

Konjunkturinstitutets repo- räntebedömning

Konjunkturinstitutets rekommendation avseende reporäntan utgår från Riksbankens mål om 2 procents inflation, samt att penningpolitiken, utan att åsidosätta inflationsmålet, bör främja ett stabilt resursutnyttjande särskilt på arbetsmarknaden. Den rekommenderade reporäntebanan beskriver en enligt Konjunkturinstitutets bedömning stabiliseringspolitiskt välavvägd penningpolitik utifrån institutets prognos för svensk ekonomi. Rekommendationen utgör således inte en prognos på den faktiska reporäntebanan som beslutas av Riksbanken. En orsak till avvikelser kan vara att Konjunkturinstitutet och Riksbanken gör olika prognoser för svensk ekonomi. En annan kan vara olika bedömningar av vad som är en stabiliseringspolitiskt välavvägd penningpolitik, t.ex. i vilken mån penningpolitiken bör vägledas av fastighetsprisutvecklingen.

Konjunkturinstitutets rekommendation vägleds av en strävan att minimera såväl UND1X-inflationens övergående avvikelser från 2 procent som resursutnyttjandets övergående avvikelser från den nivå som är förenlig med en stabil inflation på 2 procent. Resursutnyttjandet mäts med Konjunkturinstitutets arbetsmarknadsgap. Det är normalt inte möjligt att på kort sikt exakt uppnå vare sig 2 procents inflation eller noll i arbetsmarknadsgap. Den rekommenderade reporäntebanan bestäms därför normalt genom en välavvägd sammanvägning av framtida avvikelser av inflationen från 2 procent och av arbetsmarknadsgapet från noll.³ En restriktion är att den rekommenderade reporäntebanan ska upprätthålla trovärdigheten för inflationsmålet, bl.a. genom att leda till att den genomsnittliga inflationen på lång sikt blir 2 procent. Avvikelser från 2 procents inflation behandlas därför symmetriskt, dvs. det bedöms vara lika angeläget att återföra inflationen till 2 procent om den i utgångsläget understiger målet som om den i utgångsläget överstiger det. Även i övrigt övervägs endast reporäntebanor som bedöms vara allmänt rimliga. Detta utesluter t.ex. alltför tvära kast i reporäntan.

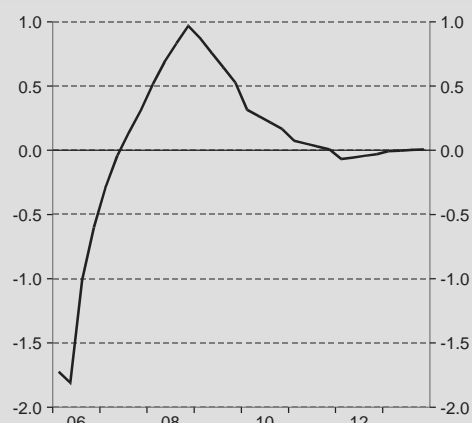
Nuvarande prognos både förutsätter och motiverar att reporäntan höjs de närmaste åren. Den i utgångsläget låga inflationen i kombination med ett lågt men snabbt stigande resursutnyttjande innebär att penningpolitiken de närmaste åren ställs inför ett dilemma. En tidig höjning av reporäntan riskerar att bromsa upp tillväxten för snabbt så att inflationen fortsätter att understiga målet. En lång period med mycket låg reporänta riskerar å andra sidan att leda till ett ohållbart högt resursutnyttjande och en

³ Ett sätt att illustrera denna metod är att minimera en s.k. förlustfunktion:

$$\sum_{t=0}^{\infty} (\pi_t - 0,02)^2 + \lambda A_t^2, \text{ där } \pi_t \text{ är inflationen och } A_t \text{ är arbetsmarknadsgapet i period } t. \text{ Metoden beskrivs bl.a. av Lars E. O. Svensson, se t.ex.}$$

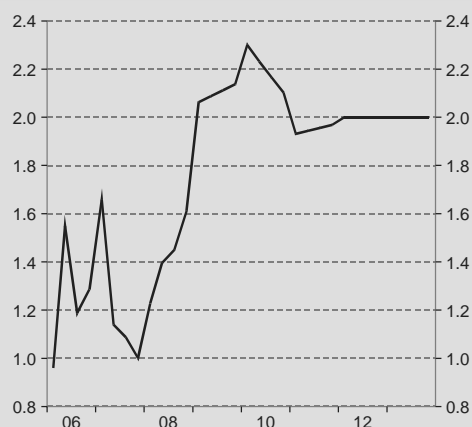
Svensson, Lars E. O., "Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting", www.princeton.edu/~svensson.

Diagram 50 Arbetsmarknadsgapet med rekommenderad reporäntebana
Procent, kvartalsvärden



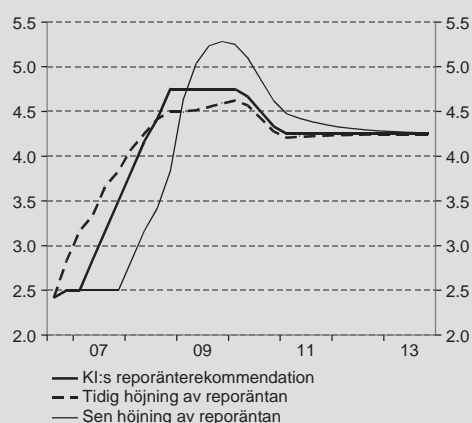
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 51 UND1X-inflationen med rekommenderad reporäntebana
Årlig procentuell förändring, kvartalsvärden



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 52 Alternativa reporäntebanor
Procent, kvartalsvärden



Källa: Konjunkturinstitutet.

alltför hög inflation. Den avvägning penningpolitiken står inför är därför när och hur snabbt reporäntan bör höjas.

Den ekonomiska utvecklingen 2006–2013 med rekommenderad reporäntebana

Den svenska ekonomin är inne i en konjunkturåterhämtningsfas, där de lediga resurserna på arbetsmarknaden snabbt tas i anspråk vid den rekommenderade reporäntebanan (se diagram 52). Det i utgångsläget negativa arbetsmarknadsgapet sluts således snabbt och blir positivt under andra halvåret 2007. Resursutnyttjandet blir ytterligare något ansträngt under 2008. Därefter bedöms arbetsmarknadsgapet falla tillbaka, bl.a. till följd av den då förhållandevis höga reporäntan (se diagram 50 och tabell 7).

Inflationen är låg för närvarande. Huvudsakliga förklaringar är det låga resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, med måttliga löneökningar som följd, samt en oväntad stark produktivitetstillväxt. Inflationen bedöms stiga i takt med att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden ökar framöver. Under 2009 och 2010 blir inflationen något över 2 procent (se diagram 51).

Denna prognos förutsätter att reporäntan höjs till 2,50 procent i slutet av augusti 2006, i enlighet med marknadsförväntningarna. Den i utgångsläget låga inflationen och det negativa arbetsmarknadsgapet bidrar till att Konjunkturinstitutet bedömer att reporäntan bör hållas kvar på 2,50 procent under de närmaste månaderna. Från och med andra halvåret 2007 blir resursutnyttjandet något ansträngt och inflationen stiger därefter mot 2 procent. Givet att Konjunkturinstitutets prognos förverkligas bör reporäntan därför höjas från 2,50 till 2,75 i april 2007 och därefter successivt till 4,75 procent i slutet av 2008. Penningpolitiken blir därmed åtstramande från andra halvåret 2008.

Tabell 7 Valda indikatorer 2006–2011

Årlig procentuell förändring respektive procent

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Kalenderkorrigerad BNP	4,5	3,4	2,7	2,2	1,9	2,1
UND1X	1,2	1,2	1,4	2,1	2,2	2,0
Arbetsmarknadsgap	-1,3	0,0	0,7	0,7	0,2	0,0
Reporänta ¹	2,50	3,50	4,75	4,75	4,25	4,25

¹ Vid årets slut.

Källa: Konjunkturinstitutet.

De överväganden som ligger bakom Konjunkturinstitutets bedömning av en välavvägd penningpolitik belyses här genom en jämförelse av den ekonomiska utvecklingen vid den rekommenderade reporäntebanan med den ekonomiska utvecklingen vid två alternativa reporäntebanor med hjälp av Konjunkturinstitutets simuleringsmodell KLEM (se diagram 52). Samtliga tre banor innebär att inflationen blir 2 procent och att arbetsmarknadsgapet blir noll på längre sikt. Det som skiljer banorna åt är

de övergående avvikelserna av inflationen och resursutnyttjandet från målsatta värden.

Utvecklingen med tidigare höjning av reporäntan

I ett första alternativscenari jämförs en bana där reporäntan höjs tidigare med Konjunkturinstitutets rekommenderade reporäntebana. I denna alternativa bana följer reporäntan marknadsförväntningarna fram till och med 2007 som de såg ut den 15 augusti 2006. Detta innebär att reporäntan höjs till 3,00 procent under 2006 och vidare till 4,00 procent 2007. Konjunkturinstitutet bedömer att penningpolitiken behöver bli åtstramande under 2008, varför reporäntan stiger mer än enligt marknadsförväntningarna till 4,50 procent 2008. Efter 2008 bestäms reporäntan av KLEM på ett sådant sätt att inflationen närmar sig inflationsmålet och arbetsmarknadsgapet närmar sig noll.

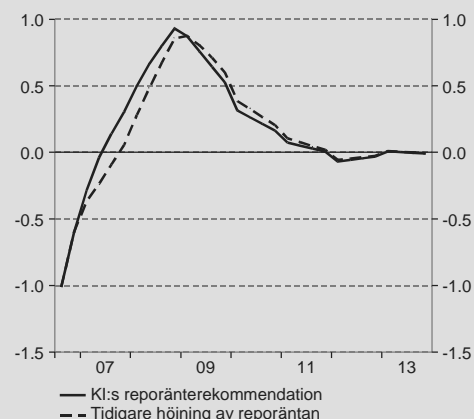
En tidigare höjning av reporäntan gör att resursutnyttjandet hålls tillbaka något under 2007 och 2008, bl.a. till följd av en starkare växelkurs (se diagram 53). Det lägre resursutnyttjandet och den starkare växelkursen innebär en sämre måluppfyllelse avseende inflationen under 2007 och 2008. Det lägre resursutnyttjandet under 2007 och 2008 innebär å andra sidan bättre måluppfyllelse avseende inflationen under 2009 och 2010 (se diagram 54).

Sett över hela perioden ger banan med en tidigare höjning av reporäntan en något sämre måluppfyllelse avseende inflationen om jämförelsen lägger lika vikt vid alla tidpunkter och särskild vikt vid stora målavvikelser.⁴ Däremot ger banan med en tidigare höjning av reporäntan en något bättre måluppfyllelse avseende arbetsmarknadsgapet. För att avgöra vilken reporäntebana som är stabiliseringspolitiskt bäst krävs således att övergående avvikelser från 2 procents inflation vägs i förhållande till övergående avvikelser från 0 i arbetsmarknadsgap. Vid en enligt Konjunkturinstitutet bedömning rimlig sammanvägning⁵ är den rekommenderade reporäntebanan något bättre än banan med en tidigare höjning av reporäntan. Skillnaderna i inflation och resursutnyttjande mellan de två banorna är dock förhållandevis små. Detta beror givetvis på att skillnaden mellan reporäntebanorna är förhållandevis liten (se diagram 52).

Utvecklingen med en senare höjning av reporäntan

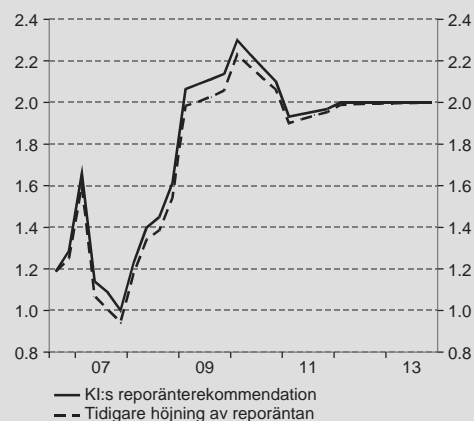
I det andra alternativscenariot, med en senare höjning av reporäntan, ligger reporäntan kvar på 2,50 procent under hela 2006

Diagram 53 Arbetsmarknadsgap
Procent, kvartalsvärden



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 54 UND1X-inflationen
Årlig procentuell förändring, kvartalsvärden



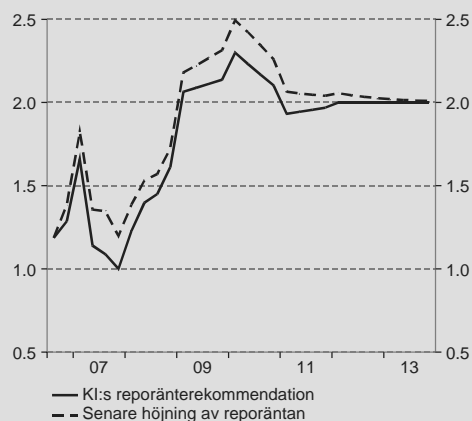
Källa: Konjunkturinstitutet.

⁴ Detta synonymt med att målavvikelsen i förlustfunktionen kvadreras.

⁵ En sammanvägning som stöder denna bedömning är att använda förlustfunktionen ovan med $\lambda = 1/2$, dvs. hälften så stor vikt vid varianser i arbetsmarknadsgapet som vid varianser i inflationen.

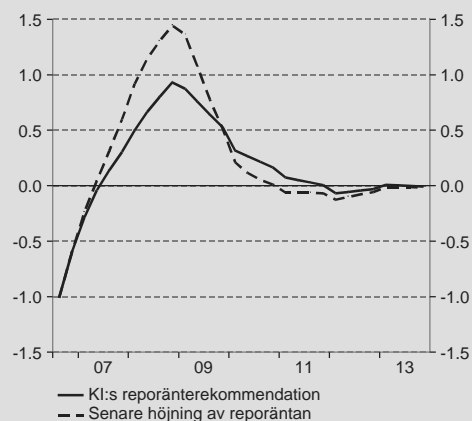
34 Finansmarknaderna

Diagram 55 UND1X-inflationen
Årlig procentuell förändring, kvartalsvärden



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 56 Arbetsmarknadsgap
Procent, kvartalsvärden



Källa: Konjunkturinstitutet.

och 2007. Därefter höjs reporäntan gradvis till 3,75 procent i slutet av 2008. Efter 2008 bestäms reporäntan av KLEM.

Banan med den senare höjningen av reporäntan ger en något bättre måluppfyllelse avseende inflationen än den rekommenderade reporäntebanan eftersom de stora avvikelserna under 2007 och 2008 reduceras (se diagram 55). Däremot blir måluppfyllelsen avseende resursutnyttjandet sämre eftersom resursutnyttjandet blir ännu mer ansträngt under 2008 och 2009 (se diagram 56). Om vikt endast läggs vid inflationen är således en senare höjning bättre än den rekommenderade reporäntebanan. Stabiliseringspolitiskt är det emellertid angeläget att även främja ett stabilt resursutnyttjande. Vid en enligt Konjunkturinstitutets bedömning rimlig sammanvägning är reporäntebanan med en senare höjning stabiliseringspolitiskt sämre. Även ur andra synvinklar, som t.ex. att reporäntan inte bör variera alltför mycket, bedöms den senare höjningen av reporäntan vara sämre.

Konjunkturinstitutets bedömning av en välavvägd penningpolitik baseras således bl.a. på simuleringsmodellen KLEM samt en symmetrisk och en systematisk sammanvägning av övergående målavvikelser för inflationen och arbetsmarknadsgapet. Metoden tillämpas dock givetvis inte mekaniskt. Om t.ex. osäkerheten i institutets prognos bedöms vara asymmetriskt fördelad kan detta avspeglas i den rekommenderade reporäntebanan. En restriktion är att övervägda banor för reporäntan ska vara förenliga med bibehållen trovärdighet för inflationsmålet. Övervägda banor ska vara allmänt rimliga och därför t.ex. inte innebära alltför tvära kast i reporäntan.

Nuvarande reporänterekommendation kan givetvis komma att ändras efterhand när ny information tillkommer och prognoser över såväl faktiska som potentiella variabler revideras.