ANFÖRANDE

DATUM: 2007-10-08
TALARE: Förste vice riksbankschef Irma Rosenberg
PLATS: Swedbank, 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

Penningpolitiken och Riksbankens kommunikation

Inledning

Under de senaste decennierna har det varit en tydlig trend att centralbanker strävat efter att öka öppenheten kring penningpolitiken. Centralbanker publicerar alltmer beslutsunderlag i form av analyser och prognoser för inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt. I ett växande antal länder har man infört explicita inflationsmål. Något som har kommit att diskuteras alltmer, men som ännu inte så många centralbanker har vågat sig på, är att publicera en egen prognos för sin styrränta.[1] I början av året beslutade Riksbanken att ta det steget. Syftet var just att bli ännu mer öppna och tydliga med hur vi bedriver penningpolitik.

Jag kommer idag att börja med att diskutera den här nyordningen och hur den påverkar vår kommunikation. Jag kommer också att reflektera kring erfarenheterna av de två publiceringar av en egen räntebana som skett i samband med de penningpolitiska rapporterna i februari respektive juni i år. Sedan avslutar jag med några ord om det senaste penningpolitiska mötet i september.

Riksbankens kommunikation med egen räntebana

Fördelar med egen räntebana

Vilka är då fördelarna med att publicera en egen prognos för reporäntan? En fördel är att penningpolitiken lättare kan utvärderas. Detta är speciellt viktigt mot bakgrund av Riksbankens självständiga ställning och de krav som kan ställas på oss från demokratiska utgångspunkter. En annan fördel är att det blir lättare att förklara penningpolitiken och att den då har förutsättning att bli effektivare. Detta beror på att penningpolitiken i huvudsak verkar genom de förväntningar om framtida reporäntor som den ger upphov till, inte genom dagens reporänta. Bra förklaringar ger ökad förståelse och därmed en bättre möjlighet för oss att styra förväntningarna. Låt mig utveckla detta ytterligare något.

[1] I nuläget publicerar centralbankerna i Island, Norge, Nya Zeeland och Sverige egna banor för styrräntan.

Lättare att utvärdera och jämföra

Först till frågan om att utvärdera våra prognoser och att jämföra dem med andras. Är våra prognoser för inflation och realekonomi träffsäkra? Hur skiljer sig våra prognoser från andras prognoser? Så länge våra prognoser baserades på antagandet om oförändrad reporänta (till och med juni 2005) kunde sådana frågor egentligen inte besvaras. Syftet med våra prognoser var nämligen då att analysera hur den ekonomiska utvecklingen och inflationen skulle bli om vi *inte* ändrade reporäntan. Det var ett pedagogiskt sätt att förklara om reporäntan behövde ändras eller inte. Men samtidigt innebar det att prognoserna inte kunde förväntas vara särskilt träffsäkra.

Antagandet om oförändrad reporänta var i de flesta fall orealistiskt och det gjorde det också svårt att göra konsistenta prognoser. Detta var ett av skälen till att vi hösten 2005 gick över till att basera våra bedömningar på antagandet att reporäntan skulle utvecklas enligt marknadens förväntningar. Men även om det var ett mer realistiskt antagande gällde fortfarande att prognoserna inte nödvändigtvis speglade Riksbankens bedömning av den mest sannolika ekonomiska utvecklingen. Marknadens förväntningar stämmer ju inte nödvändigtvis överens med den räntebana som Riksbanken tycker är mest lämplig.

När våra analyser nu baseras på en egen bana för reporäntan beskriver de den utveckling som vi faktiskt förväntar oss. Det har flera fördelar. Dels går det att säga något om hur träffsäkra våra prognoser varit och hur bra Riksbanken har skött sitt jobb. Dels blir det också lättare att internt utvärdera och förbättra de modeller och det arbetssätt som ligger till grund för våra prognoser. Slutligen blir det också mer meningsfullt att jämföra vår bild av ekonomin med den bild som ges av andra prognosmakare.

Resonemang och avvägningar tydliggörs

Den andra fördelen med att publicera en egen bana för reporäntan är att det blir lättare att visa varför vi tror på en viss politik och hur vi resonerar när vi fattar våra beslut. Vi får ett bättre beslutsunderlag internt. Om vi dessutom lyckas förmedla hur vi ser på drivkrafterna bakom den ekonomiska utvecklingen och på penningpolitikens mål och effekter blir det också lättare för andra att bedöma hur ny information påverkar reporäntans utveckling framöver.

Om det blir tydligare för allmänheten och aktörerna på de finansiella marknaderna hur vi ser på den framtida ränteutvecklingen ger det oss bättre verktyg för att påverka förväntningarna om den framtida reporäntan. Genom att påverka förväntningarna om de korta räntorna kan vi som centralbank indirekt påverka även räntor med lite längre löptid, vilket i sin tur kan göra penningpolitiken mer effektiv. Penningpolitiken verkar ju som sagt till stor del genom de förväntningar om framtida reporäntor som den ger upphov till.

När vi baserade våra prognoser på marknadens förväntningar om reporäntan kunde vi bara indirekt ge uttryck för vår syn på räntebanan via omdömen om marknadens prissättning. Av flera skäl blev detta inte så tydligt. Ett skäl är att det inte finns något entydigt sätt att mäta förväntningarna om reporäntan baserat på marknadens prissättning. Olika värdepapper skiljer sig åt vad avser löptid, kreditrisk och likviditet vilket gör beräkningarna komplicerade. Olika sätt att räkna ger olika svar utan att något är entydigt bäst.

Ett annat skäl till bristen i tydlighet var att marknadens förväntningar kan förändras snabbt. Därför uppfattades det ibland som oklart vilka förväntningar vi förhöll oss till när vi kommenterade om marknadens förväntningar såg rimliga ut. Det gav upphov till en del kritik för otydlig kommunikation under 2005 och 2006. Med en egen prognos för reporäntan slipper vi risken att missuppfattas av det skälet.

Erfarenheter hittills av egen räntebana

Mitt intryck är att kommentarerna till nyordningen att vi publicerar en egen bana för reporäntan i huvudsak har varit positiva, även om det också höjts en eller annan kritisk röst. När det gäller våra konkreta prognoser för reporäntan har diskussionen blivit livligare och de kritiska rösterna betydligt fler. Vid de två tillfällen som vi hittills presenterat en ny bedömning har de penningpolitiska besluten att höja räntan med 0,25 procentenheter visserligen varit väl förutsedda och knappast ifrågasatts. Men våra prognoser för den kommande utvecklingen har överraskat en del marknadsaktörer.

Riksbankens prognos överraskade i februari

Den bana för reporäntan som vi presenterade i februari var lägre än de förväntningar som kunde avläsas i dåvarande prissättning på marknaden. Den var också lägre än genomsnittet av de ränteprognoser som andra prognosmakare gjorde. Samtidigt var skillnaderna stora mellan olika marknadsbedömare. En del låg relativt nära vår syn medan andra skilde sig avsevärt.

Vår syn på inflationsutsikterna och vad de innebar för reporäntan hade inte ändrats i någon större utsträckning i februari jämfört med det senaste penningpolitiska mötet i december 2006. Den inställningen gav vi också uttryck för i tal veckorna innan februarimötet. När vi för första gången presenterade vår egen ränteprognos i februari blev överraskningen stor för en del bedömare.

Med en egen räntebana kunde vi fullt ut förklara hur vi såg på utvecklingen i svensk ekonomi under prognosåren och vilka krav det ställde på penningpolitiken. Vi bedömde att kostnadstrycket i svensk ekonomi inte skulle bli alltför högt. Produktiviteten har varit hög de senaste åren och det är en viktig orsak till att inflationstrycket varit lågt. Vi räknade med att produktiviteten skulle öka något långsammare när sysselsättningen började ta fart och att löneökningarna skulle bli lite högre i takt med att det blev svårare för företagen att få tag i medarbetare med rätt kompetens.

Men inflationen var fortfarande låg och även om prognosen byggde på att kostnads- och inflationstrycket skulle stiga under prognosåren, bedömde vi att det skulle ske i ganska måttlig takt. Vår slutsats var därför att det skulle räcka med en ganska begränsad höjning av reporäntan framöver. Men för att markera att prognoser är osäkra publicerade vi också osäkerhetsintervall för såväl reporäntan som BNP-tillväxten och inflationen. Eller som vi brukar säga, räntebanan är en prognos, inte ett löfte. Osäkerheten illustrerades också med några alternativa scenarier där vi bland annat undersökte hur prognosen för reporäntan skulle påverkas av snabbare lönestegringar. För första gången skrev vi utförligt om dessa penningpolitiska avvägningsproblem i vår rapport och för att markera det bytte Inflationsrapporten namn till Penningpolitisk rapport.

Under våren kom sedan successivt ny information som fick oss att revidera våra bedömningar i viss utsträckning. Läget på arbetsmarknaden såg i februari ut att bli stramare än väntat, bland annat genom att utbudet av arbetskraft inte ökade riktigt så mycket som vi hade räknat med. De nya löneavtalen som träffades på arbetsmarknaden blev något högre än vad både vi och många andra bedömare hade väntat. Vid vårt penningpolitiska möte i maj var vi i direktionen eniga om att reporäntan totalt sett behövde höjas mer än vi tidigare trott. Men vi hade ännu inte en fullständig bild av avtalsförhandlingarna och jag tyckte för egen del inte att förändringen var så stor att det fanns skäl att snabba på och höja räntan redan i maj. Med en egen prognos för reporäntan kan vi ju på ett naturligt sätt diskutera avvägningen av när i tiden räntan behöver ändras. Men i maj publicerade vi ingen ny ränteprognos och kommunikationen stannade vid en kvalitativ bedömning.

Ny överraskning i juni – fast nu åt motsatt håll

Inför mötet i juni kom så nationalräkenskaperna för första kvartalet. De visade att produktiviteten i början av året utvecklades avsevärt svagare än vi hade trott. Fortfarande släpade också utbudet av arbetskraft efter den bedömning vi gjort vilket tydde på att läget på arbetsmarknaden stramats åt. Det ändrade naturligtvis vår bedömning av hur snabbt kostnadstrycket skulle stiga och jämfört med februari skrev vi upp prognosen för reporäntan med i genomsnitt ungefär en halv procentenhet.

Skillnaderna mellan vår prognos och förväntningarna på marknaden var små för det närmsta året, men vår ränteprognos låg fortfarande *lägre* än marknadsförväntningarna på längre sikt. Trots det *steg* de implicita terminsräntorna över hela prognosperioden med cirka 0,15 procentenheter när vi publicerade vår prognos. Marknadens reaktioner blev därmed snarast kraftigare än i februari.

Varför blev marknadsreaktionen så stor i juni?

Vi har givetvis inget intresse av att skapa stora svängningar på de finansiella marknaderna genom våra beslut och genom vår kommunikation. Därför är det viktigt för oss att förstå varför marknadsreaktionerna blir som de blir. Det är ett naturligt led i arbetet med att göra kommunikationen så tydlig som det är möjligt.

Ett skäl till ränteuppgången i juni var att de internationella räntorna steg dagen då vi publicerade vårt räntebeslut. Svenska räntor rör sig inte enbart på grund av Riksbankens agerande utan är också mycket beroende av utvecklingen av räntorna utomlands. Det gäller speciellt för längre löptider. Vår uppskattning är att ungefär en tredjedel av uppgången i den svenska tvåårigа räntan den 20 juni förklaras av att räntorna i Europa steg. Men ju kortare löptid desto mer betyder normalt förväntningarna om den svenska reporäntan och desto mindre betyder den internationella ränteutvecklingen.

Det är svårt att dra några säkra slutsatser om varför reaktionerna blev så starka i samband med junimötet. En möjlig förklaring är att en del bedömare på marknaden kan ha väntat att Riksbanken skulle göra en mer försiktig upprevidering av räntebanan än vi faktiskt gjorde. Detta trots att de själva alltså räknade med att räntan skulle höjas ungefär lika mycket på kort sikt och till och med mer på längre sikt.

Något som talar för den tolkningen är att några analytiker kritiserade oss för att vi skulle ha reviderat räntebanan mer än vad man normalt har anledning att vänta på så kort tid. I en del marknadsanalyser inför vårt möte i juni fördes också resonemang om att vi skulle komma att tvingas revidera upp räntebanan i flera omgångar under hösten.

En annan möjlig förklaring är att det berodde på missuppfattningar. Reaktionerna på och kommentarerna till ett par av våra tal på försommaren tydde på att en del bedömare uppfattade dem på ett sätt som inte var avsikten. Talen tolkades nämligen som om de pekade framåt, trots att vi informerat om förändringarna i vårt sätt att signalera och sagt att vi inte ska ge några framåtblickande kommentarer som ger ledtrådar inför nästa räntebeslut.

Några avslutande reflektioner kring kommunikation

Att vårt budskap inte helt gått fram beror delvis på att en del marknadsaktörer inte uppfattat det vi faktiskt *har* kommunicerat. Men delvis beror det nog också på att vi inte varit tillräckligt tydliga i vår kommunikation. Jag tror att detta helt enkelt handlar om en läroprocess. Vi i Riksbanken och de vi vill nå ut till – allmänheten, journalisterna och marknadsanalytikerna – måste lära oss att förstå varandra.

I det avseendet ska vi göra vad vi kan för att förbättra oss. Ett steg på den vägen är beslutet att sätta ut namn i protokollen. På detta sätt går det att följa hur var och en av ledamöterna i direktionen resonerat. Ytterligare ett steg, som vi nyligen beslutat om, är att även publicera prognoser för reporäntan och ett litet antal nyckelvariabler vid de penningpolitiska mötena mellan de penningpolitiska rapporterna. Hade vi till exempel publicerat en ny räntebana i maj tror jag att överraskningen i juni hade blivit mindre.

Samtidigt tror jag att det är oundvikligt att en centralbank ibland överraskar när den publicerar en egen prognos för sin styrränta. Framtiden är osäker och olika bedömare kan ibland ha vitt skilda uppfattningar om den ekonomiska utvecklingen. Att publicera en prognos för reporäntan innebär att centralbanken tydligare redovisar sin syn på framtiden än med tidigare mer mekaniska antaganden om räntan. Det innebär samtidigt att centralbanken i större utsträckning riskerar att utsättas för kritik. Även om så är fallet är min bestämda uppfattning att det är bättre att löpa hela linan ut och publicera en prognos för reporäntan. Fördelarna med en egen räntebana väger klart tyngre än nackdelarna.

Vi ger normalt inte några signaler om hur vi kommer att rösta vid nästa räntebeslut annat än i samband med våra penningpolitiska möten. Därför blir det viktigare att försöka förstå hur vi resonerar och hur vi värderar olika drivkrafter bakom inflation och tillväxt. Det vi kommer att bidra med är prognoser för de viktiga variablerna, i kombination med individuella klargöranden av respektive ledamot. Förstår man samtidigt vår tankeram har man alltså sammantaget den information som behövs för att kunna bilda sig en välgrundad uppfattning om kommande räntebeslut.

Räntebeslutet i september

Låt mig så gå över till hur jag ställde mig vid det senaste penningpolitiska mötet för cirka en månad sedan. Jag, precis som resten av direktionen, röstade då för att höja reporäntan med 0,25 procentenheter. Samtidigt var min bedömning att den prognos för reporäntan som vi gjorde i juni fortfarande såg rimlig ut. Idag tänker jag återkomma till varför jag gjorde den bedömningen.

Ökad osäkerhet i omvärlden…

Som helhet var min bild i september att tillväxten i omvärlden var god och att den inte hade ändrats nämnvärt från juni. Men det hindrar inte att synen på tillväxten i några enskilda länder hade ändrats i viktiga avseenden. I september var vår bedömning att tillväxten skulle bli lägre än vi räknade med i juni, framförallt i USA men också i Europa. Samtidigt var utvecklingen lite starkare i ett par av våra grannländer och i flera av tillväxtländerna.

Däremot hade den internationella riskbilden ändrats successivt i samband med den tilltagande oron på de finansiella marknaderna. Ändringen i riskbilden hade i stora delar sitt ursprung i USA. Där hade problemen på bostadsmarknaden förvärrats och enligt flera mätningar föll huspriserna i USA i genomsnitt, mätt som årsförändringar. Frågan vi ställde oss på septembermötet var i vilken utsträckning problemen kommer att sprida sig och ge en dämpning i konjunkturen även i resten av den amerikanska ekonomin.

Oron på de internationella finansiella marknaderna i spåren av den amerikanska bolånekrisen har också lett till att priset på risk ökat vilket bland annat betyder att det blivit dyrare att låna. På detta sätt kan effekterna liknas vid effekterna av en stramare penningpolitik. Men förutom förändrad prissättning har osäkerheten även lett till en ökad försiktighet mer generellt. Även detta har en viss dämpande effekt på den ekonomiska aktiviteten.

I Sverige har effekterna av oron på de finansiella marknaderna varit mer begränsad än i till exempel Storbritannien, USA och Tyskland. Under de senaste veckorna ser det ut som om det skett en viss stabilisering. Men bolånemarknaden i USA kan fortfarande bjuda på överraskningar. Skulle exempelvis bostadspriserna falla mer än förväntat kan detta åter öka oron på marknaderna och ge stigande räntor och fallande börser, inte bara i USA. I ett lite längre perspektiv kan detta också dämpa tillväxten i den amerikanska ekonomin och även ge spridningseffekter på Europa och resten av världen.

…men stark utveckling här hemma

Ser man till utvecklingen i den svenska ekonomin var vår bedömning i september att den snarast var starkare än i juni. Här förtjänar arbetsmarknaden och produktiviteten speciell uppmärksamhet. Det är två av de viktigaste faktorerna som bestämmer hur kostnadstrycket och därmed inflationen utvecklas.

I september var det tydligt att läget på arbetsmarknaden hade stramats åt ytterligare. Ökningen av antalet sysselsatta hade blivit ungefär så stor som vi räknade med i rapporten i juni. Däremot hade antalet människor i arbetskraften inte ökat i samma utsträckning som vi trodde då. Därför hade också arbetslösheten blivit lägre än vad vi förutspådde.

Med de här tecknen på en stramare arbetsmarknad var det ganska rimligt att tro att lönerna framöver skulle öka snabbare än vad de gjort tidigare år. Men vi kunde konstatera att det än så länge inte synts i statistiken. Bilden som framträder i Medlingsinstitutets statistik är en av väldigt beskedliga ökningar. Men som jag framhöll vid vårt septembermöte är det troligt att den bilden ändras när vårens nya löneavtal sätter sina avtryck i respektive bransch. Och precis som för utvecklingen på arbetsmarknaden i övrigt är det något vi naturligtvis bevakar noga.

Som jag precis konstaterat är det nu allt fler som arbetar. Normalt brukar det vara så att när det är många nya som får arbete mot slutet av en uppgång i konjunkturen sker arbetet lite mindre effektivt, det vill säga tillväxten i produktiviteten går ned. Och det är precis vad vi har sett under det första halvåret i år. Att det skulle ske är något som vi har sett framför oss en längre tid, däremot inte att det skulle ske så tidigt och så snabbt som det faktiskt har gjort.

Detta ledde också till att prognosen för produktiviteten för hela 2007 skruvades ner redan i juni. Men jag såg inte någon anledning att ändra prognosen för produktiviteten för kommande år, jag bedömde nämligen fortfarande att produktiviteten skulle återhämta sig. Det berodde på att jag såg svackan i produktiviteten som tillfällig. Men produktiviteten är en svårbedömd faktor – risken finns att svackan blir långvarig med ett starkare kostnadstryck som följd. Det var en av de riskfaktorer vi uppehöll oss vid redan i den penningpolitiska rapporten i juni.

Bedömningen i september var också att livsmedelspriserna skulle bidra till ett högre inflationstryck än vi tidigare räknat med. Ser vi på hur inflationen har utvecklats de senaste månaderna, så har prognoserna från i juni varit relativt träffsäkra. I augusti var inflationen faktiskt helt i linje med prognosen även om den tidigare under sommaren hade varit något högre än i vår juniprognos.

Den bedömning vi gjorde i september var att den svenska konjunkturen snarast såg något starkare ut än vi hade räknat med i juni och att kostnadstrycket blivit högre. Därför beslöt vi att höja reporäntan till 3,75 procent. Det kunde i sig också motivera en något högre räntebana. Men osäkerheten hade ökat till följd av den finansiella oron och vi bedömde att det skulle leda till vissa negativa konsekvenser för tillväxten i både omvärlden och Sverige. Därför var min slutsats att det fortfarande var rimligt att räkna med ungefär samma räntebana som i juni.

Men sådana överväganden och avvägningar är slutpunkten på en lång process. För mig och mina kollegor i direktionen är nästa tillfälle att göra detta vid det penningpolitiska mötet i slutet av denna månad.