



Klas Eklund,
Senior Economist SEB

DUELLEN

Räntehöjning - nu eller awakta?

Sverige står inför en kommande räntehöjning. Men alla är inte samstämmiga om när höjningen kommer att ske och med hur mycket. Klas Eklund menar att räntan nu försiktigt bör höjas, medan Lars E.O. Svensson reserverat sig emot övriga direktionsledamöter i Riksbanken och ansett att reporäntan borde lämnas oförändrad under en längre period.

PENNINGPOLITIKEN HAR i många länder målet att hålla inflationen vid en viss, låg nivå. Framgångarna för denna så kallade inflationsmålspolitik har varit påtagliga. Inflationen har blivit både låg och stabil. Men finanskrisen visar att framgången har en baksida. Många ekonomer menar att politiken alltför ensidigt koncentrerat sig på inflationen, vilket bidragit till andra problem såsom bubblor och krascher på finansmarknaderna. Därför måste Riksbanken ibland kunna höja räntan även om det inte är någon ko på inflationsisen.

"Det sunda förnuftet säger att vi nu bör höja räntan"

DE SENASTE ÅREN har reporäntan i Sverige och flera andra länder, däribland USA, legat nära noll. Den sänktes dit för att mildra effekterna av den djupa finanskrisen. Det var klokt och bidrog till att krisen inte utvecklades till en fullskalig depression. Men

nollränta måste ses som ett penningpolitiskt undantagstillstånd; det är inte ett önskvärt permanent tillstånd i en sund ekonomi.

NOLLRÄNTAN SKAPAR nämligen andra problem. Den bidrar till en alltför snabb kreditexpansion och till alltför högt risktagande, samtidigt som den blåser upp fastighetspriser. Därmed kan en låg ränta som ligger kvar alltför länge skapa finansiell instabilitet – som riskerar att skapa krascher och nya lågkonjunkturer på sikt. Sådana finansiella problem kan bli kostsamma.

PENNINGPOLITIKEN BÖR därför inte enbart styras av inflationen. Den bör också ta hänsyn till andra faktorer, såsom just finansiell stabilitet. I den meningen måste inflationsmålsstyrningen bli mer flexibel. Konkret betyder detta att den svenska riksbanken i dagsläget bör utnyttja det allt starkare konjunkturläget till att försiktigt höja räntan, bort från nödnivåerna nära noll.

EN DEL EKONOMER motsätter sig detta, med motiveringen att penningpolitikens ramverk blir mer otydligt då politiken får fler mål. Det blir mer komplext att fatta beslut och att utvärdera politiken när uppgiften inte bara är att hålla nere inflationen utan också att undvika finansiell instabilitet. I detta har de alldeles rätt. Och det är också ett gott skäl till att penningpolitiken framöver måste få fler instrument – inte bara ränta utan också olika regleringar mot för snabb och riskfylld kreditgivning.

MEN KOMPLEXITETEN är inte ett tillräckligt starkt argument mot räntehöjning. Verkligheten är ju komplex. Penningpolitik går därför inte att reducera till en uppsättning ekvationer som täcker alla eventualiteter. Penningpolitik är i praktiken att väga olika sorters alternativ mot varandra och försöka minimera risker i en värld som är svår att kvantifiera. I den verkligheten måste penningpolitiken präglas av sunt förnuft. Och det sunda förnuftet säger att vi nu bör höja räntan – även om del matematiska modeller mähända säger något annat.

"Det är inflationen och resursutnyttjandet som ska normaliseras, inte räntan"

VID DET penningpolitiska mötet den 30 juni reserverade jag mig till förmån för en räntebana där styrräntan lämnas oförändrad på 0,25 procent till och med december i stället för att börja höjas redan vid julimötet. En sådan räntebana skulle nämligen ge ett klart bättre utfall för både inflation och resursutnyttjande. Enligt Riksbankens prognos och därmed samlade bedömning från juni skulle KPIF-inflationen för den räntebanan bli något högre och närmare inflationsmålet. Arbetslösheten skulle samtidigt bli lägre och närmare en realistisk jämviktsnivå. (Givet de senaste årens stora skift i styrräntan är det nu mer rättvisande att mäta inflationen med indexet KPIF, som bortser från de direkta effekterna av styrräntan på konsumentprisindex, KPI.)

RIKSBANKEN BEDRIVER en "flexibel" inflationsmålspolitik som syftar till att stabilisera såväl inflationen som utnyttjandet av ekonomins resurser. Stabilisering av inflationen följer av Riksbankslagens mål om prisstabilitet. Skäl till stabilisering av resursutnyttjandet runt en normal nivå ges av förarbetena till lagen, där det sägs att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Det är också den tolkning en enig Riksbanksdirektion gör i skriften Penningpolitiken i Sve-

rige. Där står det 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 en styrräntebana så att inflationen och resursutnyttjandet enligt en samlad bedömning bäst stabiliseras runt inflationsmålet respektive en normal nivå. Krångligare än så är det egentligen inte. Ett förbättrat ekonomiskt läge är således inte något skäl att höja styrräntan tidigare om KPIF-inflationen och resursutnyttjandet fortfarande blir för låga. Sverige har drabbats hårt av krisen och prognosen i juni visade att arbetslösheten under de närmaste åren fortfarande skulle bli mycket högre än normalt.

ENLIGT MIN mening bör inte penningpolitiken inriktas på något annat än att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet. Penningpolitiken bör inte till priset av för låg inflation eller hög arbetslöshet "normalisera" räntenivån eller inriktas på att styra till exempel bostadspriser och kreditillväxt. Det är inflationen och resursutnyttjandet som ska normaliseras, inte räntan. Man ska inte blanda ihop mål och medel. Räntan är bara ett medel, inte en målvariabel. Penningpolitiken bör reagera på bostadspriser och kre-



Lars E.O. Svensson, vice riksbankchef

dittillväxt och andra indikatorer bara i den utsträckning dessa bedöms påverka den framtida utvecklingen av inflationen och resursutnyttjandet.

OM EN VISS räntenivå (för hög eller för låg) bedöms hota stabiliteten i det finansiella systemet kan dock detta motivera en justering av räntenivån. Men bara om detta hot av något skäl inte kan hanteras med andra, bättre medel. Den räntebana jag i juni reserverade mig till förmån för innebär dock inte något hot mot den finansiella stabiliteten.

I PRAKTIKEN ÄR styrräntan ett mycket ineffektivt, trubbigt och realekonomiskt kostsamt medel för att åstadkomma finansiell stabilitet. En effektiv politik för finansiell stabilitet kräver helt andra och bättre medel. Dessa medel inkluderar en s.k. systemriskbegränsande ("macroprudential") tillsyn och reglering med t.ex. skärpta kapitalkrav, som således inriktar sig på att begränsa risker i hela det finansiella systemet och inte bara i enskilda banker och finansiella institut. ■