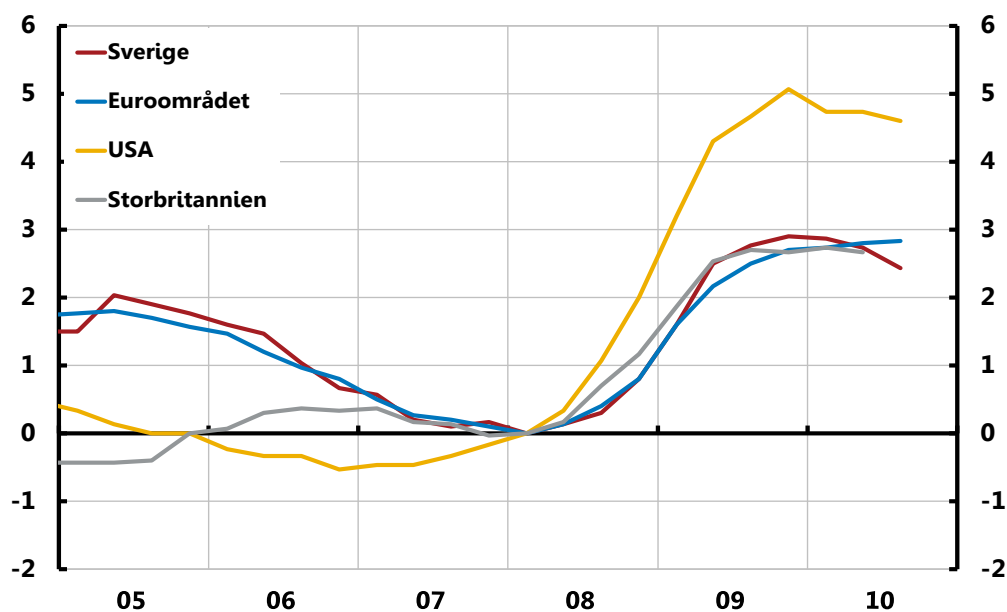


Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics och SCB

Arbetslösheten har ökat i Sverige, euroområdet, USA och Storbritannien (se diagram 4). Sedan första kvartalet 2008 har arbetslösheten gått upp mest i USA och ungefär lika mycket i Sverige, euroområdet och Storbritannien (se diagram 5).

Diagram 5. Arbetslöshet i Sverige, euroområdet, USA och Storbritannien

Procent. 2008 kv 1 = 0

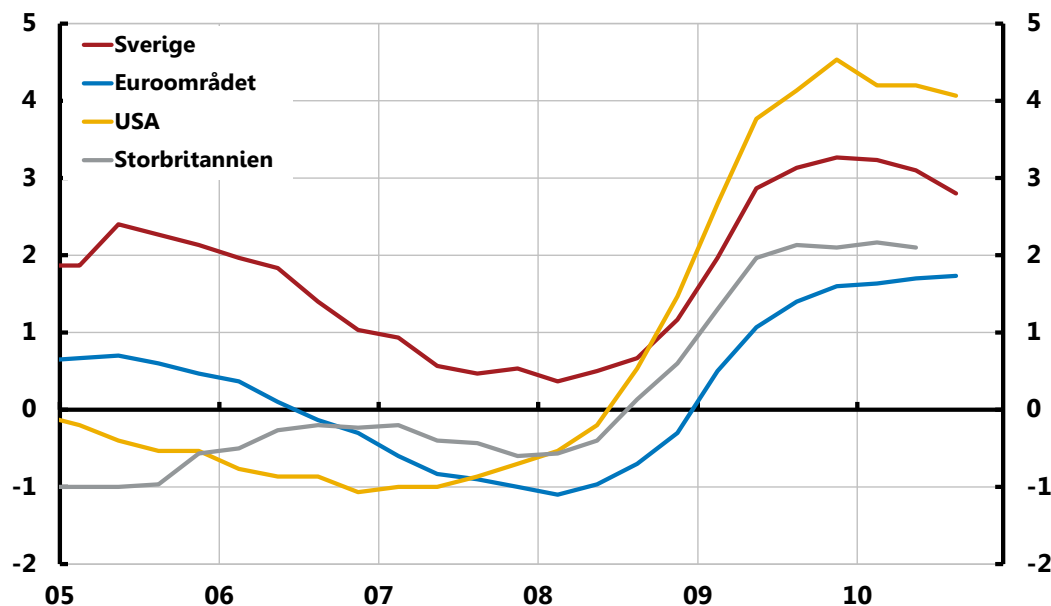


Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics och SCB

Arbetslöshetsgapet, skillnaden mellan arbetslösheten och jämviktsarbetslösheten visas i diagram 6. För Sverige antar jag att jämviktsarbetslösheten är 5,5 procent, och för de övriga ekonomierna används vanliga konventionella skattningar. Vi ser att

arbetslöshetsgapet är störst i USA, näst störst i Sverige och lägst i Storbritannien och euroområdet. Om vi antar att jämviktsarbetslösheten i Sverige är 6 procent i stället för 5,5 får vi samma rangordning av arbetslöshetsgapen. Om vi antar att jämviktsarbetslöshet är så hög som 6,5 procent i Sverige blir arbetslöshetsgapet ungefär lika stort som i euroområdet och Storbritannien.

Diagram 6. Arbetslöshetsgap i Sverige, euroområdet, USA och Storbritannien
 Procent. Jämviktsarbetslöshet: Sverige 5,5, euroområdet 8,3, USA 5,5 och UK 5,7



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics och SCB

Dessa nivådiagram över BNP och arbetslösheten ger onekligen en mer nyanserad bild av läget i den svenska ekonomin och nivån på resursutnyttjandet än att bara se på BNP-tillväxten. Mot bakgrund av dessa diagram kan man fråga sig varför det är motiverat att strama åt penningpolitiken i Sverige när centralbankerna i de övriga tre länderna fortsätter med en mycket expansiv penningpolitik.

I USA höll Federal Reserves ordförande Bernanke (2010) nyligen ett uppmärksammat tal där han konstaterade att prognosen för inflationen var för låg och prognosen för arbetslösheten för hög i förhållande till de nivåer som är förenliga med Federal Reserves mandat. Han drog därför följande slutsats: "given the Committee's objectives, there would appear – all else being equal – to be a case for further action". Senare har också Federal Open Market Committee (FOMC) annonserat fortsatt låga räntor och ett nytt program för köp av statsobligationer (kallat Quantitative Easing 2, QE2). Som vi sett i diagram 3 har USA:s BNP fallit mindre än Sveriges under krisen. Som jag noterade tidigare kan USA:s potentiella BNP mycket väl ha fallit mer än Sveriges. Ett rättvisande BNP-gap kan därför mycket väl vara mer negativt i Sverige än i USA.

Räntan är ingen målvariabel som behöver "normaliseras"

Ett annat argument för att höja räntan har varit att räntan behöver "normaliseras". Enligt detta argument skulle det – allt annat lika – vara bättre med en reporänta närmare en normal nivå. Eftersom räntan i nuläget är så onormalt låg, en "krisränta", så

bör den höjas eller i varje fall inte sänkas, även om det innebär att inflationsmålet uppfylls sämre och resursutnyttjandet blir ännu lägre än normalt.

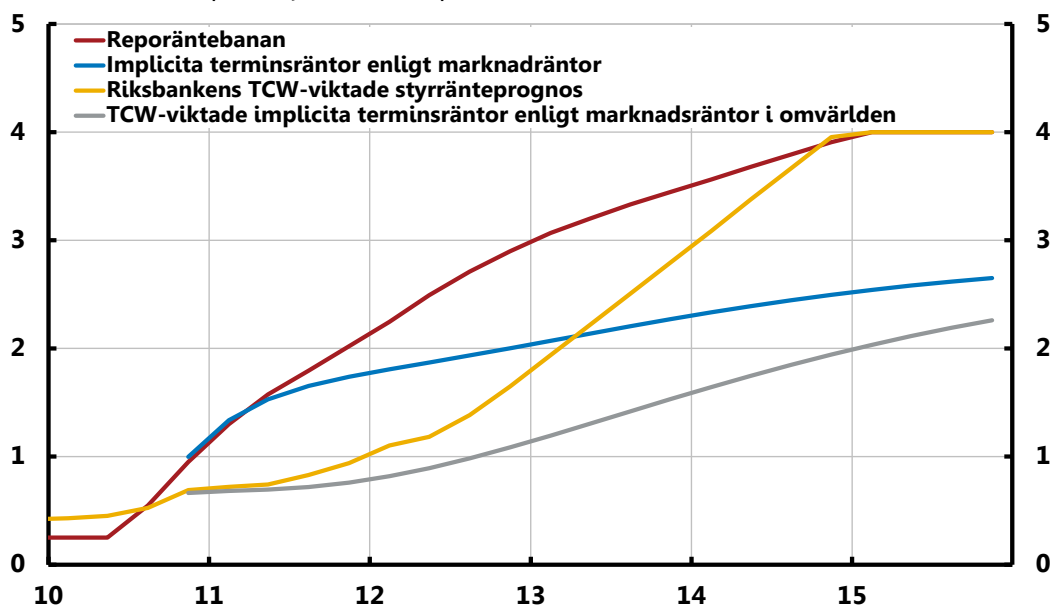
Jag håller inte med normaliseringsargumentet. Enligt min mening har räntan och räntebanan inget värde i sig – de är inte målvariabler. "Normal ränta" är inget mål för penningpolitiken. Varken i Riksbankslagen, dess förarbeten eller i skriften Penningpolitiken i Sverige finns det något stöd för detta. I stället bör räntan enligt min mening i alla lägen sättas så att inflation och resursutnyttjande bäst stabiliseras, oavsett om det kräver en onormalt hög eller låg ränta och oavsett om det är kris eller inte.

En räntebana långt över marknadsförväntningarna

Huvudscenariots räntebana ligger betydligt högre än marknadsförväntningarna enligt implicita terminsräntor. Räntebanan motsvarar alltså betydligt högre räntor än rådande marknadsräntor. Om räntebanan skulle bli trovärdig skulle den medföra en betydande uppgång i långa räntor och en betydande förstärkning av kronan, vilket skulle riskera att strypa återhämtningen av exporten och BNP, höja arbetslösheten och sänka inflationen.

Diagram 7. Räntebanan, implicita terminsräntor i Sverige och omvärlden och styrränteprognos för omvärlden

Procent. Terminspremiejusterade implicita terminsräntor.



Källor: Nationella källor, Riksbanken och egna beräkningar.

Resonemanget kan förklaras med hjälp av några diagram. I diagram 7 visar röd kurva räntebanan i huvudscenariot och blå kurva implicita terminsräntor enligt svenska marknadsräntor. Kurvorna har dragits ut till en horisont på fem år, bortom den vanliga treårshorisonten.⁶

Diagram 8 visar de avkastningskurvor som motsvarar kurvorna i diagram 7. Avkastningskurvorna visar korta och långa räntor, närmare bestämt en nollkupongränta som funktion av löptid enligt den horisontella axeln. Skillnaden mellan de röda och blå

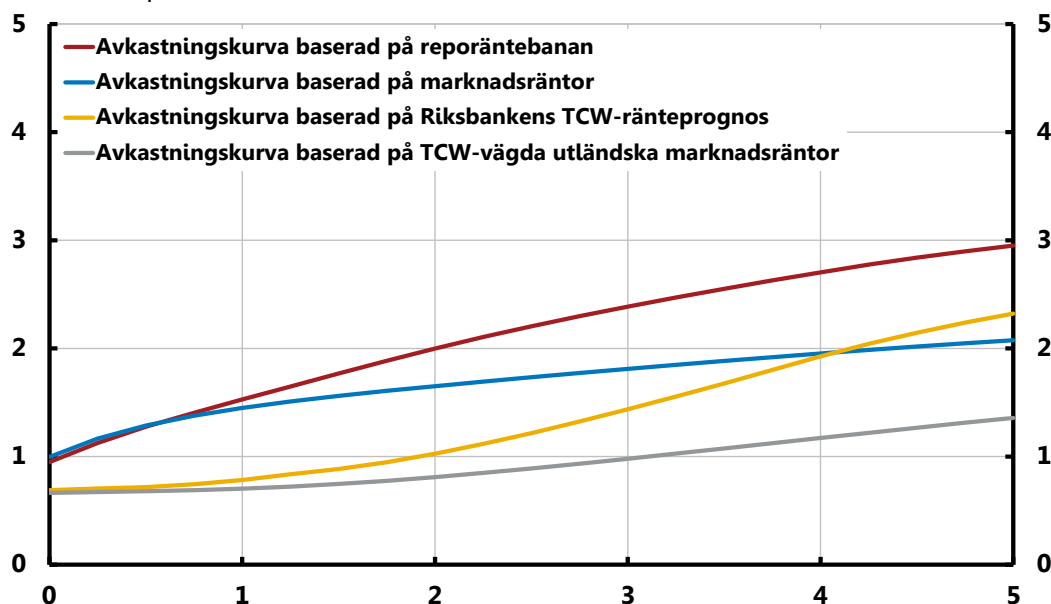
⁶ Jag har förlängt räntebanan bortom treårshorisonten så att reporäntan ökar i jämn takt upp till en långsiktig nivå på 4 procent.

avkastningskurvorna visar vad som skulle hända med räntor för olika löptider om räntebanan skulle bli trovärdig. Då skulle den blå avkastningskurvan skifta upp till den röda. En treårsränta skulle då öka med cirka 60 punkter och en femårsränta skulle öka med närmare 90 punkter.

Normalt är Riksbankens önskan och strävan att räntebanan ska bli trovärdig samt införlivas i marknadsförväntningarna och prisas in i marknadsräntorna. På så sätt får penningpolitiken störst genomslag. Denna gång verkar detta vara mindre önskvärt. Om räntebanan skulle bli trovärdig skulle långa räntor stiga drastiskt, vilket skulle innebära en betydande åtstramning av penningpolitiken jämfört med nuvarande situation. Enligt min mening bör dock huvudscenariots räntebana vara sådan att det är önskvärt att den snarast blir trovärdig om den inte redan är det. Det vill säga huvudscenariots räntebana bör väljas så att den bäst stabiliserar inflation och resursutnyttjande när den är trovärdig.

Diagram 8. Avkastningskurvor

Procent. Löptid i år.



Anmärkning: För att avkastningskurvorna i diagram 8 skall vara jämförbara med den avkastningskurva som motsvarar reporäntebanan är de terminspremiejusterade och konstruerade utifrån de terminspremiejusterade implicita terminsräntekurvor i diagram 7. De avviker således något från ojusterade nollkupongsavkastningskurvor.

Källor: Nationella källor, Riksbanken och egna beräkningar

Varför så måttlig kronförstärkning i huvudscenariot?

Huvudscenariot innefattar en ganska måttlig kronförstärkning. Varför är den inte större? Det finns två möjliga förklaringar och motsvarande tolkningar av huvudscenariot. Den ena är att huvudscenariot i realiteten antar högre långa utländska räntor än rådande marknadsräntor. Eftersom växelkursen påverkas av skillnaden mellan långa inhemska och utländska marknadsräntor, det vill säga mellan inhemsk och utländsk marknadsavkastningskurva, så kommer huvudscenariot då att underskatta kronförstärkningen.

I diagram 7 visar den grå kurvan TCW-viktade implicita terminsräntor enligt utländska marknadsräntor. I diagram 8 visar grå kurva motsvarande TCW-viktade avkastningskurva. Skillnaden mellan den blå och grå kurvan i diagram 8 för löptiden

fem år visar att rådande skillnad mellan en svensk och utländsk femårsränta är cirka 70 punkter. Skulle räntebanan bli trovärdig visar skillnaden mellan den röda och grå kurvan i diagram 8 att skillnaden mellan en svensk och en TCW-viktad utländsk femårsränta skulle stiga till cirka 160 punkter. Denna stora ränteskillnad i huvudscenariot borde ge upphov till en stor kronförstärkning. En sådan kronförstärkning skulle i sin tur bidra till en betydande åtstramning utöver höjningen av de långa räntorna, och särskilt slå mot exporten och inflationen. Förklaringen till att detta inte sker i huvudscenariot är att huvudscenariot utgår från högre långa marknadsräntor i omvärlden än de faktiskt rådande marknadsräntorna.

Närmare bestämt utgår huvudscenariot från en prognos för TCW-viktade utländska räntor som ligger betydligt över nuvarande marknadsförväntningar ett par år framåt. I diagram 7 visar den gula kurvan huvudscenariots prognos för TCW-viktade utländska räntor. Huvudscenariot utgår dessutom från att alla marknadsaktörer i Sverige och utlandet inte bara tror på räntebanan utan också tror på Riksbankens prognos för utländska räntor. Riksbankens huvudscenario antar att denna tro införlivas i marknadsförväntningarna för utländska räntor och prisas in i utländska marknadsräntor. Den gula kurvan i diagram 8 visar den utländska avkastningskurva som då skulle uppstå. I huvudscenariot antas alltså att utländska långa räntor är betydligt högre än rådande marknadsräntor (som är representerad av den grå kurvan i diagram 8). Skillnaden mellan en svensk och en utländsk femårsränta är då cirka 60 punkter, betydligt mindre än skillnaden ovan på cirka 160 punkter. Med den senare större skillnaden skulle huvudscenariot ge en betydligt större kronförstärkning.

Det är viktigt att förstå att det är den faktiska skillnaden mellan långa svenska och långa utländska marknadsräntor som påverkar rådande växelkurs. Detta gäller oavsett om dessa långa räntor motsvarar marknadsförväntade framtida korta räntor eller inte. Det gäller alltså oavsett om långa räntor påverkas av nedpressade terminspremier (till exempel till följd av Federal Reserves köp av statspapper) eller inte. Det gäller också oavsett om marknadsförväntningar är bra eller dåliga prognoser på framtida räntor. Det är alltså viktigt vilka antaganden som görs om långa svenska och utländska räntor.

Detta var den ena möjliga förklaringen till att huvudscenariot innefattar en så måttlig kronförstärkning. Den andra möjliga förklaringen och motsvarande tolkning av huvudscenariot kan beskrivas på följande sätt. I diagram 7 visar röd och gul kurva Riksbankens prognos för reporäntan respektive TCW-vägda utländska styrräntor. Samtidigt visar blå och grå kurva marknadens förväntningar för reporäntan respektive TCW-viktade utländska styrräntor. Om nu den faktiska reporäntan och de faktiska utländska styrräntorna över tiden utvecklas enligt den röda och gula kurvan så kommer marknaden att överraskas av att reporäntan och utländska styrräntor höjs snabbare än förväntat. Marknaden kommer då att gradvis skifta upp sina förväntningar om framtida räntor. Det vill säga, över tiden kommer blå och grå kurva skifta upp. Det innebär att motsvarande blå och grå avkastningskurvor i diagram 8 skiftar upp över tiden. Om de skiftar upp parallellt så ändras inte ränteskillnaden mellan långa svenska och utländska räntor och då uppstår ingen stor kronförstärkning.

Enligt den ena tolkningen av huvudscenariot antas alltså att långa utländska marknadsräntor är betydligt högre än vad de rådande observerade marknadsräntorna är. Enligt den andra tolkningen antas att långa utländska marknadsräntor kommer att skifta upp gradvis i samma takt som svenska långa räntor. I den penningpolitiska rapporten framgår inte tydligt vilken tolkning som avses. Frågorna kring de båda tolkningarna är inte ordentligt analyserade.

Orealistiskt antagande om utländska styrräntor

I båda dessa tolkningar av huvudscenariot spelar den höga TCW-viktade utländska styrräntebanan en viktig roll. Bakom huvudscenariots TCW-vägda räntebana ligger enligt min mening orrealistiska antaganden om att Federal Reserve, ECB och Bank of England kommer att börja höja sina styrräntor tidigare än vad som indikeras av rådande marknadsräntor. Både Federal Reserve och Bank of England antas till exempel börja höja sina styrräntor inom ett år.

Om man ska göra en prognos för utländska styrräntor som avviker från marknadsprissättningen anser jag att man bör fästa stor vikt vid de bedömningar som Federal Reserve, ECB och Bank of England själva gör och signalerar. De har bättre information om sina egna ekonomier, större resurser för analys och utredning och framför allt bättre information om sina egna planer. Enligt min mening bör man ha starka och tydliga skäl för att komma till en annan bedömning än vad dessa centralbanker själva uttalar och signalerar.

De uttalanden och signaler som kommit från Federal Reserve är knappast förenliga med en prognos om att de skulle börja höja sin styrränta under 2011. Jag syftar exempelvis på Bernankes (2010) tal och det senaste beslutet av FOMC om en ny omgång kvantitativa lättnader (QE2) som innebär att Federal Reserve kommer att köpa statsobligationer i jämn takt fram till sommaren 2011 i syfte att sänka långa räntor i USA.

När det gäller ECB är enligt min mening den bästa informationen och signalen den prognos som presenterades i ECB Staff Forecast (2010) i början av september. Prognosen är betingad på ett antagande att Eonia-räntan, dagslåneräntan i euroområdet, följer marknadsförväntningarna. Prognosen visar att inflationen blir lägre än ECB:s mål, "under men nära 2 procent", och att realekonomin blir svag. Om något tyder detta på att ECB kommer att följa en styrräntebana som ligger lägre än marknadsförväntningarna.

När det gäller Bank of England visar dess inflationsrapport i augusti (Bank of England 2010a) en prognos, som också är betingad på att styrräntan följer marknadsförväntningarna, där inflationen faller något under målet om knappt två år, där BNP-tillväxten är nära sitt historiska genomsnitt och där BNP-nivån fortfarande ligger under nivån innan krisen. Detta och protokollet från mötet i oktober (Bank of England 2010c) tyder inte på att Bank of England kommer att följa en styrräntebana som ligger över marknadsförväntningarna⁷

Om uttalanden och signaler från dessa centralbanker tyder på räntebanor i linje med eller lägre än marknadsförväntningarna är det enligt min mening inte rimligt att, som i huvudscenariot, anta utländska räntebanor som ligger klart över marknadsförväntningarna. I detta läge är det mer rimligt att åtminstone utgå från marknadsförväntningar enligt implicita terminräntor.

Ett skäl till att anta högre framtida styrräntor än marknadsprissättningen skulle kunna vara att dessa onormalt låga utländska nominella och reala räntor inte går att förena med Riksbankens vanliga modeller och de historiska mönster för hur utländsk inflation, BNP och ränta hänger ihop. Så låga reala räntor leder i normala fall till att utländsk BNP och inflation blir orimligt höga. Om verklighet och modell skiljer sig åt är det dock enligt min mening verkligheten som gäller. I nuvarande onormala tider passar modellerna och

⁷ Efter Riksbankens penningpolitiska möte har inflationsrapporten och protokollet för Bank of Englands möte i november publicerats (Bank of England 2010b,d). Det tyder inte heller på en styrräntebana över marknadsförväntningarna.

de historiska mönstren sämre och bör i stor utsträckning ersättas med bedömningar. Enligt min bedömning är prognoserna för utländsk inflation och BNP under nuvarande onormala förhållanden förenliga med de låga räntorna i utlandet.

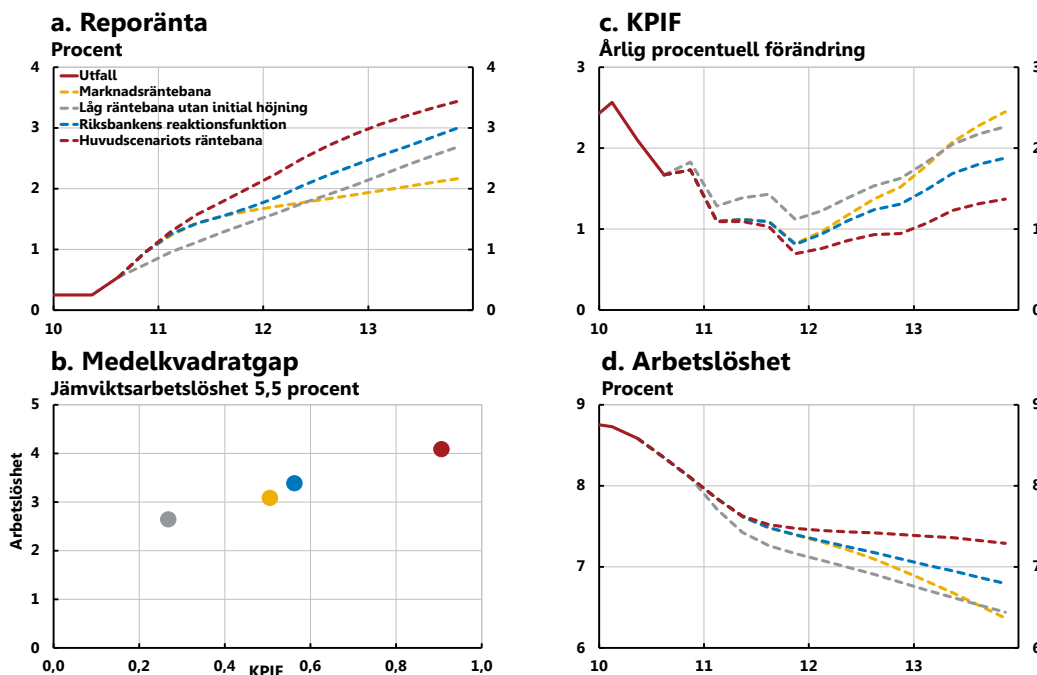
Penningpolitiska alternativ i oktober

Jag vill alltså hävda att huvudscenariots antagande om höga utländska styrräntor är orealistiskt och att det är mer rimligt att utgå från en prognos för utländska styrräntor som är förenlig med marknadsförväntningar om utländska räntor. Det innebär också att utgå från rådande faktiska långa utländska marknadsräntor när det gäller effekten på växelkursen.

Diagram 9 visar penningpolitiska alternativ, samtliga under antagandet om en prognos för utländska styrräntor enligt marknadsförväntningar, det vill säga en prognos för utländska styrräntor enligt den grå kurvan i diagram 7. Diagram 9a visar olika räntebanor. Röd streckad kurva, benämnd "Huvudscenariots räntebana", är huvudscenariots räntebana. Blå streckad kurva, benämnd "Riksbankens reaktionsfunktion", visar den räntebana som Riksbankens historiska reaktionsfunktion ger upphov till när utländska styrräntor är förenliga med rådande marknadsförväntningar. Gul streckad kurva, benämnd "Marknadsräntebanan", visar rådande marknadsförväntningar enligt implicita terminräntor för reporäntan. Grå streckad kurva, benämnd "Låg räntebana utan initial höjning", visar en räntebana med oförändrad reporänta i oktober och sedan en gradvis höjning upp till cirka 2,7 procent vid prognosperiodens slut, det vill säga den räntebana som Karolina Ekholm och jag föredrog vid det penningpolitiska mötet i oktober.

Diagram 9c och 9d visar med samma färger motsvarande prognoser för KPIF och arbetslösheten, där samtliga således är betingade på utländska styrräntor enligt marknadsförväntningar.

Diagram 9. Penningpolitiska alternativ, oktober 2010
Utländska styrräntor enligt marknadsförväntningar



Källor: SCB, Riksbanken och egna beräkningar.

Det framgår tydligt i diagram 9c och 9d att den låga räntebanan utan initial höjning ger det bästa utfallet, med KPIF-prognosen närmast målet och med lägst arbetslöshetsprognos. Detta illustreras också med hjälp av medelkvadratgapen i diagram 9b, där denna räntebana ger en punkt som motsvarar ett lägre medelkvadratgap för både KPIF och arbetslösheten. Medelkvadratgapet för arbetslöshetsgapet är beräknat utifrån en jämviktsarbetslöshet på 5,5 procent. Den låga räntebanan dominerar även om jämviktsarbetslösheten antas vara så hög som 6,5 procent.

Att döma av detta diagram skulle en ännu lägre räntebana kunna ge ett ännu bättre utfall för KPIF och arbetslösheten. Ett exempel på det är en räntebana som till en början sammanfaller med den grå räntebanan men därefter från mitten av 2012 övergår till den gula banan, som ges av marknadsförväntningarna. Det kan mycket väl vara så att en ännu lägre räntebana än så ger ännu bättre utfall för inflation och arbetslöshet. Det behövs dock en noggrannare analys och alternativa prognoser innan den bästa räntebanan kan fastställas, i synnerhet som så mycket av analysen vid detta beslutstillfälle inriktats på det enligt min mening orealistiska huvudscenariot.

Mot bakgrund av detta ansåg jag vid mötet att den grå räntebanan i diagram 9a, med oförändrad reporänta vid mötet och sedan en gradvis ökning till en nivå vid prognosperiodens slut på 2,7 procent, ungefär mitt emellan huvudscenariot och marknadsförväntningarna, tills vidare kunde vara en rimlig kompromiss, inför en ny genomgång till nästa penningpolitiska möte. En sådan genomgång kan som sagt mycket väl komma att ge en lägre räntebana som resultat.

Förslag på möjliga lösningar

Jag vill utifrån dessa resonemang föreslå följande möjliga lösningar på problemen i den svenska penningpolitiken:

Räntebanan bör konsekvent väljas så att den bäst stabiliserar inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en normal nivå, oavsett om BNP-tillväxten är hög eller låg och oavsett om reporäntan är hög eller låg.

Om den så valda räntebanan skulle innebära ett hot mot den finansiella stabiliteten – av allt att döma en sällsynt situation – bör detta tas i beaktande och denna räntebana utslutas om så skulle vara befogat. Detta bör då noga motiveras.

Hänsyn till bostadspriser och hushållsupplåning vid valet av räntebana bör tas i den utsträckning de påverkar prognosen för inflation och resursutnyttjande på kortare eller längre horisont. Om sådan hänsyn påverkar räntebanan bör detta noga motiveras. Till exempel bör det förklaras varför eventuella fördelar på längre sikt är större än eventuella nackdelar för inflation och resursutnyttjande på kortare sikt.

Om bostadspriser och hushållsupplåning i framtiden skulle utvecklas på ett ohållbart sätt eller bedömas innebära andra problem bör normalt bättre medel att hantera detta än styrräntan användas. Att med styrräntan försöka bromsa bostadspriser och hushållsupplåning kan leda till höga reala kostnader i form av lägre produktion och sysselsättning och högre arbetslöshet. Det finns flera medel som har större effekt på bostadspriser och hushållsupplåning än styrräntan och samtidigt har lägre reala kostnader. Allmänt gäller det att problemet behöver analyseras och preciseras, till exempel i form av vilket marknadsmisslyckande eller vilken externalitet eller vilket bristande konsumentskydd det utgör eller innebär, för att bestämma det medel som kan avhjälpa problemet närmast källan till lägst kostnad. Det lämpligaste medlet är förmodligen ett medel som för närvarande kontrolleras av andra myndigheter än Riksbanken.

För att undvika nuvarande problem med stora skillnader mellan räntebanan och marknadsförväntningar bör beslutsprocessen börja med att göra prognoser för inflation och resursutnyttjandet som är betingade på marknadsförväntningar för svenska och utländska räntor, det vill säga betingade på prognoser för reporäntan och utländska styrräntor i linje med implicita terminräntor för svenska och utländska räntor. Sådana prognoser gjordes av Riksbanken tidigare, innan prognoser betingade på en egen räntebana infördes, och görs för närvarande av Bank of England och ECB. Metoderna att göra sådana prognoser kan behöva förbättras. Dessa prognoser kan sedan användas som en utgångspunkt för att bedöma om en räntebana som avviker från marknadsförväntningarna behövs för att bäst stabilisera inflation och resursutnyttjande.

Beslutsprocessen kan sedan fortsätta med att prognoser för inflation och resursutnyttjande görs för alternativa räntebanor, för att bestämma vilken räntebana som bedöms bäst stabilisera inflation och resursutnyttjande. Sådana prognoser kan göras under två olika antaganden. Det ena antagandet är att den alternativa räntebanan blir trovärdig och inkorporeras i marknadsförväntningarna. Prognoser under detta antagande kan konstrueras med användande av så kallade förväntade avvikelser av räntebanan (Laséen och Svensson 2010 och Svensson 2010b). Det andra antagandet är att den alternativa räntebanan inte är trovärdig utan att marknadsaktörerna blir överraskade när utvecklingen av den faktiska reporäntan avviker från den förväntade.

■ Prognoser under detta antagande kan konstrueras med användande av så kallade oförväntade avvikelser av räntebanan. Vilket antagande som används bör bero på omständigheterna och särskilt motiveras.

Normalt bör huvudscenariots räntebana väljas så att den bäst stabiliserar inflation och resursutnyttjande när den är trovärdig. Utgångspunkten bör vara att analysen i den penningpolitiska rapporten/uppdateringen och annan kommunikation från Riksbanken bör vara så fullständig, genomtänkt och övertygande att den förmår ge trovärdighet åt räntebanan.

Prognoser för utländska styrräntor bör i första hand utgå från marknadsförväntningar enligt implicita terminräntor. Detta har fördelen att det inte blir någon motsättning mellan långa utländska marknadsräntor och prognosen för utländska styrräntor, vilket underlättar bestämningen av effekterna på växelkursen. Om särskilda skäl finns att anta prognoser för utländska styrräntor som avviker från marknadsförväntningarna bör detta särskilt motiveras. I sådana fall bör prognoser för inflation och resursutnyttjande konstrueras med användande av oförväntade avvikelser, där marknadsaktörerna blir överraskade av att utvecklingen av faktiska utländska styrräntor avviker från den förväntade. I sådana fall kommer växelkursbestämningen på ett korrekt sätt att utgå från utländska långa marknadsräntor även när Riksbankens prognos för utländska styrräntor avviker från den som impliceras av dessa marknadsräntor.

Referenser

Assenmacher-Wesche, Katrin och Stefan Gerlach (2010), "Credit and Bubbles", *Economic Policy* July 2010, 437–482.

Bank of England (2010a), *Inflation Report, August 2010*, www.bankofengland.co.uk.

Bank of England (2010b), *Inflation Report, November 2010*, www.bankofengland.co.uk.

Bank of England (2010c), *Minutes of the Monetary Policy Committee Meeting 6 and 7 October 2010*, www.bankofengland.co.uk.

Bank of England (2010d), *Minutes of the Monetary Policy Committee Meeting 3 and 4 November 2010*, www.bankofengland.co.uk.

Bean, Charles, Matthias Paustian, Adrian Penalver och Tim Taylor (2010), "Monetary Policy after the Fall," in *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, Federal Reserve Bank of Kansas City, www.kansascityfed.org.

Bernanke, Ben S. (2010), "Monetary Policy Objectives and Tools in a Low-Inflation Environment", tal vid konferensen *Revisiting Monetary Policy in a Low-Inflation Environment Conference*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 15 oktober 2010, www.federalreserve.gov.

Del Negro, Marco och Christopher Otrok (2007), "99 Luftballons: Monetary Policy and the House Price Boom across U.S. States", *Journal of Monetary Economics* 54, 1962–1985.

■ Dokko, Jane, Brian Doyle, Michael T. Kiley, Jinill Kim, Shane Sherlund, Jae Sim och Skander Van den Heuvel (2009), "Monetary Policy and the Housing Bubble", FEDS paper 2009-49, Federal Reserve Board, www.federalreserve.gov.

Edge, Rochelle M., Michael T. Kiley och Jean-Philippe Laforte (2008), "The Sources of Fluctuations in Residential Investment: A View from a Policy-Oriented DSGE Model of the U.S. Economy", rapport presenterad vid American Economic Associations årsmöte, 3–5 januari 2009.

European Central Bank (2010), *ECB Staff Forecast*, September 2010, www.ecb.int.

Finansinspektionen (2010), *Den svenska bolånemarknaden och bankernas kreditgivning*, www.fi.se.

Forslund, Anders (2008), "Den svenska jämviktsarbetslösheten – en översikt", Rapport till Finanspolitiska rådet 2008/4, www.finanspolitiskaradet.se.

Iacoviello, Matteo och Stefano Neri (2008). "Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model", Working Paper, Boston College.

Jarocinski, Marek och Frank R. Smets (2008). "House Prices and the Stance of Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 90, s. 339–365.

Laséen, Stefan, och Lars E.O. Svensson (2010), "Anticipated Alternative Instrument-Rate Paths in Policy Simulations", Working paper, www.larseosvensson.net.

Svensson, Lars E.O. (2010a), "Inflation Targeting", publiceras i Friedman, Benjamin M., and Michael Woodford, red., *Handbook of Monetary Economics, Volume 3a and 3b*, Elsevier.

Svensson, Lars E.O. (2010b), "Varför lägre reporäntebana?", tal vid Umeå universitet 24 februari 2010, www.riksbank.se.

Sveriges riksbank (2010a), *Penningpolitiken i Sverige*, www.riksbank.se.

Sveriges riksbank (2010b), *Penningpolitiskt protokoll från mötet 30 juni 2010*, www.riksbank.se.

Sveriges riksbank (2010c), *Penningpolitiskt protokoll från mötet 26 oktober 2010*, www.riksbank.se.

Walentin, Karl, och Peter Sellin (2010), "Housing Collateral and the Monetary Transmission Mechanism", Sveriges Riksbank Working Paper No. 239, www.riksbank.se.