ANFÖRANDE

DATUM: 2007-06-08
TALARE: Förste vice riksbankschef Irma Rosenberg
PLATS: Öhmans, 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

Penningpolitik med egen räntebana

Inledning

Jag vill börja med att tacka för inbjudan att komma hit och tala om penningpolitik. Idag vill jag ta tillfället i akt att tala om några, för mig, viktiga frågor. Jag vill förklara varför jag ansåg att reporäntan skulle hållas oförändrad vid det senaste penningpolitiska mötet. Jag vill även kommentera några av de synpunkter som vi på Riksbanken fått på vår räntebaneprognos. Men jag tänker inleda med några ord om de förändringar i vår penningpolitiska kommunikation som vi i direktionen nyligen beslutade om.

Förändringar i den penningpolitiska kommunikationen

Sedan inflationsmålet infördes har Riksbanken på olika sätt försökt att bli alltmer öppen och tydlig med hur penningpolitiken bedrivs. Vi har gradvis publicerat mer och mer av underlaget för våra beslut, inte minst prognoserna för inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt. Beslutet att publicera vår egen prognos för reporäntan som vi fattade i början av året var en naturlig fortsättning på den processen. I mitten av maj beslutade vi att genomföra ytterligare några förändringar för att bli ännu mer tydliga i den penningpolitiska kommunikationen.

Från och med nu kommer vi att hålla en presskonferens efter varje penningpolitiskt möte, oavsett vilket räntebeslut som fattats. Hittills har vi bara kallat till presskonferens om reporäntan ändrats eller om vi publicerat en penningpolitisk rapport. Men för att förstå penningpolitikens uppläggning är det lika viktigt att förklara varför reporäntan hållits oförändrad som att förklara varför reporäntan ändrats. Genom att publicera vår egen ränteprognos och att hålla en presskonferens efter varje penningpolitiskt möte ger vi mer regelbunden och detaljerad information om direktionens överväganden.

Vi har även beslutat att genomföra förändringar i vårt sätt att signalera. Med signalering menar jag hur vi förmedlar våra penningpolitiska avsikter. Tidigare när vi direktionsledamöter varit ute och talat om det aktuella ekonomiska läget mellan de penningpolitiska mötena har vi ibland givit antydningar om hur vi tycker att räntan bör sättas vid nästa möte. Förutsättningen har då varit att det tydligt framgått att det varit den enskilde ledamotens åsikter som framförts. Tanken var att när räntebeslutet väl fattades vid det penningpolitiska mötet skulle

tillräckligt med information om de olika direktionsledamöternas tankar redan ha "pyst ut" för att beslutet inte skulle överraska marknadsaktörerna. Vi har nu kommit fram till att det i normala fall inte finns skäl att före de penningpolitiska mötena i tal och pressmeddelanden indikera hur vår syn på reporäntebanan har ändrats. Vår bedömning är att det är tillräckligt att tydligt signalera våra intentioner i samband med de sju penningpolitiska möten som hålls per år. I anslutning till tre av dessa möten publicerar vi en egen prognos för den framtida reporäntan samtidigt som det framgår av vår penningpolitiska rapport varför vi valt just denna bana. Vid de övriga fyra tillfällena gör vi en kvalitativ bedömning av hur den senast publicerade ränteprognosen påverkas av den nya information som kommit in. Även om den prognostiserade räntebanan är just en prognos och inget löfte, kan en centralbank knappast bli så mycket tydligare än så här om hur den ser på den ekonomiska utvecklingen och konsekvenserna för räntan.

Även framöver kan det i undantagsfall vara motiverat med viss signalering mellan två penningpolitiska möten. Om det t.ex. inträffar något som radikalt ändrar det ekonomiska läget, samtidigt som det är långt till nästa möte, kan ett uttalande vara nödvändigt för att undvika risken för onödig osäkerhet på de finansiella marknaderna. Det ska då framgå om hela direktionen står bakom budskapet eller om det är en enskild ledamots bedömning.

Jag och mina kollegor i direktionen kommer alltså att fortsätta vara ute och tala om penningpolitik och finansiell stabilitet, men signaler om kommande räntebeslut kommer inte att ges. Vi kommer var och en att ge uttryck för våra egna bedömningar, men det kommer då att handla om att i efterhand motivera och förklara de egna överväganden som redan gjorts och inte om att signalera sitt ställningstagande inför kommande möten.

Den tredje förändringen vi fattade beslut om var att från och med det penningpolitiska mötet i juni ange våra namn i de penningpolitiska protokollen så att man ska veta vem som sagt vad. Tidigare har vi bara namngivit de ledamöter som reserverat sig mot räntebeslutet. Med den här förändringen kommer åsiktsskillnader inom direktionen att framgå ännu tydligare. Det gör att det blir lättare både att förutse hur penningpolitiken kommer att bedrivas framöver och att utvärdera den. Även denna förändring är alltså ett steg mot ökad öppenhet och tydlighet.

Det penningpolitiska beslutet den 3 maj

Detta leder mig naturligt över till hur jag själv tog ställning vid det senaste penningpolitiska mötet i början av maj. Min bedömning var då att den nya information som kommit talade för att reporäntan borde höjas mer under prognosperioden än vad prognosen i februarirapporten visade. Detta för att inflationen skulle vara i linje med målet och att den reala ekonomin skulle utvecklas balanserat. Men samtidigt ansåg jag att förändringarna i konjunkturbilden inte var så stora att räntan behövde höjas omedelbart. Låt mig förklara varför.

I februari trodde vi att tillväxten skulle bli fortsatt god, även om den väntades bli lite lägre än förra året. Vi räknade med att kostnadstrycket skulle stiga under prognosperioden i takt med att sysselsättningen väntades öka och lönerna stiga snabbare. Med ett högre kostnadstryck kunde också inflationen väntas stiga, men vi räknade med att gynnsamma utbudsförhållanden skulle bidra till att

stegringstakten skulle bli relativt måttlig. Samtidigt pekade vi på att bedömningen av löneutvecklingen var osäker. Bland annat talade den snabba sysselsättningsuppgången och ökad brist på arbetskraft för snabbare lönestegringar, medan ökat arbetsutbud och en fortsatt prispress från omvärlden talade för en lugnare löneutveckling. Bedömningen i huvudscenariot blev att reporäntan skulle höjas i en ganska långsam takt framöver. Vi presenterade också ett antal alternativa scenarier och vad de skulle betyda för penningpolitiken. I ett sådant scenario undersöktes konsekvenserna av snabbare lönestegringar än beräknat.

Vid vårt penningpolitiska möte i maj kunde vi konstatera att den nya information som kommit sedan publiceringen av den penningpolitiska rapporten i februari talade för ett högre inflationstryck än vi hade förutsett. Ett skäl var att resultaten av vårens avtalsförhandlingar tydde på att lönerna under prognosperioden kunde öka snabbare än vi räknade med som huvudalternativ i februarirapporten. Anledningen till att höga löneökningar inte låg i vårt huvudscenario var att vi ansåg att den outnyttjade kapaciteten på arbetsmarknaden fortfarande såg ut att vara ganska stor, vilket borde dämpa löneökningstakten.

Hur höga löneökningarna totalt kan väntas bli beror inte bara på avtalen utan även på hur mycket lönerna stiger utöver avtalen. Som jag hänvisade till i maj är det, i det starka arbetsmarknadsläge som råder, rimligt att räkna med att löneökningarna utöver avtalen blir högre än de varit de senaste åren. Hur höga de blir beror bl.a. på hur väl arbetsmarknaden fungerar. Jag pekade då på ett antal viktiga frågor. Kommer arbetsutbudet att öka i den utsträckning som beräknats? Kommer matchningen mellan efterfrågan och utbud av arbetskraft att fungera? Hur kommer det starkare arbetsmarknadsläget att påverka löneförhandlingarna?

Vid majmötet kunde vi även konstatera att den statistik som kommit in för första kvartalet visade på ett lite stramare arbetsmarknadsläge än vad vi trodde på i februariprognosen. Sysselsättningen hade utvecklats ungefär i linje med vår prognos medan arbetsutbudet däremot tycktes ha ökat något mindre än väntat. Därför var arbetslösheten lite lägre än vad vi förutsåg i februarirapporten. Bristtalen i näringslivet hade fortsatt att öka. Men min bedömning var ändå att det fortfarande fanns gott om lediga resurser, om än inte i samma utsträckning som vi räknade med i februariprognosen. Ytterligare ett skäl till att vi såg ett högre inflationstryck var att regeringens vårbudget såg ut att stimulera efterfrågan något mer, åtminstone nästa år, än vad vi tidigare räknat med.

Som jag tidigare sa drog jag av detta slutsatsen att reporäntan behövde höjas mer under prognosperioden än vad vi trodde i februarirapporten. Men min bedömning var att den ekonomiska bilden sammantaget inte hade förändrats så mycket att reporäntan behövde höjas omedelbart. Inflationen var låg, och det verkade, som jag såg det, alltjämt rimligt att tro att den skulle komma att stiga ganska långsamt. Skälet till det var att det fortfarande fanns flera faktorer som höll tillbaka prisutvecklingen.

Jag pekade på att det gällde att avväga takten i räntehöjningarna så att inflationen inte tar fart snabbare än väntat, men att inte heller tillväxten i produktion och sysselsättning bromsas upp alltför tidigt. Hur dessa hänsynstaganden ska omsättas i en ny ränteprognos är något vi får återkomma till i nästa penningpolitiska rapport i juni.

Synpunkter på vår räntebana

Avslutningsvis vill jag nu säga några ord om erfarenheterna så här långt av att publicera en egen räntebana. Det är ännu alldeles för tidigt att dra några bestämda slutsatser om hur det har fungerat, men några reflektioner kan ändå vara på sin plats.

Debatten efter vårt penningpolitiska möte i februari, då vi för första gången presenterade en egen ränteprognos, blev mycket livlig. Inte för att vi valde att höja reporäntan med 0,25 procentenheter - det beslutet diskuterades i stort sett inte alls. Det som istället drog till sig uppmärksamheten var att den prognos för reporäntan som vi publicerade skilde sig från genomsnittet av de förväntningar som rådde vid tillfället. Det gällde såväl de förväntningar som kunde avläsas i marknadsprissättningen som genomsnittet av de ränteprognoser som andra prognosmakare gjorde. Men skillnaderna var också ganska stora mellan olika marknadsbedömare. Det fanns de som låg relativt nära vår syn och det fanns de som skilde sig avsevärt. Att det förekommer sådana skillnader i synen på reporänteutvecklingen tycker jag inte är konstigt. Det avspeglar delvis skillnader i synen på den ekonomiska utvecklingen och hur inflationstrycket kan komma att utvecklas. Bland annat ansåg vi i februari att den nya information som kommit sedan våra tidigare penningpolitiska möten i oktober och december inte kunde motivera de relativt stora uppjusteringar av ränteprognoserna som en del andra marknadsbedömare hade gjort.

Att olika aktörer gör sina egna bedömningar av hur räntan kommer att utvecklas är något som i grunden är mycket positivt. Ett av de argument som framförts mot att en centralbank presenterar en egen prognos för räntebanan är just att aktörerna på finansmarknaden då skulle sluta att göra egna analyser av ränteutvecklingen i framtiden. Men några sådana farhågor har inte besannats. Åsikterna om räntan och den ekonomiska utvecklingen framöver går fortfarande isär, vilket är en naturlig följd av att osäkerheten om ekonomins framtida utveckling är stor. Inte minst de som agerar på de finansiella marknaderna vet att vi lever i en osäker värld och att det av den anledningen kommer att fortsätta finnas olika bedömningar av ränteutvecklingen.

Ett annat argument mot att en centralbank presenterar en egen prognos för räntan är att centralbanken skulle förlora i trovärdighet om det visar sig att prognosen slår fel. Det har också i olika marknadskommentarer spekulerats i att det skulle innebära en prestigeförlust för centralbanken att ompröva sina prognoser och att den därför skulle dra sig för att göra det. Men det är inte konstigare att vi får revidera vår syn på reporäntans framtida utveckling än att vi får revidera synen på tillväxten, sysselsättningen eller inflationen när det kommer ny information som ändrar bilden. Det är inte heller konstigare att centralbanken omprövar sina prognoser än att andra bedömare gör det. Det som är viktigt är att vi motiverar varför vi reviderar vår syn och att vi kan göra det begripligt.

Detta knyter an till att det är svårt att göra prognoser, inte bara för räntor utan även för andra makroekonomiska variabler. Att det är svårt att göra prognoser för räntan illustreras tydligt i utvecklingen av till exempel terminsräntor över tiden. Diagrammet (diagram 1) visar implicita terminsräntekurvor beräknade från bankpapper från mitten av varje kvartal. Förväntningarna på reporänteutvecklingen mätt på detta sätt har varierat kraftigt över tiden. Under de år då räntan successivt har sänkts har förväntningarna enligt impliciträntor kraftigt överskattat reporäntans nivå. Efter att räntan började höjas för ett och ett

halvt år sedan har det snarare funnits en tendens att utvecklingen av reporäntan underskattats något.

Det kan alltså konstateras att marknadsaktörerna har haft svårt att prognostisera ränteutvecklingen. Att prognosmakare reviderar sina bedömningar är självfallet inget konstigt eftersom det ständigt inkommer ny information. Detta visar att allt eftersom de realekonomiska förutsättningarna förändras och ny information inkommer behöver prognoser för bl.a. räntebanan justeras. Det är ingen stor dramatik i det. Detta gäller för alla marknadsaktörer, för storbankerna, för finansdepartementet och även för oss på Riksbanken. Den stora osäkerheten gör att alla prognosmakare bör vara väldigt ödmjuka, men det bör inte avhålla dem från att göra prognoser.

Därför vill jag återigen understryka att den bana för reporäntan som vi presenterar i den penningpolitiska rapporten är en prognos och inte ett löfte. Riksbanken kan inte utfästa sig att oavsett vad som händer i ekonomin följa den bana som publicerats. Räntebanan är helt enkelt den bästa bedömning vi förmår att göra vid en given tidpunkt mot bakgrund av den information som då finns tillgänglig. Ny information kan ändra den ekonomiska bilden och direktionen måste vid varje penningpolitiskt möte ompröva hur reporäntan bör sättas framöver.

Skälet till att vi trots osäkerheten om framtiden valt att publicera vår ränteprognos är i huvudsak att vi tror att detta är det bästa sättet att förklara våra tankar kring penningpolitiken. Det gör det också lättare för oss att motivera prognoser och räntebeslut och att skissera alternativa scenarier för reporäntan. Det blir också lättare att utvärdera penningpolitiken. Debatten har inte heller låtit vänta på sig. Analyser och diskussioner om penningpolitiken förs nu även utanför Riksbanken på ett sätt som inte hade varit möjligt om vi inte hade presenterat en egen räntebana. Det är inte, som tidigare, i första hand det aktuella räntebeslutet som diskusteras utan det handlar mer om de penningpolitiska avvägningarna under hela prognosperioden. Att ränteprognosen sedan kan komma att ändras är en annan och helt naturlig sak. Att undanhålla information om hur vi ser på utvecklingen av räntan framöver bara för att denna syn kan komma att behöva revideras skulle göra oss till en mindre öppen bank.