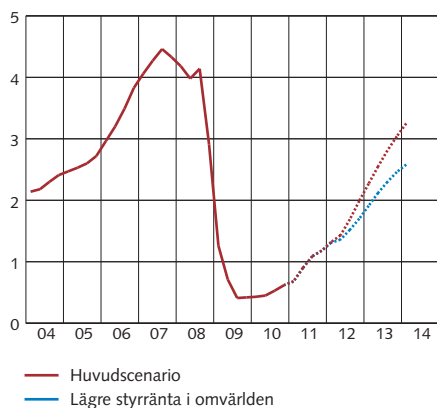


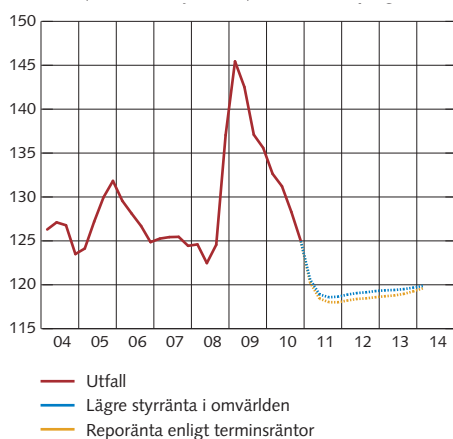
Lägre styrränta i omvärlden och i Sverige

Diagram A15. Styrränta i omvärlden
TCW-vägd, procent, kvartalsmedelvärden



Källor: Respektive lands centralbank och Riksbanken

Diagram A16. Konkurrensvägd växelkurs, TCW
Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

Prognosen för styrräntan i utlandet påverkar prognosen för inflation och resursutnyttjande i Sverige. Det sker bland annat genom effekter på kronans växelkurs. I denna fördjupning redovisas två räkneexempel som båda bygger på det alternativa antagandet att styrräntan i omvärlden blir lägre än i huvudscenariot och utvecklas enligt terminsräntorna.

För en liten öppen ekonomi som Sverige är växelkursen en viktig variabel. Växelkursen påverkar priset på de varor som importeras till Sverige och priset på de varor vi exporterar. Därmed påverkar kronans växelkurs både inflationen i Sverige och efterfrågan på de varor och tjänster som produceras i landet. Efterfrågan i Sverige påverkar i sin tur resursutnyttjandet.

Kronans växelkurs beror av flera olika faktorer och det är förhållandevis svårt att göra prognoser på dess framtida utveckling. En faktor som är av betydelse för växelkursen är förväntningar om framtida räntor i Sverige och i de länder som utgör våra viktigaste handelspartner. Skillnader i räntor länder emellan påverkar in- och utflödet av kapital, vilket i sin tur har effekt på växelkursen.

Enligt huvudscenariots prognos kommer reporäntan att höjas successivt under de kommande åren och ligger i början på 2014 på cirka 3,6 procent. Riksbankens prognos för omvärldens styrräntor baseras främst på en bedömning av den ekonomiska utvecklingen, men på kortare sikt beaktas även centralbankernas kommunikation och marknadens förväntningar. De utländska styrräntorna förväntas bli högre under prognosperioden i takt med stigande inflation och starkare konjunkturutveckling i omvärlden. Enligt prognosen höjs omvärldens (TCW-viktade) styrräntor gradvis och är 3,3 procent i början av 2014. Denna förväntade skillnad mellan svenska och utländska räntor är en orsak till varför växelkursen i huvudscenariot antas appreciera något under början av 2011, för att sedan gradvis bli svagare.

Ett räkneexempel med en allmän jämviktsmodell

Från att tidigare ha legat klart under Riksbankens prognos har marknadens förväntningar på den utländska styrräntan, mätt med terminsräntor, under de senaste månaderna närmast sig prognosen.²⁸ Men terminsräntorna för utlandet är fortfarande lägre än Riksbankens prognos för den utländska styrräntan under stora delar av prognosperioden. Det kan därför finnas skäl att undersöka hur prognosen för Sverige skulle ändras om prognosen för de utländska styrräntorna låg mer i linje med terminsräntorna. I denna fördjupning används Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses för att med ett räk-

²⁸ Att med utgångspunkt från terminsräntor mäta marknadens penningpolitiska förväntningar är förenat med flera svårigheter. Räntebanorna som redovisas i denna fördjupning ska därför inte tolkas som ett entydigt mått på sådana förväntningar. För en vidare diskussion, se fördjupningen "Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt implicita terminsräntor" i Penningpolitisk rapport, oktober 2010.

neexempel illustrera hur en sådan alternativ prognos kan se ut.²⁹

Exemplet är snarlikt scenariot "Lägre styrränta i omvärlden" som publicerades i fördjupningen "Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt terminsräntor" i Penningpolitisk rapport, oktober 2010 och som utgick från de terminsräntor som var aktuella i slutet av september 2010.

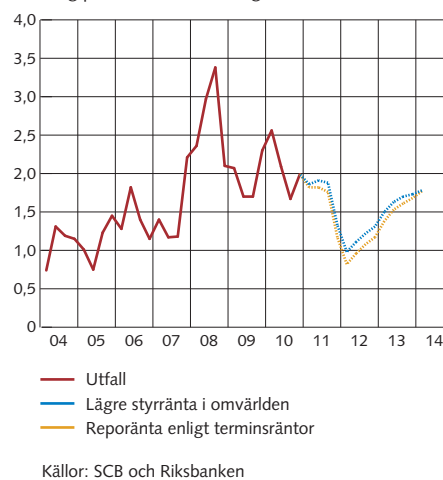
Diagram A15 visar Riksbankens prognos för styrräntan i omvärlden (Huvudscenariot) och en alternativ lägre bana (Lägre styrränta i omvärlden). Det senare alternativet är i linje med hur marknadens förväntningar om framtida styrräntor mätta med terminsräntor sett ut de senaste veckorna. Skillnaden mellan räntebanorna ökar gradvis från och med andra kvartalet 2012 och är under första kvartalet 2014 ungefär 0,7 procentenheter. I genomsnitt under hela prognosperioden är terminsräntorna cirka 0,25 procentenheter lägre än huvudscenariots prognos för omvärldsräntan.

I räkneexemplet "Lägre styrränta i omvärlden" förväntas omvärldens styrränta utvecklas enligt terminsräntorna för omvärlden (se diagram A15). Syftet med exemplet är att illustrera hur prognosen för utlandets styrränta påverkar prognosen för inflation, resursutnyttjande och reporänta i Sverige. Därför antas i exemplet att BNP-tillväxt och inflation i omvärlden utvecklas på samma sätt som i huvudscenariot.

Den jämförelsevis låga utländska styrräntan tenderar att stärka kronans växelkurs mer än vad som är fallet i huvudscenariot (se diagram A16). I modellen påverkar omvärldens styrränta den svenska ekonomin via ett så kallat ränteparitetsvillkor. En lägre ränta i omvärlden innebär att avkastningen på finansiella tillgångar som emitterats i utländsk valuta sjunker i förhållande till avkastningen på motsvarande tillgångar i svenska kronor. Bakom ränteparitetsvillkoret finns antagandet att investerare kommer att flytta sina tillgångar mellan olika valutaområden i syfte att dra nytta av sådana skillnader i avkastning. När allt fler investerare efterfrågar svenska tillgångar stärks kronans växelkurs, för att sedan gradvis försvagas och återgå till utgångsläget. På lång sikt justeras kronans växelkurs så mycket som krävs för att den gradvisa försvagningen av kronans växelkurs (från en starkare nivå) ska kompensera de investerare som väljer att behålla sina tillgångar i utländsk valuta och som därmed kan räkna med en jämförelsevis lägre ränta.

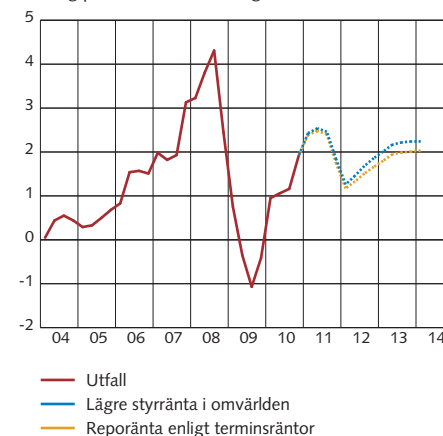
När växelkursen stärks sjunker priset på importerade varor. För att försvara sina marknadsandelar blir även svenska företag mer försiktiga med att höja priserna i Sverige. Då vissa importerade varor används i produktionen av svenska varor dämpas priserna i Sverige också av att företagens produktionskostnader blir lägre. Dessa effekter leder ganska snabbt och direkt till att modellprognosen för inflationstakten i Sverige blir lägre (se diagram A17-A18).

Diagram A17. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

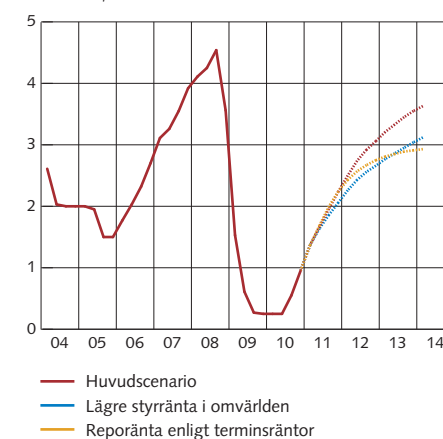
Diagram A18. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflationstakten).

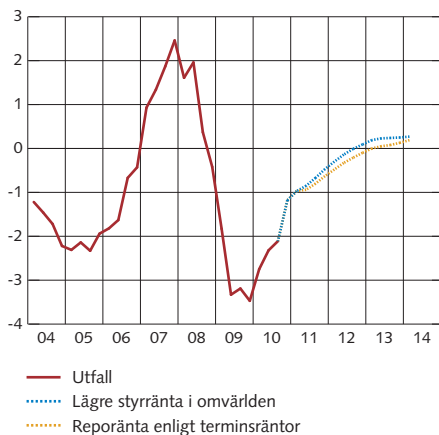
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A19. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden

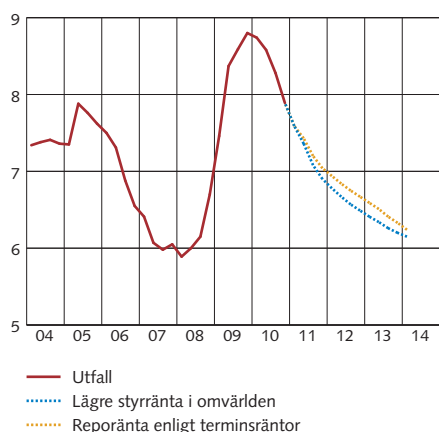


Källa: Riksbanken

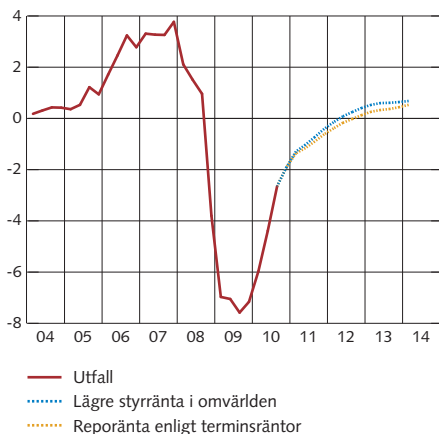
²⁹ Ett viktigt antagande är att hushåll och företag faktiskt förväntar sig att den utländska styrräntan ska utvecklas enligt terminsräntorna för utlandet. Beräkningarna har därför gjorts med metoder som beskrivs av S. Laséen och L.E.O. Svensson, "Anticipated alternative instrument-rate paths in policy simulations" under utgivning i *International Journal of Central Banking*, 2011. För en beskrivning av modellen, se L. Christiano, M. Trabandt och K. Walentin, "Introducing financial frictions and unemployment into a small open economy model", Working Paper nr 214, Sveriges riksbank, 2007.

Diagram A20. Timgap
Procent

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A21. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A22. BNP-gap
Procent

Källor: SCB och Riksbanken

För att motverka en alltför låg inflation blir penningpolitiken mer expansiv. Reporäntan höjs nu mindre under prognosperioden och är i början av 2014 ungefär 3,1 procent (se diagram A19). Den lägre reporäntebanan bidrar också till att hålla uppe den inhemska efterfrågan, eftersom den stimulerar hushållen till ökad konsumtion och företagen till att göra fler investeringar. Penningpolitiken motverkar på detta sätt att resursutnyttjandet sjunker på grund av den lägre exportefterfrågan och den ökning av importen som hänger samman med den relativt starka växelkursen. Effekterna av den låga utländska styrräntan på timgap, arbetslöshet och produktionsgap blir därför i slutändan små (se diagram A20–A22).

Att effekterna på resursutnyttjandet blir små innebär också att den efterfrågedrivna effekten på inflationen blir liten. De mer direkta effekterna av en starkare växelkurs gör dock att inflationstakten sjunker. Sammantaget blir inflationen mätt med KPIF 1,2 procent 2012 och 1,6 procent 2013 (se diagram A17). Att reporäntan höjs förhållandevis långsamt gör att även KPI-inflationen blir ganska måttlig: 1,5 procent 2012 och 2,1 procent 2013 (se diagram A18).

Reporäntan enligt terminsräntor för Sverige

Även i Sverige är terminsräntorna i dagsläget förhållandevis låga. En tolkning av detta är att marknaden förväntar sig att reporäntan de kommande åren kommer att sättas lägre än vad som antas i huvudscenariot. Förväntningarna på reporäntan enligt terminspriseringen visas i diagram A19 (Reporänta enligt terminsräntor). I detta avsnitt redovisas hur prognosen för svensk ekonomi påverkas om styrräntan både i utlandet och i Sverige antas utvecklas i enlighet med terminsräntorna. Beräkningen är gjord på ett sådant sätt att man låter modellen bestämma hur inflationen och resursutnyttjandet påverkas givet att penningpolitiken i Sverige och omvärlden följer de två förutbestämda styrräntebanorna.

Som framgår av diagram A19 är det förhållandevis små skillnader mellan reporäntebanan i exemplet "Lägre styrränta i omvärlden" och marknadens förväntningar enligt terminspriseringen. Marknaden förväntar sig att räntan höjs i något snabbare takt under 2011, men därefter indikerar terminskurvan en lägre takt i räntehöjningarna.

Som ett resultat av de relativt små skillnaderna i räntebanan blir även skillnaderna i övriga variabler förhållandevis små. När reporäntan sätts enligt marknadens förväntningar förstärks växelkursen under 2011 och försvagas sedan gradvis. KPIF-inflationen blir nu enligt beräkningen 1,1 procent 2012 och 1,6 procent 2013 (se diagram A17). Även i detta exempel leder den lägre utländska styrräntan endast till små effekter på den reala ekonomin.

Sammanfattning

Denna fördjupning har redovisat två räkneexempel som bygger på antagandet att styrräntan i omvärlden blir lägre än i huvudscenariot och utvecklas enligt den senaste tidens terminsräntor för omvärlden. Den lägre räntan i omvärlden tenderar att leda till att kronans växelkurs stärks och till att inflationen i Sverige sjunker. Hur svensk inflation och resursutnyttjande påverkas av de lägre omvärldsräntorna beror dock i slutänden på hur svensk penningpolitik reagerar. Inflationen i båda dessa räkneexempel blir relativt låg, medan resursutnyttjandet är ungefär normalt i slutet av prognosperioden. Detta skulle kunna motivera en något mer expansiv penningpolitik i Sverige än den som studerats i denna fördjupning.