



ANFÖRANDE

DATUM: 2011-04-04
TALARE: Vice riksbankschef Karolina Ekholm
PLATS: Danske Markets, Stockholm

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

■ Räntan, växelkursen och inflationen*

Jag ska idag redogöra för mitt ställningstagande vid det senaste penningpolitiska mötet i februari. Men jag ska göra det relativt kortfattat – huvuddelen av mitt anförande kommer att fokusera på växelkursens betydelse i den penningpolitiska processen. Det finns inte någon målnivå för växelkursen, men eftersom den påverkar såväl inflation som resursutnyttjande är den av grundläggande intresse i Riksbankens analysarbete. Att den är svårprognostiserad betyder inte att man kan bortse ifrån den.

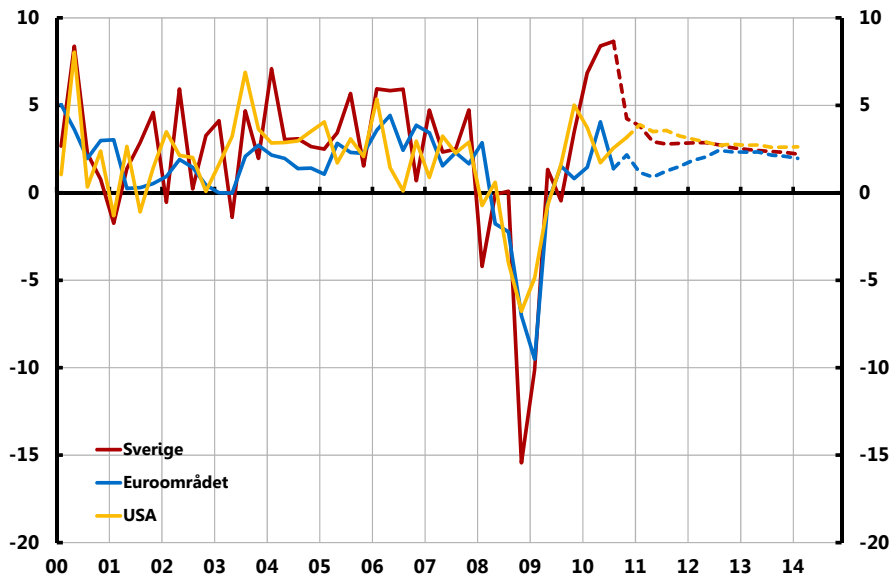
Det aktuella läget och det penningpolitiska beslutet

Majoriteten i Riksbankens direktion beslutade i februari att höja reporäntan till 1,5 procent och att revidera upp räntebanan något. Beslutet motiverades med att styrkan i den svenska ekonomin håller i sig. Till exempel växte BNP historiskt starkt under 2010 (se diagram 1). Utvecklingen på arbetsmarknaden är också fortsatt stark, med en arbetslöshet som har fallit något fortare än vad som var väntat vid det penningpolitiska mötet i december. Dessutom har inflationen ökat något mer till följd av högre energi- och råvarupriser. Också i omvärlden bedöms tillväxten sammantaget vara god. Utvecklingen i Europa är förvisso fortfarande osäker på grund av de statsfinansiella problemen i flera europeiska länder, men utsikterna i USA bedöms ha ljusnat något.

* De synpunkter som framförs är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare. Jag vill tacka Johanna Jeansson och Pär Österholm för stor hjälp med att skriva detta tal.

Diagram 1. BNP-tillväxt för Sverige, euroområdet och USA

Kvartalsförändringar i procent uppräknade till årstakt, säsongrensade data



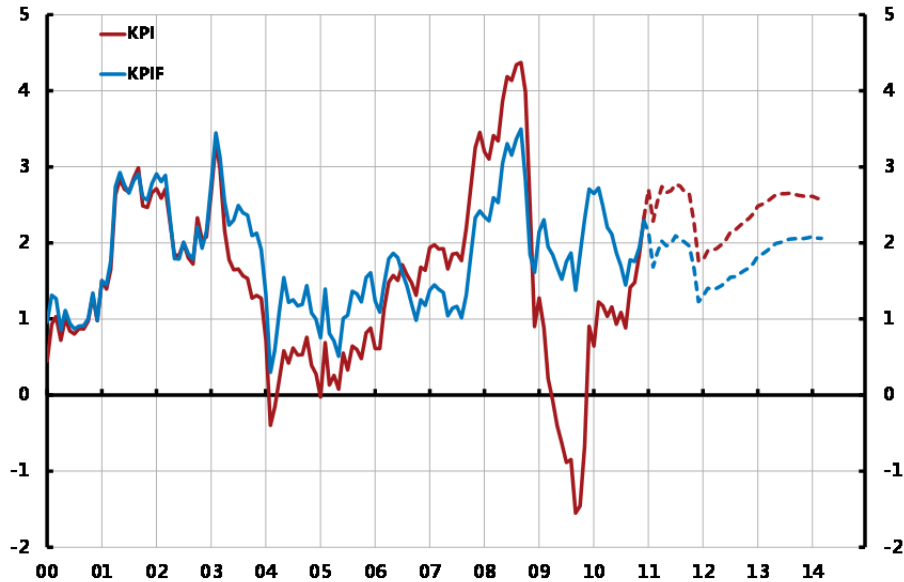
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, SCB och Riksbanken

Som ni säkert känner till har jag vid ett flertal tillfällen det senaste året reserverat mig mot de penningpolitiska besluten, inklusive det senaste i februari. Ett viktigt argument för mig har varit att ökade ränteskillnader mot utlandet kan ge effekter på växelkursen. Under framför allt hösten har mina reservationer i grund och botten handlat om att jag har varit skeptisk mot antagandet att utländska centralbanker kommer att höja styrräntorna i den takt som anges i Riksbankens huvudscenari. Detta har inneburit att huvudscenariots räntebana enligt min mening gett upphov till en väsentligt större ränteskillnad mot utlandet än vad som har antagits i Riksbankens prognos. Detta skulle kunna leda till att kronan förstärks mer än vad som ligger i denna prognos, vilket i sin tur skulle dämpa såväl inflation som resursutnyttjande. Min uppfattning har varit att en ytterligare förstärkning av den svenska kronan riskerat att leda till sämre måluppfyllelse och har motiverat mitt ställningstagande för en lägre reporäntebana än den beslutade.

Är jag inte oroad över att en lägre reporäntebana skulle innebära alltför hög inflation i ljuset av att inflationen under senare tid ökat till följd av högre energi- och råvarupriser? Det återstår att se hur bestående dessa ökningar blir. I vår senaste prognos, som utgick ifrån att dessa priser stabiliseras, hamnade den underliggande inflationen även i huvudscenariot under 2 procent under merparten av prognosperioden (se diagram 2). Utifrån denna prognos finns det alltså utrymme för en mer expansiv penningpolitik.

Diagram 2. KPI och KPIF

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

En sak som jag måste ta med mig till nästa penningpolitiska beslut är den stora skillnaden mellan inflation mätt med KPI och KPIF som vi såg i januari och februari. Skillnaden beror delvis på en beräkningsteknisk detalj som har att göra med räntekostnaderna för egna hem och som även leder till högre KPI-inflation under resten av året än vad som prognostiserades i den penningpolitiska rapporten i februari. Men det underliggande inflationstrycket i ekonomin är enligt min mening ännu lågt och detta återspeglas bland annat i de låga utfallen för KPIF-inflationen. Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin med fördröjning måste den vara framåtblickande. Den penningpolitiska betydelsen av tillfälliga variationer i KPI i närtid ska därför inte överdrivas. Men om de långsiktiga inflationsförväntningarna och lönebildningen riskerar att påverkas påtagligt måste man dock överväga att vidta åtgärder.

Hur ska man ta hänsyn till växelkursen?

Riksbanken har inget mål för växelkursen, men i en liten öppen ekonomi som den svenska är växelkursen en viktig bestämningsfaktor för såväl inflation som resursutnyttjande. Analys av växelkurser är dock ett erkänt svårt område. Jag ska förklara några av de svårigheter som analysen involverar och hur de påverkar min syn på hur växelkursen bör behandlas i den penningpolitiska analysen.

Växelkursens empiriska relation till ränteskillnader mot utlandet

Låt mig först klargöra mitt tidigare påstående att en större ränteskillnad mot utlandet än vad som prognostiserats i Riksbankens huvudscenario kan leda till att kronan förstärks mer än vad som ligger i Riksbankens prognos.

Den teoretiska grunden bakom detta är ett villkor som kallas öppen ränteparitet. Detta är ett teoretiskt fundamentalt begrepp som ofta används. Öppen ränteparitet säger att ränteskillnaden mellan två länder motsvarar den förväntade

■ förändringen i växelkursen under perioden ifråga. Till exempel, om ettårsräntan är 2 procentenheter högre i Sverige än i USA så är detta förenligt med en kronförsvagning om 2 procent mot US-dollar under året. Logiken bakom detta är att "riskfria" placeringar i olika valutor bör ha i stort sett samma förväntade avkastning.

Enligt öppen ränteparitet skulle alltså en högre ränta i Sverige än i utlandet förknippas med en förväntad framtida försvagning av kronan. Hur hänger då detta ihop med mitt påstående om att kronan skulle bli starkare som en följd av en ökad ränteskillnad mot utlandet? Svaret ligger i förväntningarna och vad som redan är prissatt på marknaden. Ett förenklat exempel kan förklara detta. Antag att räntan från början är lika hög i Sverige som i omvärlden. Då säger öppen ränteparitet att den förväntade framtida växelkursen är samma som dagens växelkurs. Om denna förväntning om den framtida växelkursen tas för given leder en oväntad ränteökning i Sverige till att kapital flödar in och kronan förstärks. Kronan förväntas nu försvagas framöver eftersom dagens kurs är starkare än den förväntade framtida kursen. Observera att kronan i genomsnitt kommer att vara starkare under perioden ifråga till följd av ränteuppgången i detta exempel. Kronan stärks alltså idag för att sedan röra sig mot samma förväntade framtida kronkurs som tidigare.

Det empiriska stödet för öppen ränteparitet är dock blandat.¹ Som i all empirisk analys är det svårt att isolera effekterna av just ränteskillnader på växelkursen. Dessutom finns det svårigheter att mäta förväntningar och det kan finnas friktioner på de finansiella marknaderna som gör att sambandet inte håller fullt ut. Men det finns knappast skäl att helt bortse från det bara för att det kan finnas andra faktorer som gör bilden mer komplicerad.

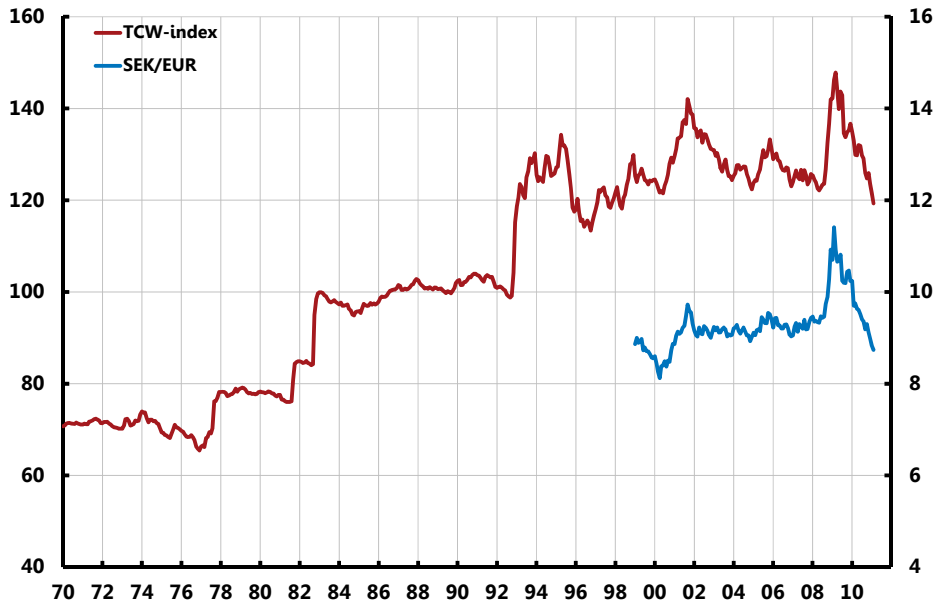
Växelkursen är volatil

En annan omständighet som komplicerar analysen är att rörliga växelkurser tenderar att vara mycket volatila. Detta åskådliggörs i diagram 3 som visar utvecklingen för kronans handelsviktade växelkurs. Diagrammet visar att kronan kan såväl försvagas som förstärkas förhållandevis mycket under relativt korta perioder. Exempelvis deprecierade kronan med knappt 20 procent i TCW-termer mellan andra kvartalet 2008 och första kvartalet 2009. Till detta bidrog oro på de finansiella marknaderna, något som tenderar att försvaga en förhållandevis liten valuta som den svenska. Därefter har kronan apprecierat kraftigt och ligger nu på ungefär samma nivå som innan den finansiella krisen.

¹ Se till exempel Chinn och Meredith (2004) för en översikt och Lothian och Wu (2011) för en nyligen publicerad empirisk studie.

Diagram 3. Nominella växelkurser

Index 1992-11-18=100 respektive kronor per euro



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Denna volatilitet är i sig ett argument för att en centralbank med inflationsmål inte ska ge växelkursrörelser överdrivet mycket fokus.² Om centralbanken skulle reagera på varje sådan rörelse skulle penningpolitiken också bli volatil. Detta är givetvis inte önskvärt då det kan innebära att centralbanken själv blir en källa till onödiga störningar i ekonomin.

En volatil växelkurs kan upplevas som särskilt problematisk om centralbanken låter växelkursen ha en mycket framskjuten position i analysen, exempelvis genom att förlita sig på så kallade Monetary Conditions Index (MCI). Ett sådant index avser att sammanfatta effekterna på inflationen och resursutnyttjandet av räntorna och växelkursen i ett enda mått. Lite förenklat kan tanken bakom ett MCI beskrivas som att om växelkursen förstärks bör räntorna, allt annat lika, kunna vara lägre och tvärtom. Under några av de inledande åren med inflationsmålsregim använde Riksbanken ett MCI i den penningpolitiska analysen.³ Syftet under denna period var att väldigt tydligt visa att växelkursen påverkar inflation och resursutnyttjande i en liten öppen ekonomi. Idag använder Riksbanken inte längre något sådant index som ett sammanfattande mått. En anledning till att MCI övergavs var risken att det kunde uppfattas alltför mekaniskt; när växelkursen försvagades tenderade det att på ett förenklat sätt användas som argument för en högre ränta och vice versa. Med tanke på att stora förändringar i växelkursen kan ske under korta tidsperioder innebär ett MCI där växelkursen har en hög vikt att det kan krävas mycket stora ränteförändringar för att kompensera för växelkursförändringarna.⁴

² Detta är nära relaterat till Krugmans (1989) påpekande att växelkurser är så volatila därför att fluktuationerna betyder så lite för ekonomin. Detta genereras genom en självförstärkande spiral där ökad volatilitet minskar växelkursens påverkan på handeln vilket i sin tur leder till en än mer volatil växelkurs.

³ Se Hansson och Lindberg (1994) för en beskrivning. Även Bank of Canada och Reserve Bank of New Zealand har använt sig av liknande mått.

⁴ MCI har dock även ifrågasatts på en rad andra grunder och bedöms idag av många inte vara en bra variabel att använda i den penningpolitiska analysen. Se till exempel Stevens (1998), Svensson (2001) och Europeiska Centralbanken (2002).

■ **Växelkursens genomslag på import- och konsumentpriser är osäkert**

Priset på importerade varor i konsumentledet bestäms delvis av växelkursen. Om kronan försvagas måste en importör generellt betala mer i kronor för en vara som köps utomlands. Importören måste välja hur detta ska hanteras. Ska priset höjas för att kompensera för det högre inköpspriset eller ska marginalerna minskas? Svaret på denna fråga beror på ett antal faktorer.

På kort sikt är det möjligt att importören undviker prisförändringar i så stor utsträckning som möjligt. Detta beror delvis på att prisförändringar är kostsamma i sig,⁵ men även på att företag ofta vill vårda sina kundkontakter genom att inte omedelbart vältra över sina ökade kostnader. Dessutom säkrar många företag sin utrikeshandel på valutaterminsmarknaden så att de inte påverkas av kortsiktiga växelkursförändringar.⁶

Just tidshorisonten är en viktig aspekt vid växelkursförändringar. Om förändringen bedöms vara tillfällig är det rimligt att anta att många företag undviker att ändra sina priser och att genomslaget därmed blir måttligt. Om den å andra sidan bedöms vara bestående torde genomslaget bli högre eftersom marginalerna annars permanent blir lägre (vid en depreciering av kronan). En viktig aspekt här är också konkurrenssituationen på marknaden. På en marknad som präglas av stark konkurrens är det svårare för ett företag att höja priserna utan att tappa försäljning.

Även det allmänna efterfrågeläget kan spela roll. Det är sannolikt lättare att höja priserna i en högkonjunktur då många inhemska konkurrenter också tenderar att höja sina priser än i perioder då den inhemska efterfrågan utvecklas svagt.

Empiriska studier tyder på att en försvagning av växelkursen med säg 4 procent höjer importpriserna med cirka 2 procent, det vill säga genomslaget är cirka 50 procent på kort sikt.⁷ Genomslaget på konsumentpriserna är mindre eftersom priset i Sverige för en importerad vara även bestäms av inhemska komponenter som till exempel löner, skatter och transportkostnader. Ett genomslag på cirka 15 procent inom ett år förefaller vara en rimlig bedömning.⁸

Diagram 4 illustrerar växelkursgenomslaget på importpriserna och konsumentpriserna. Det visar på ett tydligt samband mellan växelkursen och importpriserna. Sambandet mellan växelkursen och konsumentpriserna är svagare.

⁵ Så kallade menykostnader.

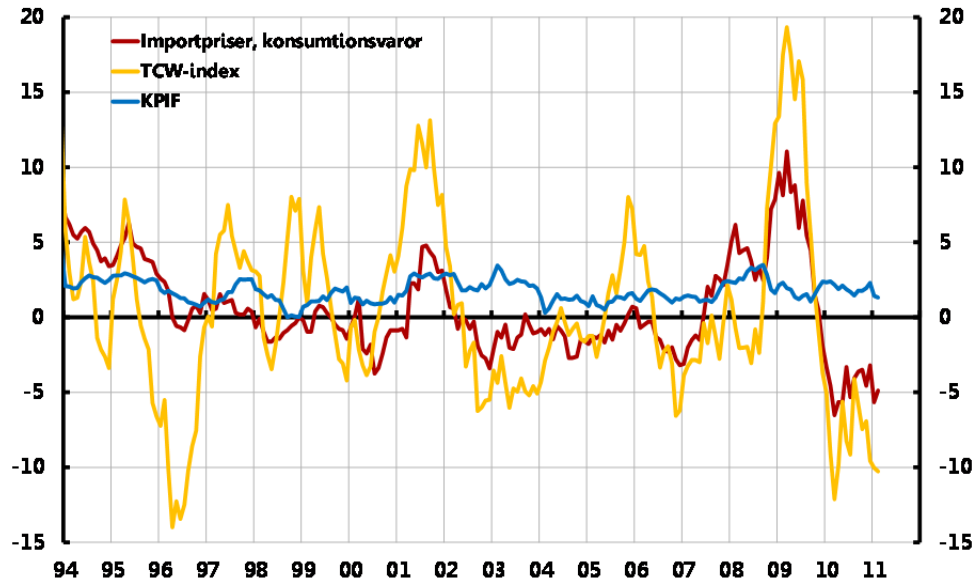
⁶ Detta innebär att ett företag har kontrakt om att köpa eller sälja en viss mängd valuta vid en framtida tidpunkt till en given växelkurs. Genom detta kan företaget eliminera växelkursrisken i sina utlandsaffärer.

⁷ Se till exempel Campa och Goldberg (2005) och Sveriges Riksbank (2001, 2004). På lång sikt är genomslaget högre; skattningar varierar mellan 80 och 100 procent (Sveriges Riksbank, 2001, 2004). Fullt genomslag är ett rimligt antagande på riktigt lång sikt när man beaktar bestående växelkursförändringar.

⁸ Se till exempel Ekholm (2010).

Diagram 4. Nominell TCW-vägd växelkurs, importpriser på konsumtionsvaror och konsumentpriser

Årlig procentuell förändring



Anm. Importpriserna avser konsumtionsvaror i producentledet. KPIF är KPI med fast ränta.
 Källor: SCB och Riksbanken

Växelkursens genomslag kan dock vara icke-linjärt så att små eller inga anpassningar görs vid små växelkursförändringar, medan relativt sett större anpassningar görs vid stora växelkursförändringar. Men det kan även vara så att relativt stora växelkursförändringar får liten eller ingen effekt på konsumentpriserna, beroende på så kallade sammansättningseffekter. Företag kan välja att importera andra produkter eller att importera från andra länder.⁹

Den reala växelkursens effekter på ekonomin

När växelkurser diskuteras bland allmänheten är det oftast den nominella växelkursen som avses. Ekonomer är dock mer fokuserade på den reala växelkursen, vilken visar priset på utländska varor uttryckt i svenska kronor jämfört med priset på svenska varor i kronor. Med andra ord speglar den reala växelkursen Sveriges köpkraft och konkurrenskraft. Ju starkare real växelkurs, desto högre köpkraft har en svensk krona i utlandet. Samtidigt innebär en starkare real växelkurs att svenskproducerade varor blir dyrare jämfört med utländska varor, och konkurrenskraften därmed svagare.

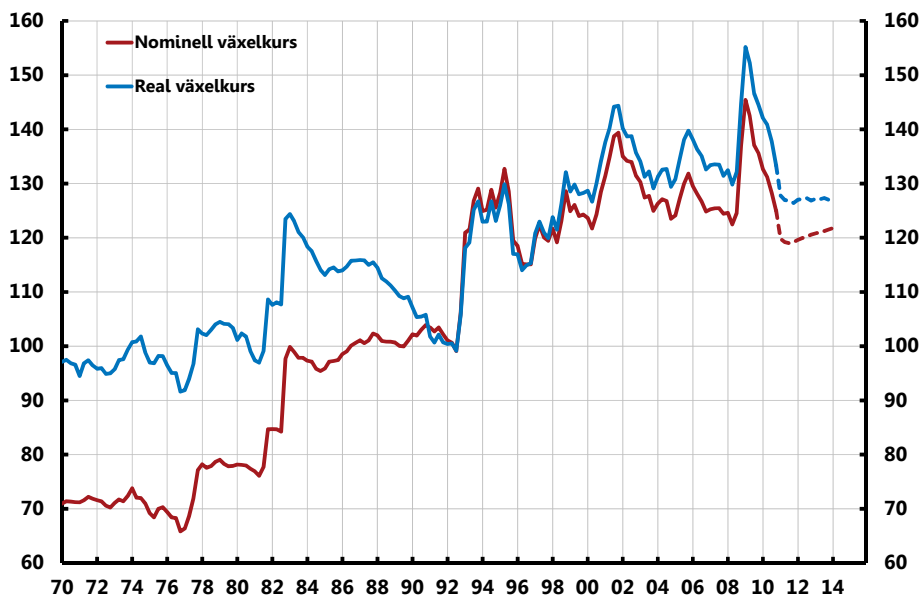
Den reala växelkursen är den som spelar störst roll för den reala ekonomin; den nominella växelkursen bör främst ses som ett tillgångspris som påverkar den reala växelkursen på relativt kort sikt. Som framgår av diagram 5 har nominell och real växelkurs samvarierat nära under inflationsmålsregimen. Det förklaras av att valutakurser som bestäms fritt på marknaden, som sagt, tenderar att vara volatila. Samtidigt har de flesta av Sveriges handelspartners ett penningpolitiskt ramverk som liknar vårt eget och skillnaden i inflationstakt är därmed generellt ganska liten. Den nominella växelkursen kan ändras snabbt, men priser

⁹ Se Marazzi m.fl. (2005) för en mer utförlig diskussion.

är i allmänhet mer trögrörliga. Sammantaget innebär detta att kortsiktiga fluktuationer i den reala växelkursen i stor utsträckning drivs av variationer i den nominella växelkursen.

Diagram 5. Nominell och real TCW-vägd växelkurs

Index, 1992-11-18=100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Real växelkurs har beräknats med svensk och TCW-vägd KPI.

Källor: SCB och Riksbanken

Rörelserna i den nominella växelkursen var mindre före 1992, då Sverige hade en regim med fast växelkurs, även om devalveringarna som genomfördes under 1970- och 1980-talen ledde till förhållandevis stora förändringar. Men även under perioder med fast nominell växelkurs skedde stora förändringar av den reala växelkursen. Dessa drevs av skillnader i inflationstakt mellan Sverige och omvärlden. Mellan 1982 och 1992 förstärktes den reala växelkursen kraftigt och den svenska konkurrenskraften urholkades därmed avsevärt.

Förändringar i den reala växelkursen påverkar ekonomin huvudsakligen via nettoexporten, där en försvagning av den reala växelkursen tenderar att öka nettoexporten. Lite förenklat leder den högre nettoexporten till ett ökat resursutnyttjande, högre löneökningstakt och därmed högre inflationstryck. De växelkurseffekter som uppstår på inflationen via nettoexporten kan således ses som betydligt mer indirekta än de via importpriserna som jag diskuterade tidigare.

Förändringar i den reala växelkursen kan medföra anpassningar i ekonomin som penningpolitiken kan behöva ta hänsyn till. Vid en real appreciering av kronan kan exempelvis exportföretag och importkonkurrerande företag behöva se över sina kostnader så att de återställer sin konkurrenskraft. Det kan bland annat ske genom att företagen genomför förändringar i verksamheten som höjer produktiviteten.¹⁰ Sådana anpassningar kan bidra till ett lågt inflationstryck eftersom ökad produktivitet sänker enhetskostnaderna. En annan möjlighet för vissa företag är att flytta verksamheten utomlands. För storföretag med bred

¹⁰ Se till exempel Ekholm m.fl. (2008). En press på företag att förbättra sin produktivitet kan ses som en positiv aspekt av en stark real växelkurs. Annars framhålls ofta en svag real växelkurs som fördelaktig för ett land då den gynnar dess exportföretag.

internationell verksamhet kan det i vissa fall vara förhållandevis lätt att styra om verksamheten så att kostnaderna uppstår i en annan valuta än svenska kronor. För mindre företag, som har all sin produktion i Sverige, är det dock generellt förknipat med stora kostnader att flytta verksamheten utomlands.

Penningpolitiskt beslutsfattande i ljuset av växelkursen

Låt mig nu säga några ord om hur det jag sagt hittills om växelkursen påverkar hur jag ser på de penningpolitiska analyserna och besluten.

Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin med fördröjning måste den bedrivas på ett framåtblickande sätt. Prognoser har därför en avgörande roll i analyserna och besluten. Växelkursen är samtidigt, liksom andra priser som sätts på finansiella marknader, mycket svår att prognostisera.¹¹ Men eftersom den spelar roll för utvecklingen i en liten öppen ekonomi som den svenska är det ändå viktigt att bilda sig en uppfattning om växelkursens utveckling.

Riksbanken försöker analysera och prognostisera utvecklingen för den handelsvägda växelkursen, det vill säga den svenska kronans värde gentemot en korg med Sveriges viktigaste handelspartners valutor. På grund av växelkursens volatila natur görs inga försök att fånga kortsiktiga variationer i den, utan fokus ligger på den mer långsiktiga trenden. Utgångspunkten är en statistisk modell där den reala växelkursen relateras till relativ BNP, bytesförhållande och utlandsställning.¹² Den slutgiltiga prognosen för växelkursen tar dock i beaktande att växelkursen både påverkar och påverkas av en mängd andra variabler, bland annat ränteskillnaden mot utlandet.¹³

Som jag nämnde tidigare bygger huvudscenariot i Riksbankens senaste penningpolitiska rapporter på en prognos med, enligt min uppfattning, för höga styrräntor i omvärlden. Ett tungt vägande skäl till att jag tror på lägre styrräntor är den statsfinansiella situation som råder i delar av omvärlden. I USA, Storbritannien och stora delar av euroområdet finns det litet eller inget utrymme för att finanspolitiken ska kunna användas för att ge återhämtningen extra skjuts. Då återstår bara en förhållandevis expansiv penningpolitik.

Dessutom ser jag en risk för att viljan att undvika starkare växelkurser leder till låga räntor i omvärlden generellt. När finanspolitiken inte kan användas för att stimulera den inhemska efterfrågan ligger det ju nära till hands att ställa sina förhoppningar till exporten. Då blir länderna ovilliga att låta växelkurserna röra sig i en riktning som leder till minskad konkurrenskraft för dem själva.

En konsekvens av min bedömning rörande de utländska styrräntorna är att huvudscenariots reporäntebana innebär en större ränteskillnad mot utlandet än vad som antas i Riksbankens prognos. Vid det senaste penningpolitiska beslutet var visserligen skillnaden mellan huvudscenariots prognos för utländska styrräntor och den som jag förordade betydligt mindre än under hösten 2010, men det handlade trots allt om en skillnad på drygt 50 baspunkter mot slutet

¹¹ När olika prognosstrategier har utvärderats så har det visat sig att det är svårt att överträffa en så kallad naiv prognos – det vill säga att använda dagens faktiska värde som prognos; se till exempel Meese och Rogoff (1983). Det finns dock ett antal studier som visar mer positiva resultat när det gäller möjligheterna att göra prognoser, till exempel Mark (1995) och Gourinchas och Rey (2007).

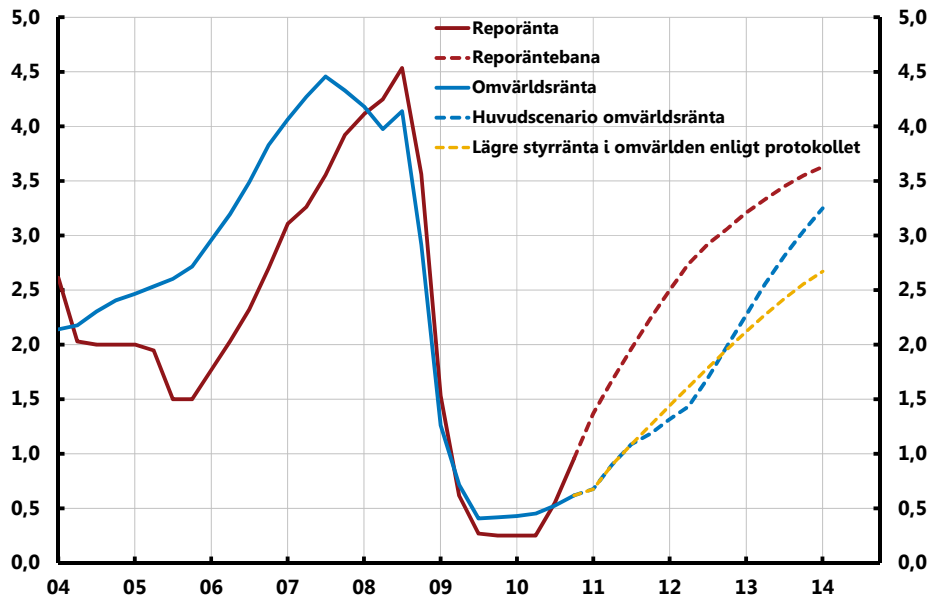
¹² Se Sellin (2007) och Lagerwall och Nessén (2009).

¹³ Det kan noteras att eftersom inflationstakten i Sverige tenderar att vara ungefär densamma som hos de flesta av Sveriges handelspartners liknar prognoserna för den nominella och den reala växelkursen varandra i hög grad.

av prognoshorizonten (se diagram 6). Det skulle kunna innebära att kronan förstärks mer än vad som ligger i prognosen.

Diagram 6. Styrränta i omvärlden och Sverige

TCW-vägd, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
 Källor: Respektive lands centralbank och Riksbanken

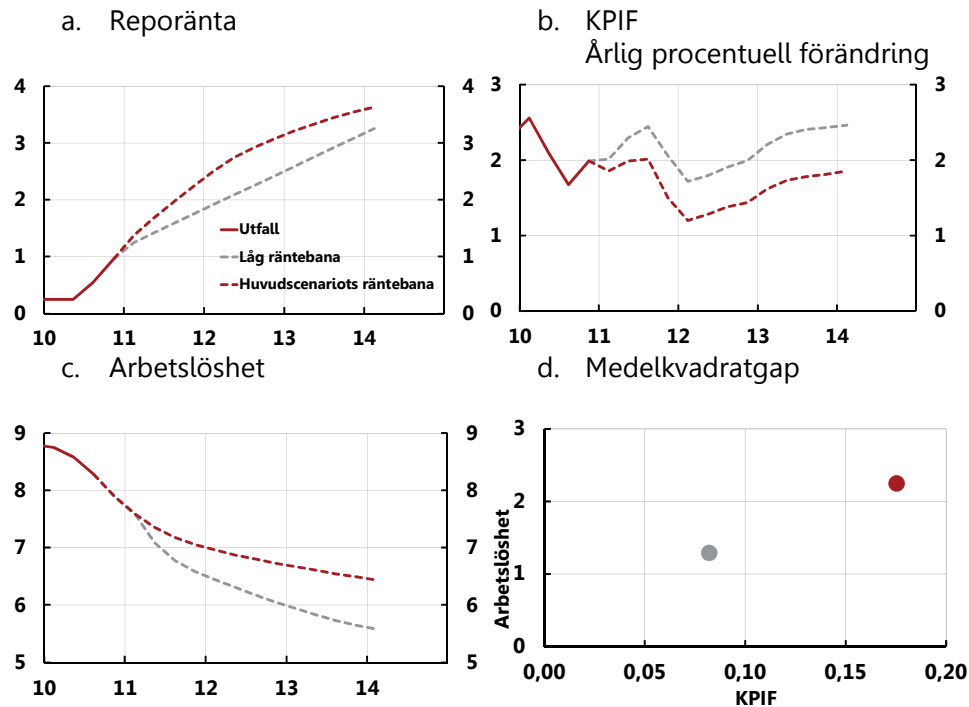
För att visa vad lägre omvärldsräntor skulle få för effekt på penningpolitiken i Sverige om de faktiska räntorna anpassade sig helt till Riksbankens räntebana vill jag visa ett underlag som lyftes fram i det senaste penningpolitiska protokollet. Diagram 7 visar modellsimuleringar av effekterna på KPIF och arbetslösheten enligt huvudscenariots räntebana och enligt den räntebana jag röstade för, under förutsättning att de utländska räntorna blir lägre än i prognosen, framför allt mot slutet av prognosperioden.¹⁴ Min föredragna reporäntebana, som når upp till 3,25 procent i slutet av prognosperioden, ger lägre arbetslöshetsprognos än huvudscenariots reporäntebana.

När det gäller KPIF-prognosen kan man kanske tycka att den ger en sämre måloppfyllelse för att den ligger över 2 procent mot slutet av prognosperioden. Men min bedömning är att det är en överskattning av inflationen. Inflationstrycket påverkas av resursutnyttjandet och man kan nog förvänta sig att det resursutnyttjande som är förenligt med oförändrat inflationstryck faktiskt kommer att stiga under prognosperioden. Det är vanligt vid djupa nedgångar att arbetsmarknaden initialt fungerar sämre eftersom de jobb som har försvunnit typiskt sett är annorlunda än de som kommer till när ekonomin återhämtar sig. Så småningom börjar den dock fungera mer normalt. I så fall kommer kanske inflationstrycket mot slutet av prognosperioden att vara betydligt lägre än vad som ges av dessa simuleringar. Skillnaden i utfall mellan de båda räntebanorna beror delvis på att växelkursen utvecklas olika, men det beror förstås också i hög utsträckning på att de räntor som påverkar investeringar och sparande skiljer sig åt.

¹⁴ I diagrammet ges omvärldens styrräntor av justerade implicita terminsräntor vid tidpunkten för den penningpolitiska rapporten.

Diagram 7. Penningpolitiska alternativ

Utländska räntor enligt terminsräntor



Anm. De röda kurvorna avviker från huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten eftersom de bygger på att utländska räntor ges av implicita terminsräntor.

Växelkurseffekterna av att välja en annan räntebana är naturligtvis osäkra. Men att prognosen för växelkursen generellt sett är förknippad med stor osäkerhet innebär inte att man kan bortse från den när man fattar beslut om räntebanan. Att marknadsräntorna inte fullt ut inkorporerar räntebanan – kanske för att de i stor utsträckning påverkas av utländska räntor – är för mig inte heller något starkt argument för att bortse från de potentiella växelkurseffekterna av ökade ränteskillnader. Som princip tycker jag att penningpolitiken bör gå ut på att välja den räntebana som när den fullt ut inkorporeras i förväntningarna ger den prognos för inflation och resursutnyttjande som ger bäst måluppfyllelse. En annan princip är att hög osäkerhet inte är ett argument för att avstå från att använda sin bästa prognos som beslutsunderlag.

Avslutning

Sammanfattningsvis vill jag säga att även om det finns faktorer som talar för att växelkursens betydelse inte ska överdrivas, så är det min åsikt att den måste beaktas vid de penningpolitiska besluten. Under senare tid har växelkursens utveckling varit en viktig orsak till att jag har reserverat mig mot det penningpolitiska beslutet.

Den svenska ekonomin växte mycket starkt 2010, men detta bör ses i ljuset av det mycket stora fall som inleddes under 2008 och fortsatte under 2009. Min bedömning är att det fortfarande finns relativt gott om lediga resurser i svensk

ekonomi och att såväl resursutnyttjandet som inflationstrycket kommer att fortsätta att vara lägre än normalt under stora delar av Riksbankens prognosperiod. Till detta bidrar att kronan (nominellt) har stärkts med cirka 10 procent under det senaste året, vilket är mer än vad som förväntades tidigare. Då en starkare krona dämpar såväl inflationstrycket som resursutnyttjandet menar jag att en lägre reporäntebana än den beslutade skulle ge bättre måluppfyllelse.

Referenser

- Campa, J. M. och Goldberg, L. S. (2005), "Exchange Rate Pass-through into Import Prices", *Review of Economics and Statistics* 87, 679-690.
- Chinn, M. D. och Meredith, G. (2004), "Monetary Policy and Long-Horizon Uncovered Interest Parity", *IMF Staff Papers* 51, 409-430.
- Ekholm, K. (2010), "Penningpolitiken och växelkursen", tal på HQ Bank i Stockholm 2010-01-12.
- Ekholm, K, Moxnes, A. och Ulltveit-Moe, K. H. (2008), "Manufacturing Restructuring and the Role of Real Exchange Rate Shocks", CEPR Discussion Paper No. 6904.
- Europeiska Centralbanken (2002), *Månadsrapport* juni 2002.
- Gourinchas, P.-O. och Rey, H. (2007), "International Financial Adjustment", *Journal of Political Economy* 115, 665-703.
- Hansson, B. och Lindberg, H. (1994), "Monetära index – indikatorer för penningpolitiken", *Penning- och valutapolitik* 1994:3, 13-19.
- Krugman, P. (1989), *Exchange Rate Instability*, MIT Press, Cambridge.
- Lagerwall, B. och Nessén, M. (2009), "Kronans långsiktiga utveckling", Ekonomisk kommentar nr 6, 2009, Sveriges Riksbank.
- Lothian, J. R. och Wu, L. (2011), "Uncovered Interest Rate Parity over the Past Two Centuries", *Journal of International Money and Finance* 30, 448-473.
- Marazzi, M., Sheets, N. Vigfusson, R., Faust, J., Gagnon, J., Marquez, J., Martin, R., Reeve, T. och Rogers, J. (2005), "Exchange Rate Pass-through to U.S. Import Prices: Some New Evidence," International Finance Discussion Paper 833, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Mark, N. C. (1995), "Exchange Rates and Fundamentals: Evidence on Long-Horizon Predictability", *American Economic Review* 85, 201-218.
- Meese, R. A. och Rogoff, K. (1983), "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?", *Journal of International Economics* 14, 3-24.
- Sellin, P. (2007), "Using a New Open Economy Macroeconomics Model to Make Real Nominal Exchange Rate Forecasts", Working Paper No. 213, Sveriges Riksbank.
- Stevens, G. R. (1998), "Pitfalls in the Use of Monetary Conditions Indexes", *Reserve Bank of Australia Bulletin* August 1998, 34-43.
- Svensson, L. E. O. (2001), "Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: Report to the Minister of Finance".

- Sveriges Riksbank (2001), *Inflationsrapport* 2001:3.
Sveriges Riksbank (2004), *Inflationsrapport* 2004:2.