

REALRÄNTAN OCH PENNINGPOLITIKEN

Det finns flera sätt att närma sig frågan om vad som är en långsiktigt önskvärd nivå på den penningpolitiska styrräntan. I föreliggande ruta diskuteras denna fråga med utgångspunkt från den tankesammanhang för penningpolitiken under en inflationsmålsregim som Riksbanken använder sig av.

Penningpolitiken påverkar inflationen främst via effekter på den samlade efterfrågan i ekonomin. När centralbanken höjer räntan, minskar efterfrågan i form av konsumtion och investeringar, vilket verkar återhållande på prisstegringstakten. En komplicerande omständighet i sammanhanget är emellertid att penningpolitiken i första hand styr de mycket kortsiktiga nominella räntorna, medan konsumtion och investeringar kan förmodas påverkas mer av långsiktiga reala räntor. Men eftersom realräntan över en viss tidshorisont är lika med den nominella räntan minus den förväntade inflationen över samma tidshorisont, kan penningpolitiken påverka realräntan – så länge inte varje penningpolitiskt framkallad förändring av den nominella räntan leder till en lika stor förändring av den förväntade inflationen.

Sambandet mellan realränta, inflation och penningpolitik diskuteras ibland med utgångspunkt från formler med ungefär följande utseende:

$$i_t = r_t^* + \pi_t^e + a(\pi_t^e - \pi^*) + b(y_t - y_t^p), \quad (1)$$

där a och b är koefficienter som är större än noll. Här betecknar i_t den nominella räntan som centralbanken bestämmer, π^* centralbankens inflationsmål och y_t den reala produktionen i ekonomin (BNP). Dessa variabler är observerbara, åtminstone i efterhand. Det gäller emellertid varken den förväntade inflationen (mätt över samma tidsperiod som räntan), π_t^e , eller de tänkta "jämviktsnivåerna" för realräntan (r_t^*) och produktionen (y_t^p).

Samband av denna typ kallas ofta för Taylorregler.¹⁴ Tanken är att den nominella räntan bör ligga över den "nominella jämviktsräntan" när den förväntade inflationen avviker från den målsatta. Hur mycket räntan bör avvika från jämviktsnivån beror emellertid också på konjunkturläget ($y_t - y_t^p$). När ekonomin är i jämvikt i den

14. Se Taylor, J.B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39.

bemärkelsen att den förväntade inflationen är lika med π^* och produktionen ligger på sin jämviktsnivå ($y_t = y_t^*$), är realräntan ($i_t - \pi_t$) också på sin jämviktsnivå (r_t^*). Om å andra sidan inflationen förväntas överstiga målet, önskar centralbanken hålla realräntan över jämviktsnivån (för givet konjunkturläge) och tvärtom.

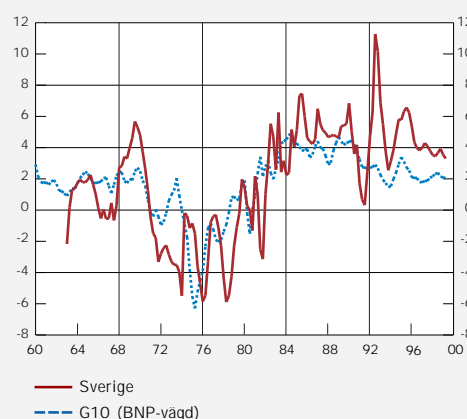
Även om ingen centralbank för en penningpolitik som exakt följer denna regel, har den (eller snarlika regler) visat sig användbar både för att ge en grov beskrivning av hur politiken faktiskt bedrivits i många länder, och av hur penningpolitiken skulle kunna läggas upp. En viktig insikt som regeln förmedlar är att nominalräntan, när det uppstår en positiv avvikelse mellan förväntad och målsatt inflation, måste höjas mer än den förväntade uppgången i inflationen. Detta är en förutsättning för att en höjning av nominalräntan ska vara liktydig med en höjning av den reala räntan.

En centralbank som önskar tillämpa regeln ovan måste, utöver sin inflationsprognos, bilda sig en uppfattning om nivåerna på den reala jämviktsräntan och jämviktsproduktionen (den senare ibland kallad den potentiella produktionen). Att det inte finns någon bestämd given och konstant *nivå* på jämviktsproduktionen är uppenbart. BNP har vuxit med omkring 2-3 procent per år de senaste hundra åren. Detta ger en fingervisning om tillväxttakten i den potentiella produktionen, men vi är tvingade att göra mer eller mindre tillförlitliga uppskattningar av denna föränderliga storhet.¹⁵ Den andra storheten av betydelse – jämviktsnivån på realräntan – kan inte heller direkt observeras, och det rådande empiriska kunskapsläget är knappast bättre än för den potentiella produktionens nivå.

Diagram R4 visar utvecklingen av ett mått på en kort realränta i Sverige och G10-länderna sedan 1960.¹⁶ Realräntan i fråga är skillnaden mellan en nominell tre-månadersränta och den *realiserade* inflationen under det närmast föregående året, snarare än den förväntade inflationen under de kommande tre månaderna. Det senare är det mått vi skulle vilja använda oss av för att få fram den teoretiskt relevanta realräntan, men något självklart mått på förväntad inflation finns dessvärre inte. För resonemanget i denna ruta är detta mätproblem dock inte så betydelsefullt, eftersom förväntad och realiserad inflation i genomsnitt kan antas följa samma utveckling.

Av diagram R4 kan vi sluta oss till att realräntans

Diagram R4. Kort realränta i Sverige och G10-länderna.
Procent



Källor: IMF, OECD och Riksbanken.

15. Se t.ex. Apel, M. och P. Jansson (1999), "System Estimates of Potential Output and the NAIRU", *Empirical Economics* 24.

16. I G10-länderna ingår Belgien, Frankrike, Holland, Italien, Japan, Kanada, Storbritannien, Sverige, Tyskland och USA.

utveckling i Sverige i stort sett följt utvecklingen i omvärlden. Realräntan föll fram till mitten av 1970-talet, steg därefter fram till slutet av 1980-talet (eller möjligen början av 1990-talet) och tycks sedan ha gått ned något igen.

Tabell R2. Kort realränta för olika länder under olika decennier.

Procent					
Period	G10	Tyskland	Japan	Sverige	USA
1960-1969	1,8	1,3	3,1	1,6	1,8
1970-1979	-0,8	1,5	-1,9	-2,0	-0,5
1980-1989	3,3	3,0	3,5	3,7	3,0
1990-1999:2	2,5	2,7	1,4	4,6	1,7
1960-1999:2	1,7	2,1	1,5	2,0	1,5

Anm. Kort realränta definieras som räntan på en nominell 3-månadersränta minus genomsnittlig inflation mätt som årlig förändringstakt i KPI de fyra senaste kvartalen.

Källor: IMF, OECD och Riksbanken.

Tabell R3. Lång realränta för olika länder under olika decennier.

Procent					
Period	G10	Tyskland	Japan	Sverige	USA
1960-1969	2,8	4,3	1,7	2,1	2,8
1970-1979	1,2	3,5	-1,3	1,4	1,4
1980-1989	3,4	4,1	2,9	3,2	4,0
1990-1999:2	3,5	3,8	2,2	4,1	3,2
1960-1999:2	2,7	3,9	1,3	2,7	2,9

Anm. Lång realränta definieras som en nominell lång statsobligationsränta (10-årig eller så nära denna löptid som möjligt) minus genomsnittlig inflation mätt som årlig förändringstakt i KPI de fyra senaste kvartalen.

Källor: IMF, OECD och Riksbanken.

I tabell R2 visas den genomsnittliga utvecklingen av den kortfristiga realräntan för olika länder och decennier samt för hela observationsperioden sedan 1960. För G10-länderna är genomsnittsvärdet under hela perioden knappt 2 procent men bakom denna siffra döljer sig betydande skillnader under olika decennier. Under 1970-talet var den genomsnittliga realräntan påtagligt negativ medan den under 1980- och 1990-talen låg klart över 2 procent. Detta antyder att jämviktsnivån för realräntan är en storhet som, liksom produktionens jämviktsnivå, kan variera kraftigt över tiden. Denna slutsats gäller också för realräntor med längre löptider, vilket visas i tabell R3. Den genomsnittliga realränteutvecklingen i Sverige tycks alltså i ganska stor utsträckning bero på den genomsnittliga internationella realränteutvecklingen. Denna har i sin tur uppvisat tämligen betydande variationer under olika tidsperioder.

Vilka faktorer kan tänkas ligga bakom de kraftiga skiften i det svenska och internationella realränteläget? På ett allmänt plan kan realräntans utveckling i olika länder sägas vara bestämd av förhållandet mellan sparande och investeringar på global nivå. Att kapital numera rör sig relativt fritt mellan länder betyder att den reala avkastningen på sparande och investeringar inte kan skilja sig åt alltför

mycket mellan länder. Detta förklarar varför utvecklingen i genomsnitt tenderar att vara ganska likartad i olika länder (se tabellerna R2 och R3). Någon total utjämning av realräntor mellan länder tycks emellertid ännu inte ha skett, vilket innebär att utvecklingen på kort sikt också kan påverkas av olika landspecifika faktorer, även i ett litet land som Sverige. Kraftiga konjunkturella skillnader mellan olika länder är ett exempel på en sådan faktor.

Jämförelser mellan de decennier som täcks av diagrammet och tabellerna försvaras emellertid av det faktum att kapitalmarknaderna var kraftigt reglerade under 1960- och 1970-talen. I en reglerad ekonomi är den gängse teorin om realräntan som en jämviktsskapande mekanism mellan sparande och investeringar inte tillämplig. Uppgången i realräntan under 1980-talet kan möjligen avspegla att regleringarna tidigare hållit den på en artificiellt låg nivå, men andra faktorer kan också ligga bakom uppgången.

Enligt resonemanget ovan kan vissa fluktuationer i realräntan också vara ett uttryck för en medveten penningpolitik. Principerna för penningpolitiken har emellertid lagts om i många länder, vilket också det gör jämförelser mellan t.ex. 1960- och 1990-talen vanskliga.

Vad säger då allt detta om läget i Sverige idag? Den korta realräntan i Sverige är för närvarande, så som den definieras i diagram R4, inte på en särskilt låg nivå, i ett historiskt och internationellt perspektiv. Å andra sidan vet vi också att den realiserade inflationstakten under några år varit lägre än den förväntade, vilket innebär att realräntan på senare tid antagligen är överskattad i diagram R4. Som påpekats ovan är jämförelser över tiden också vanskliga bl.a. på grund av förändringar i regler för kapitalrörlighet inom och mellan länder, för skattesystemets utformning och för växelkursens utveckling. Till yttermera visso säger regeln (1) att realräntan bör vara relativt hög när den prognostiserade inflationen överstiger inflationsmålet och/eller det råder högkonjunktur.

Några enkla räkneexempel kan belysa frågan. Antag att prognosen för inflationen på två års sikt låg exakt på målet, dvs. 2 procent, och att ekonomin befann sig ett neutralt konjunkurläge. Då borde den nominella tvåårsräntan vara lika med jämviktsnivån på realräntan plus den förväntade inflationen. Den senare är alltså i detta exempel 2 procent och låt oss approximera den förra med genomsnittet av den genomsnittliga korta och långa realräntan för Tyskland under perioden 1960-1999 enligt tabellerna R2 och R3, dvs. $(2,1 + 3,9)/2 = 3,0$ procent. I så fall borde den nominella tvåårsräntan ligga på ca 5 procent, vilket är ganska nära den svenska nivån i dagsläget. Anledningen till varför Tysklands ränteläge kan vara ett bra riktmärke är att penningpolitiken en längre

tid varit upplagd som i Sverige idag med en rörlig växelkurs och en inriktning mot låg inflation.

Om vi baserar kalkylen på motsvarande svenska ränteroter, fås en hypotetisk jämviktsnivå för nominalräntan som något understiger dagens nivå ($(2,0 + 2,7)/2 + 2,0 = 4,35$ procent). Upprepas beräkningen med det svenska ränteläget under 1990-talet som riktvärde, erhålls istället en nivå som överstiger dagens nivå ($(4,6 + 4,1)/2 + 2,0 = 6,35$ procent). Ingendera perioden är dock särskilt lämplig, 1960-talet därför att kapitalmarknaden var reglerad och 1990-talet därför att utfallet i så hög grad präglas av den kris svensk ekonomi genomgätt.

Dessa exempel visar att det med utgångspunkt från den historiska utvecklingen är mycket svårt att bilda sig en uppfattning om vad som kan vara en lämplig långsiktig nivå på reala räntor med en löptid på ungefär ett par år. I ett penningpolitiskt perspektiv består svårigheterna emellertid inte bara i att det är svårt att bilda sig en uppfattning om vad som är en lämplig genomsnittlig utveckling att ta avstamp i. Reporäntan är en mycket kort ränta, och någon detaljkunskap om hur den s.k. avkastningskurvan bör luta i intervallet två veckor till två år, när ekonomin befinner sig i långsiktig jämvikt, besitter vi inte. Den rådande nivån på lite längre räntor avspeglar dessutom förväntningar om att reporäntan kommer att höjas.

Riksbankens uppgift är att styra reporäntan så att inflationsmålet uppnås. Räntorna kommer då att variera beroende på t.ex. konjunkturläget. Sådana resonemang som förts ovan, om vad som kan tänkas vara en lämplig nivå på realränta på lång sikt, vägs in i det penningpolitiska beslutsunderlaget och påverkar Riksbankens inflationsbedömning. Vad inflationen bedöms bli ett till två år framåt i tiden är dock det som normalt avgör hur penningpolitiken läggs upp.