



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

ANFÖRANDE

DATUM: 17 april 2024

TALARE: Vice riksbankschef Martin Flodén

PLATS: Nordea, Stockholm

Att kommunicera om framtida penningpolitik – reflektioner efter elva år som ledamot i Riksbankens direktion*

Tack för inbjudan!

Eftersom det här blir ett av mina sista anföranden innan jag slutar på Riksbanken vill jag ta tillfället i akt att blicka tillbaka på min tid i direktionen. Det har varit elva händelserika år som förstås inte lätt kan sammanfattas i ett kort anförande. Jag tänker därför fokusera på något som under hela den här perioden har varit centralt i vårt arbete, nämligen vår penningpolitiska kommunikation. Mer specifikt tänker jag då främst på hur vi använder prognosen för styrräntan och de penningpolitiska protokollen, där Riksbanken har valt andra vägar än de flesta andra centralbanker.

Vår ambition är att kommunicera så tydligt som möjligt både om motiven till den penningpolitik vi för och om hur penningpolitiken kan utvecklas framöver. Det här är inte enkelt. Ekonomin utsätts hela tiden för nya störningar som vi måste anpassa oss till. Kommunikationen måste, utan att bli innehållslös, förhålla sig till att penningpolitiken navigerar i en osäker värld. Jag ska idag försöka belysa några av de problem vi har ställts inför och några lärdomar från tillfällena när vi kanske kunde ha kommunicerat mer effektivt.

Från hemlighetsmakeri till öppenhet

Låt mig först ta några steg tillbaka. Gemensamt för nästan alla centralbanker är att deras kommunikation förändrades totalt under 1990-talet och inledningen av 2000-talet. Tidigare hade penningpolitik förknippats med hemlighetsmakeri och mystik.¹ Två citat används ofta för att belysa detta:

* Tack till Maria Sjödin som har hjälpt mig att skriva talet, Caroline Jungner för synpunkter på språket, ett antal medarbetare på banken för värdefulla synpunkter samt Elizabeth Nilsson för översättning.

¹ Se till exempel Goodfriend (1986) och Blinder (2004).

“Never explain, never excuse” av Montagu Norman, chef för Bank of England 1920–1944.

“Since becoming a central banker, I have learned to mumble with great incoherence. If I seem unduly clear to you, you must have misunderstood what I said” av Alan Greenspan, chef för Federal Reserve 1987–2006.

Idag ser det helt annorlunda ut. Efter Bretton Woodssystemets sammanbrott och den efterföljande höga inflationen under 1970- och 1980-talen fick centralbankerna ett tydligare mandat att självständigt säkerställa prisstabilitet, ofta med ett uttalat inflationsmål i fokus.

Såväl delegeringen till självständiga centralbanker som övergången till inflationsmålspolitik ställde nya krav på centralbankerna. Deras strävan mot större öppenhet och en tydligare kommunikation förklaras dels av behovet att kunna *utkräva ansvar* som följer av centralbankernas utökade oberoende, dels av *förväntningarnas* betydelse för penningpolitiken i en inflationsmålsregim.

Oberoende och ansvarsutkrävande är två sidor av samma mynt

Självständiga centralbanker behöver utvärderas, både av det politiska systemet och av samhällsmedborgarna. Att bygga förtroende, skapa legitimitet och folklig förankring är nödvändigt för att få allmänhetens stöd för centralbankens oberoende. Och för att uppnå detta måste centralbankerna visa att de ”gör sitt jobb”; de måste utvärderas och ansvar för besluten måste kunna utkrävas.

Ett sätt att utvärdera en centralbanks arbete som kan verka rimligt vid en första anblick är genom måluppfyllelsen. Om inflationen är på målet har penningpolitiken varit bra, annars inte. Men så enkelt är det inte. Penningpolitiken verkar med eftersläpning och ekonomin utsätts hela tiden för nya störningar som påverkar såväl inflationen som konjunkturen. Centralbankernas arbete måste därför utvärderas utifrån de förutsättningar som gällde när besluten fattades.

Transparens, insyn och öppenhet är grundläggande förutsättningar för en sådan utvärdering. Vilken information baserades besluten på? Hur analyserades och bedömdes den informationen? Vilka avvägningar ställdes beslutsfattarna inför? Var analysen, avvägningarna och besluten rimliga givet den här informationen?

Penningpolitiken verkar genom förväntningar

Centralbankernas mest konkreta verktyg är styrräntan, det vill säga räntan på en likvid och säker tillgång med kort löptid. Den här räntan är viktig i sig själv, men de indirekta effekter som den får är ännu viktigare. En sådan effekt är att hushåll och företag som fattar beslut inte bara måste bilda sig en uppfattning om vad räntan är idag utan också om hur såväl räntan som värdet på pengar – prisnivån – kommer att utvecklas över tiden.

Penningpolitiken får med andra ord i hög grad sin effekt genom förväntningar. En centralbank kan försöka påverka förväntningarna genom att kommunicera hur den troligen kommer att hantera styrräntan och andra penningpolitiska åtgärder i framtiden. Kommunikationen är på så sätt en integrerad del av den penningpolitiska strategin. Om kommunikationen kring penningpolitiken är transparent, saklig

och begriplig blir det dessutom lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken fungerar därför bättre och mer effektivt när en centralbank är tydlig med sina mål och skälen till sina beslut.

Riksbankens öppenhet och kommunikation sticker ut

Förändringarna i Riksbankens öppenhet och kommunikation kulminerade 2007 då banken började publicera dels protokoll från de penningpolitiska mötena med namngivna inlägg från direktionsledamöterna, dels en prognos för styrräntans utveckling några år framåt.

Riksbanken hade på kort tid gått från att vara en relativt sluten centralbank till att bli en av världens mest öppna centralbanker.² Man kan säga att banken gick från "säg så lite som möjligt och säg det kryptiskt" till "säg så mycket som möjligt i klartext".³

De här förändringarna, som genomfördes några år innan jag kom till Riksbanken, har präglat mina elva år i direktionen. Kommunikationen har hela tiden varit en central del av vårt penningpolitiska arbete. I en internationell jämförelse sticker Riksbankens *penningpolitiska protokoll och prognos för styrräntan* fortfarande ut som ganska speciella. En del menar att öppenheten kan ha gått för långt. Jag tror inte att det stämmer. Däremot måste kommunikationen ständigt utvärderas och uppdateras. Kommunikation som inte är genomtänkt och väl planerad kan göra mer skada än nytta.

Jag vill idag dela några tankar kring protokollen och ränteprognoerna. Jag ska försöka förklara varför jag tycker att de är så viktiga och användbara i den svenska kontexten där vi behöver kommunicera såväl Riksbankens samlade syn som de enskilda ledamöternas. Men jag ska också nämna några fallgropar som jag hoppas att framtida direktioner ska lyckas undvika.

Protokollen underlättar både granskning och beslutsfattande

I Sverige har varje direktionsledamot ett individuellt ansvar.⁴ Det är därför viktigt för var och en av oss i direktionen att förklara och motivera våra penningpolitiska ställningstaganden och vilka överväganden som ligger bakom dem.

Riksbanken publicerar sedan 1999 protokoll från de penningpolitiska mötena där det framgår om och varför någon ledamot i direktionen har reserverat sig mot det penningpolitiska beslutet. Från 2007 började ledamöternas personliga resone-

² Riksbanken anses fortfarande tillhöra de mest transparenta centralbankerna. Till exempel rankar Dincer, Eichengreen och Geraats (2022) Riksbanken som den mest transparenta av de 112 centralbanker de undersöker.

³ Se Meyersson och Petrelius Karlberg (2012).

⁴ Till exempel anger riksbankslagen att protokollen från de penningpolitiska mötena ska återge vilka ståndpunkter ledamöterna har fört fram.

mang dessutom namnges och idag publicerar vi dessa individuella inlägg i protokollet ungefär en vecka efter beslutet. Protokollet återger ordagrant vad respektive ledamot har sagt på mötet, med minimal redigering.⁵

Att protokollen publiceras på det här sättet har medfört att vi i direktionen noga förbereder våra inlägg. Det brukar därför sällan uppstå något spontant meningsutbyte på mötena. De viktiga diskussionerna och meningsutbytena sker istället på en rad möten mellan direktionen och bankens tjänstemän under veckorna före det penningpolitiska mötet.⁶ Men det här betyder inte att de penningpolitiska mötena är ointressanta eller oviktiga. Protokollen med våra inlägg på de penningpolitiska mötena fyller flera viktiga funktioner.

Tydliggör var och ens individuella ansvar

Till att börja med tydliggör protokollen ledamöternas individuella ansvar för de penningpolitiska besluten. Var och en i direktionen behöver redogöra för sin egen syn på penningpolitiken samt vilka prognoser, avvägningar och analyser den baseras på.

Om en direktionsledamot har åsikter som skiljer sig från mer betydande delar i ett beslut bör han eller hon förstås reservera sig mot det beslutet. Då blir protokollet en plattform där man mer utförligt kan förklara och motivera hur ens egen analys avviker från majoriteten.

En ventil som underlättar gemensamt beslutsfattande

En annan viktig funktion för protokollen är att de underlättar vårt gemensamma beslutsfattande. De penningpolitiska besluten rör inte enbart den aktuella styrräntan, utan direktionen beslutar även om prognoserna och de penningpolitiska rapporterna med alla analyser och avvägningar som presenteras där.

Alla i direktionen har förstås inte samma uppfattning om allt detta men det är inte heller rimligt att vi reserverar oss mot detaljer i beslutsunderlagen eller att var och en av oss tar fram en egen penningpolitisk rapport.⁷ Beslutet blir därför till viss del alltid en kompromiss. Och den här kompromissen blir enklare att acceptera när vi har en plattform – en ventil – där vi kan utveckla nyanser kring beslutsunderlagen.

Stabilitet och konsistens över tiden

Protokollen tvingar dessutom ledamöterna att ta ansvar för sina egna ställningstaganden över tid. Det blir svårare för en ledamot att snabbt och utan en bra motivering ändra uppfattning i en fråga där han eller hon tidigare har kommunicerat ett eget ställningstagande. Det här kan vara både på gott och ont, men jag tror att

⁵ Andra centralbanker som i detalj redogör för sina kommittéers penningpolitiska diskussioner publicerar dessa redogörelser med lång tidsfördröjning, ofta fem eller tio år. Det är däremot vanligt att centralbanker kort efter det penningpolitiska mötet publicerar en kort sammanfattning av diskussionen på mötet, men utan att återge vad respektive ledamot har sagt (den tjeckiska centralbanken är ett undantag).

⁶ Protokoll innehåller även en kort sammanfattning av de diskussioner som har förts under de förberedande mötena. [Protokollen publiceras på våra webbsidor](#) på svenska och översatta till engelska.

⁷ Blinder (2007) lyfter fram en relaterad problematik som Bank of England har upplevt. Deras penningpolitiska kommitté är, precis som Riksbankens, vad Blinder kallar "individualistisk". Vid några tillfällen har ledamöterna varit eniga om hur penningpolitiken ska utformas, men däremot inte om motiveringen till beslutet.

fördelarna överväger genom att penningpolitiken blir lite mer konsistent och förutsägbar.

Regelbunden och synkroniserad kommunikation till marknaderna

Ytterligare en fördel med protokollen är att de bidrar till en tydligare kommunikation, särskilt mot de finansiella marknaderna. Eftersom inläggen på de penningpolitiska mötena fungerar på samma sätt som publicerade penningpolitiska anföranden får marknaden regelbundet och synkroniserat en uppdaterad syn på penningpolitiken från varje direktionsledamot.

Protokollsinläggen ligger sedan till grund för de olika anföranden som vi håller mellan de penningpolitiska mötena. Vid sådana anföranden kan vi försöka att ytterligare förklara och förtydliga hur vi ser på penningpolitiken, men tanken är att det då inte ska handla om nya bedömningar eller ställningstaganden.

Så gör vi för att tydliggöra att besluten tas vid de penningpolitiska mötena, och inte vid godtyckliga tillfällen däremellan. Det är i samband med de penningpolitiska mötena som direktionsledamöterna formulerar och dokumenterar sin syn på penningpolitiken och de avvägningar den står inför. På så sätt undviker vi den ”pyssignalering” som tidigare var vanlig i samband med direktionens anföranden.⁸

Ränteprognosen präglar Riksbankens penningpolitiska beredning

Hur man kommunicerar sin framtida penningpolitik skiljer sig åt mellan olika centralbanker. Riksbanken är en av få centralbanker som publicerar en prognos för styrräntan som hela eller majoriteten av direktionen står bakom.⁹

Det finns förstås andra sätt att kommunicera om den framtida styrräntan. Varje metod har sina för- och nackdelar. Vilken metod som är mest lämplig för respektive centralbank kan till exempel bero på hur stor den penningpolitiska kommittén är och hur den är sammansatt.

Låt mig fokusera på de prognoser för styrräntan som vi använder på Riksbanken. Det är ju den metod jag är mest bekant med, och dessutom präglar den hela Riksbankens penningpolitiska arbete. Jag menar att den präglar arbetet på ett positivt sätt men med en del fallgropar som jag hoppas att man ska kunna undvika framöver.

Jag återkommer strax till fallgroparna, men först vill jag nämna den mest positiva konsekvensen av att ta fram och publicera ränteprognoser.

⁸ Se Meyersson och Petrelius Karlberg (s. 54–55). Med ”pyssignalering” menar de att ledamöterna vid sina anföranden mellan penningpolitiska möten löpande ger ny information om vilken penningpolitik de tänker förespråka vid nästa möte. De penningpolitiska besluten blir då mer förutsägbara, men kommunikationen blir knappast tydligare eller mer effektiv. Till exempel blir det oklart när beslut fattas och vilken analys de baseras på. Det finns också en risk för att olika aktörer får information vid olika tidpunkter. Dessutom kan ledamöterna vid beslutsmötena känna sig bundna av de uttalanden de redan har gjort och därmed bli mindre mottagliga för tjänstemännens analys och kollegornas resonemang.

⁹ Även centralbankerna i Norge och Nya Zeeland publicerar prognoser för sin styrränta. Till skillnad från Riksbanken är deras penningpolitiska kommittéer vad Blinder (2007) kallar ”kollegiala”. Alla ledamöterna står visserligen bakom besluten, men de redovisar inte sin individuella syn på penningpolitiken.

Intelligentare samtal om penningpolitiken

Vi publicerar ju prognoser för inflationen och realekonomin. Men hur de variablerna utvecklas beror på vilken penningpolitik som förs. En prognos som inte också visar vilken penningpolitik den baseras på blir därför inte begriplig.

Att det dessutom är direktionen som står bakom Riksbankens prognoser medför att vi i den penningpolitiska beredningen tvingas diskutera sambandet mellan penningpolitiken och den övriga ekonomiska politiken. Även Riksbankens externa diskussioner gynnas av att de här sambanden blir tydliga.

En illustration av detta är att inflationen i våra prognoser nästan alltid ligger nära inflationsmålet om två eller tre år. Det här är ingen naturlag, utan en konsekvens av vad vi ser som en välavvägd penningpolitik. Om vi istället skulle se att inflationen i prognosen väntas avvika från målet under lång tid skulle det förmodligen vara lämpligt att ändra den penningpolitiska planen.

Det här fungerar även omvänt. Om någon, till exempel i vår penningpolitiska beredning eller i en extern diskussion, förespråkar en annorlunda penningpolitisk plan behöver man också kunna förklara varför den planen blir bättre. Har man en annorlunda syn på vilka utfall som är önskvärda? Har man en annan syn på vilket genomslag en viss penningpolitik får på inflationen och realekonomin? Eller har man en avvikande syn på andra delar av prognosen?

Kommunikationen kring ränteprognoserna är svår

Våra ränteprognoser får ofta mycket uppmärksamhet. De diskuteras i både media och på de finansiella marknaderna. Det är bra att den här diskussionen uppstår, och ibland har den visat att vi inte har använt prognosen på rätt sätt eller att vår kommunikation har blivit otydlig. Låt mig resonera kring några av de fallgropar och problem som ränteprognoserna har ställts inför.

För några år sedan utvärderade vi erfarenheterna av att publicera ränteprognoser och kunde då konstatera att erfarenheterna huvudsakligen var positiva. Allmänheten hade fått större insyn i penningpolitiken, och ränteprognoserna hade skapat bättre möjligheter till en öppen diskussion och utvärdering av penningpolitiken externt. Dessutom hade få av de farhågor som fanns då ränteprognoserna infördes 2007 infriats.¹⁰

Men vi identifierade också vissa problem. Ett var att ränteprognoserna inte hade varit särskilt träffsäkra. Ett annat var att det periodvis hade funnits stora skillnader mellan marknadens och Riksbankens styrränteprognoser. De här problemen kvarstår, men det finns ytterligare utmaningar med ränteprognoserna som jag vill kommentera.

Inte mycket kraft i svansen

Rosenberg (2007) menade att det främsta skälet till att börja publicera en egen ränteprognos var att det skulle underlätta för centralbanken att styra förväntningarna på den framtida penningpolitiken.

¹⁰ Se Sveriges riksbank (2017).

I praktiken har det här visat sig vara svårt. Det går inte att säga att ränteprogno- serna har blivit ett kraftfullt tillskott i Riksbankens verktygslåda. Riksbankens rän- teprogno- ser har ofta legat långt från marknadens ränteförväntningar och när pro- gnosen har ändrats har det vanligtvis varit i riktning mot det marknaden redan förväntar sig. Flera studier finner visserligen att marknadsräntorna har påverkats av förändringar i Riksbankens ränteprogno- ser, men genomslaget på marknadsrän- terna har varit litet och främst gällt korta horisonter.¹¹

Min slutsats av det här är att ränteprogno- serna inte ska ses som ett substitut för faktiska räntebeslut. Kommunikation om hur vi väntar oss att penningpolitiken ska utvecklas den närmaste tiden påverkar visserligen marknadernas förväntningar och är ett viktigt komplement till räntebesluten. Men de flesta centralbankerna kommunicerar sådan information på något sätt, med eller utan en uttalad ränte- prognos. Den metod Riksbanken använder, med en uttalad prognos, fungerar väl genom att kommunikationen blir tydlig och rättfram.

För att påverka förväntningarna på lite längre sikt behöver kommunikationen vara starkare än en prognos; den behöver närma sig ett löfte. Riksbanken har, enligt mig på goda grunder, varit försiktig med sådan kommunikation.¹²

Vid några tillfällen har vi ändå kommunicerat som om ändringar i ränteprogno- sens svans, alltså den del av prognosen som ligger längst bort i tiden, innebar att penningpolitiken blev mer eller mindre expansiv. Ett exempel på det är mötet i april 2013, just innan jag tog plats i direktionen. Då reviderades inflations- och ränteprogno- serna ner avsevärt men räntan lämnades oförändrad på 1 procent. Även i december 2014 kommunicerade vi som att en plan med nollränta under längre tid innebar att penningpolitiken blev mer expansiv.¹³

I båda fallen tror jag att det – av olika anledningar – fanns en ovilja att sänka styr- räntan men att vi ändå ville visa handlingskraft. Då såg vi ändringar i ränteprogno- sen som ett sätt att beskriva penningpolitiken som mer expansiv trots att vi inte sänkte styrräntan. Det hade varit bättre att tydligare förklara varför vi inte ansåg att styrräntan borde sänkas trots att inflationsprognosen var oroande låg.¹⁴

Ovilja att ändra ränteprogno- sen

En farhåga som nämndes när ränteprogno- serna introducerades var att de skulle uppfattas som bindande åtaganden. Vissa menade att det skulle ses som ett miss- lyckande för centralbanken att avvika från den tidigare prognosen. En rädsla för

¹¹ Se Åhl (2017), Iversen och Tysklind (2017) samt Hofmann och Xia (2022).

¹² Jag vill inte idag ge mig in i en diskussion om för- och nackdelarna med sådan *forward guidance*, men konstaterar att erfarenheterna inte är odelat positiva för de centralbanker som försökt göra bindande utfästelser om hur penningpolitiken ska utvecklas framöver.

¹³ Motiveringen i april 2013 var: "För att stimulera efterfrågan så att inflationen stiger mot målet behöver repo- räntan ligga kvar på ungefär 1 procent till andra halvåret 2014, vilket är knappt ett år längre än i prognosen i feb- ruari." I december 2014 var motiveringen: "För att inflationen ska stiga mot målet tillräckligt snabbt och för att minska risken att inflationsförväntningarna på längre sikt fortsätter att falla behöver penningpolitiken bli mer expansiv. Riksbankens direktion bedömer därför att reporäntan behöver ligga kvar på noll procent under en nå- got längre tid än enligt prognosen i oktober."

¹⁴ I sin utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015 framförde Goodfriend och King (2016) en liknande kritik. De menade att direktionsledamöterna hade fokuserat alltför mycket på prognoser för styrräntan långt i framtiden snarare än hur räntan skulle sättas i närtid.

detta kunde medföra att direktionen i sina räntebeslut skulle följa ränteprognosen även om ny information talade för andra beslut.

Det finns dock inte mycket som tyder på att den här farhågan har infriats. Det har alltid varit tydligt i Riksbankens kommunikation att ränteprognosen inte är ett löfte, och prognosen har i praktiken inte heller hindrat direktionen från att fatta nya beslut.¹⁵ Det illustreras tydligast av det penningpolitiska beslutet i april 2022. Då höjde vi styrräntan trots att prognosen vid det föregående mötet, i februari 2022, var att räntan skulle ligga kvar på 0 procent de kommande två åren.

Däremot har jag noterat ett snarlikt problem: en ovilja att ändra *ränteprognosen*. Centralbanker vill gärna att penningpolitiken ska vara förutsägbar. För att ge ekonomins aktörer tid att anpassa sig till nya förhållanden vill man helst ändra räntan gradvis och i små steg.¹⁶ De teoretiska argumenten för sådan *interest rate smoothing* är kanske inte helt övertygande, men i praktiken är det nog en sund princip.

Men den här oviljan verkar alltså även, eller kanske ännu mer, gälla kommunikationen om framtida styrräntor. Oviljan gäller både stora och små förändringar. Mellan varje penningpolitiskt möte får vi alltid en mängd ny information om hur ekonomin utvecklas. Som en följd ändrar vi nästan alltid prognoserna för inflationen och realekonomin, även om revideringarna kan vara mycket små. Men ränteprognosen är ett undantag. Ofta har vi valt att publicera en prognos som är identisk med den tidigare.

Argumentet för att inte göra små ändringar i ränteprognosen är vanligtvis att det skulle indikera att penningpolitiken reagerar på brus eller på oviktig ny information. En risk jag ser med det är att det här "bruset" ackumuleras till något mer betydelsefullt över tiden. Till sist sitter vi med en ränteprognos som tydligt avviker från vad marknaden och kanske även vi själva tror på. Och i det läget kan det vara svårt att göra en stor revidering av prognosen eftersom det inte finns någon viktig ny information att hänga upp revideringen på.

I vår senaste penningpolitiska rapport lyfte vi endast fram vår ränteprognos för de kommande tre kvartalen i samband med de penningpolitiska övervägandena i rapportens inledning. Prognosen för styrräntan under den övriga prognosperioden presenterade vi senare i rapporten. Den här uppdelningen kommer förhoppningsvis göra det enklare att låta ny information påverka prognoserna för styrräntan bortom de allra närmaste mötena, även om den kan ses som brus.

Ett väntevärde ser inte alltid ut som ett rimligt scenario

Riksbankens ränteprognoser under hösten 2023 har ifrågasatts, särskilt av aktörer på de finansiella marknaderna. I november förra året var vår prognos att styrräntan skulle ligga kvar kring 4 procent till mitten av 2025. Kritiken bestod av två delar. För det första menade man att det var svårt att förstå varför styrräntan ska ligga stilla

¹⁵ Beslutet i december 2018 är ett möjligt undantag. En oenig direktion höjde då styrräntan från -0,50 till -0,25 procent trots att ny information sedan det föregående mötet tydde på både lägre inflation och svagare konjunktur. Riksbankschefen framförde på mötet att "[V]i har hela tiden räknat med att så småningom, när förutsättningarna är de rätta, höja räntan. För att vara lite mer konkret – under det senaste halvåret har de prognoser och bedömningar som legat till grund för våra penningpolitiska beslut varit baserade på antagandet att reporäntan skulle höjas mot slutet av 2018. Det har tydligt framgått av vår kommunikation och syns i reporäntebanorna."

¹⁶ Till exempel har Rosenberg (2007) uttryckt detta som en princip för Riksbanken.

på en åtstramande nivå när inflationen i prognosen ganska snart hamnar på målnivån. För det andra menade man att prognosen var orealistisk eftersom såväl pris-sättningen på de finansiella marknaderna som flera andra bedömares prognoser indikerade att räntan skulle sänkas med åtminstone en procentenhet under samma period.

Den första delen av den här kritiken tycker jag är ganska lätt att avfärda. Våra prognoser är vanligtvis väntevärden, och väntevärdet av olika scenarier ser inte nödvändigtvis ut som ett rimligt scenario i sig självt.

Under förra året oroades vi av att inflationen upprepade gånger hade blivit betydligt högre än vad både vi och andra bedömare hade väntat samtidigt som realekonomin uppvisade en överraskande styrka. Ett annat sätt att uttrycka det här är att våra räntehöjningar hade blivit mindre åtstramande än väntat.¹⁷ Man kan tänka på vår prognos som genomsnittet av två olika scenarier för hur mycket räntan skulle behöva höjas för att bli tillräckligt åtstramande.¹⁸ I det ena scenariot skulle räntan behöva fortsätta att höjas medan den snart skulle kunna börja sänkas i det andra. Men i båda scenarierna skulle inflationen ganska snart föras tillbaka till målet, och även utvecklingen för realekonomin skulle bli snarlik.¹⁹

Den andra delen av kritiken är lite svårare att bemöta. Många tror nog att vi i direktionen försökte använda svansen i ränteprognosen för att signalera en penningpolitik vi inte riktigt trodde på. Det stämmer att vi har varit oroade av att diskussionen om räntesänkningar kan medföra att penningpolitiken blir omotiverat expansiv. Jag menar ändå att sådana farhågor inte var motivet bakom våra ränteprognoser i höstas. Vi var genuint osäkra på om penningpolitiken hade blivit tillräckligt åtstramande för att inflationen skulle falla tillbaka till målet inom rimlig tid.

Jag tycker för övrigt att en del av den här osäkerheten kvarstår även idag, trots att inflationsutsikterna har ljusnat och vår ränteprognos har sänkts avsevärt. Vår prognos vid det penningpolitiska mötet i mars var att styrräntan troligen kan sänkas vid något av de kommande två penningpolitiska mötena. Men det här är inget löfte.

Jag pekade vid mötet på flera risker som skulle kunna sätta käppar i hjulet för tidiga räntesänkningar: en fortsatt försvagning av kronan, en fortsatt stark amerikansk ekonomi, stigande råvarupriser och en snabbt ökande efterfrågan även i den svenska ekonomin. Allt detta har vi sett tecken på de senaste veckorna. Men vi har också fått ett nytt inflationsutfall, för mars. Inflationen blev avsevärt lägre än vår prognos, vilket stärker bilden av att inflationstrycket snart har normaliserats och att

¹⁷ Ytterligare ett sätt att formulera detta är att den kortsiktiga så kallade neutrala räntan var högre än vi trodde.

¹⁸ I den penningpolitiska rapporten från november 2023 visade vi två scenarier liknande de jag beskriver här. Genomsnittet av de scenarierna innebär att prognosen för räntan blir ganska platt samtidigt som inflationen rör sig mot målet ungefär som i vår prognos. För att passa min beskrivning borde dock orsaken till scenariot med hög inflation ha varit antingen att penningpolitiken fick oväntat litet genomslag eller att konjunkturen blev oväntat stark.

¹⁹ En liknande diskussion fördes kring den internationella penningpolitiken förra året. Man undrade om ränteutvecklingen snarare borde likna Matterhorn (brant upp och sedan brant ner) än Taffelberget (fastna på en hög platå). Min poäng är att prognosen kan likna ett Taffelberg när man rör sig uppåt även om man vet att utvecklingen *ex post* kommer att likna Matterhorn; om man inte vet hur högt berget är vet man inte hur länge man behöver fortsätta klättra innan det vänder nedåt.

vi kan börja lätta på penningpolitiken. Vad det här sammantaget innebär för räntebesluten återkommer vi till om några veckor i samband med nästa penningpolitiska möte.

Prognosen har ibland varit ett huvudscenario snarare än ett väntevärde

Vid några tillfällen tror jag att det är vi själva som har bidragit till förvirring genom att tänka på ränteprognosen som ett huvudscenario, det vill säga det mest troliga scenariot, snarare än ett väntevärde. Jag tänker särskilt på när räntan var vid eller nära sin nedre gräns.

Det penningpolitiska mötet i februari 2022 är ett exempel. Styrräntan låg då på noll procent. Vi har visserligen tidigare visat att det är möjligt att sänka styrräntan till lägre nivåer, men många anser nog att det skulle behövas ganska starka skäl för att återigen införa minusränta. Under början av 2022 fanns det dessutom inget som tydde på att penningpolitiken skulle behöva bli mer expansiv. Diskussionen handlade istället om hur man skulle tolka dels den höga amerikanska inflationen, dels de stigande energipriserna i Sverige och omvärlden. Hur varaktig skulle den amerikanska inflationen bli? Vilka risker fanns att den skulle sprida sig även till Sverige? Skulle de höga energipriserna sprida sig till andra priser?

Våra analyser på Riksbanken landade då visserligen i att risken hade ökat för att inflationen skulle ta fart i Sverige. Men de inflationsutfall vi hade fått in indikerade att inflationstrycket fortfarande var svagt. Till exempel hade den underliggande inflationen fallit till 1,7 procent i det senaste utfallet. Vissa tjänstepriser steg visserligen snabbt, men det såg ut att vara priser som började återställas efter att ha sjunkit under pandemin. Och Ryssland hade ännu inte inlett sin fullskaliga invasion av Ukraina.

Ett rimligt *scenario* var därför att det senaste dryga decenniets miljö med svagt inflationstryck och låga räntor i såväl Sverige som omvärlden skulle bestå. Det här avspeglades i vår ränteprognos där vi liksom tidigare bedömde att det skulle bli lämpligt att hålla kvar styrräntan på noll procent under flera år. Men samtidigt hade riskerna kring det här scenariot ändrats och var ganska tydligt på inflationens uppsida. Den ändrade riskbilden avspeglades dock inte i prognosen för styrräntan. Den prognos vi presenterade var alltså knappast väntevärdesriktig utan snarare det mest troliga utfallet. Det här borde vi ha tydliggjort både för oss själva och externt.

I efterhand är det dessutom lätt att se att vi i det alternativa scenario som vi analyserade i den penningpolitiska rapporten borde ha utgått från en större förändring i inflationstrycket. Utgångspunkten kunde istället ha varit att inflationen började ta fart i Sverige på samma sätt som i USA.²⁰

²⁰ Hassler, Krusell och Seim (2023) kritiserade i sin granskning av penningpolitiken 2022 Riksbanken för att vid årets inledning inte ha analyserat ett scenario där inflationen började stiga snabbt. Det alternativa scenariot i den penningpolitiska rapporten från februari 2022 var att de höga energipriserna skulle påverka inflationsförväntningarna och lönebildningen. Inflationstrycket på något års sikt skulle då bli högre, och styrräntan skulle börja höjas under våren 2023 istället för under 2024.

Ränteprognosen blir en naturlig utgångspunkt för alternativa scenarier

Riksbanken insåg tidigt att man kan belysa flera aspekter av penningpolitiken om ränteprognosen används som utgångspunkt för alternativa scenarier. Man kan illustrera avvägningarna mellan inflation och konjunktur genom att visa hur ekonomin skulle utvecklas i prognosen om man planerade för en mer eller mindre åtstramande styrränta framöver. Man kan också illustrera den penningpolitiska handlingsregeln genom att visa hur ränteprognosen skulle ändras om ekonomin utsätts för någon specifik chock. Och mer generellt kan man belysa att osäkerheten inte är isolerad till enskilda variabler, utan att variablerna samvarierar och dessutom påverkas av hur penningpolitiken utformas.

När ränteprognosen publicerades för första gången i den penningpolitiska rapporten i januari 2007 ägnades därför ett helt kapitel i rapporten åt att analysera scenarier där dels ekonomin utsattes för oväntade störningar, dels penningpolitiken blev mer eller mindre expansiv. Så såg det ut ända till sommaren 2014. Därefter har alternativa scenarier använts på lite olika sätt vid olika tidpunkter.

Riksbankens alternativscenarier har nyligen uppmärksammats som en förebild internationellt.²¹ Men att presentera innehållsrika scenarier är inte enkelt. Den penningpolitiska beslutsprocessen är ju vanligtvis intensiv och komplicerad. Direktionen ska besluta om räntan här och nu, men den ska också ta ställning till prognosen, inklusive ränteprognosen, och alla analyser som presenteras i den penningpolitiska rapporten. I den här processen är det svårt att ägna lika mycket uppmärksamhet åt alternativscenarierna. Scenarierna blev därför ofta till stor del resultatet av modellanalyser med vår prognos – ”huvudscenariot” – som utgångspunkt.

Det här medförde ett antal problem som jag tror sammantaget bidrog till att vi under ett antal år gav scenarierna mindre utrymme.

Direktionen behöver ta ansvar för scenarierna

Ett första problem är att scenarierna blir missvisande om direktionen inte har tagit ställning till dem ordentligt. Prognosen, och särskilt prognosen för styrräntan, är i hög utsträckning ett resultat av bedömningar. Därför riskerar ett scenario som i högre utsträckning bygger på modellanalyser att bli missvisande. Om utvecklingen börjar likna den i scenariot kanske direktionen inte alls vill reagera så som scenariot indikerade.

Svårt att analysera och enas om relevanta scenarier

För att inte modellanalysen ska bli för dominerande behöver alltså direktionen aktivt engagera sig i de scenarier som ska presenteras. Vilka scenarier är mest relevanta? Och hur tänker sig direktionen att penningpolitiken skulle reagera på dem?

Här uppstår ytterligare problem. Det går i praktiken inte att analysera förutsättningarna för ett hypotetiskt scenario i samma detalj som för den situation man

²¹ Se Financial Times U.K. edition, 3 april 2024, ”BoE faces ‘once in generation’ forecasting reform”.

faktiskt befinner sig i. Scenariot kan därför inte bli lika genomarbetat som prognosen. Dessutom är beslutsprocessen som sagt redan komplicerad. Direktionen kan ha svårt att enas om vilka scenarier som är mest relevanta att visa och hur penningpolitiken borde reagera i dessa scenarier.

Relevanta risker har varit svåra att analysera i scenarier

En återkommande fråga under min första tid i direktionen, runt 2013 och början av 2014, var hur man skulle väga penningpolitisk stimulans mot risken att finansiella obalanser byggs upp. Redan i samband med de första scenarierna i den penningpolitiska rapporten 2007 påpekades att sådana risker är svåra att sifferätta med Riksbankens prognosmetoder. Frågan blev därefter alltmer kontroversiell mellan direktionens ledamöter vilket bidrog till att scenarierna också blev svårare att arbeta med.

En liknande, och för mig viktigare, problematik som har varit framträdande det senaste decenniet är hur man ska hantera förväntningar och förtroendet för inflationsmålet i scenarierna. Vi brottades under många år med en inflation som var alltför låg. De allra senaste åren har oron istället gällt en alltför hög inflation.

I de här lägena har det varit svårt att med scenarier fånga de relevanta riskerna och avvägningarna. Till exempel stod de relevanta alternativen för ett år sedan inte mellan å ena sidan vår planerade penningpolitik och å andra sidan en lite mjukare penningpolitik som skulle medföra att det tar lite längre tid för inflationen att falla tillbaka till målet men att konjunkturen utvecklas lite bättre.

Den risk vi har oroats av och behövt hantera är att inflationsmålet tappar sin trovärdighet. Tyvärr finns det inte modeller som kan analysera hur olika handlingsregler påverkar risken att inflationsprocessen spårar ur eller hur den realekonomiska utvecklingen skulle se ut i sådana scenarier.²² De scenarier som vi har analyserat har därför i vissa lägen blivit för triviala och innehållslösa, och ibland har vi då avstått från att publicera dem.

Avslutande reflektioner

Om en månad lämnar jag Riksbankens direktion. Nya ledamöter kommer att besluta om hur den penningpolitiska kommunikationen ska se ut framöver, men låt mig ändå avslutningsvis försöka sammanfatta några av mina tankar kring hur vi, tillsammans och som enskilda direktionsledamöter, kommunicerar kring de penningpolitiska besluten.

Vänd- och brytpunkter är särskilt svåra

För det första framgår det av min genomgång ovan att kommunikationen kring penningpolitikens vänd- och brytpunkter har varit särskilt svår att hantera. Till exempel indikerade ränteprognoisen i december 2014 inte att någon minusränta var på gång,

²² Vid några tillfällen, till exempel i april 2022, har vi presenterat scenarier där vi med handpåläggning har tvingat modellen att ta in ovanligt stora, ogynnsamma effekter på inflationsförväntningarna när inflationen börjar avvika från målet. Sådana scenarier handlar ändå inte om att inflationsmålet tappar sin roll som ekonomins nominella ankare, och inte heller om att konsekvenserna av en helt annan penningpolitisk handlingsregel analyseras.

och ränteprognosen i februari 2022 indikerade inte att noll- och minusräntans tid snart kunde vara förbi.

Vid de här episoderna verkar det, lite överraskande, ha varit svårare för oss att ändra prognoserna för den framtida penningpolitiken än att faktiskt lägga om penningpolitiken genom att ändra räntan när det blev nödvändigt.

Ränteprognoserna på sikt kan inte ersätta räntebeslut här och nu

För det andra har vi ibland ställts inför svåra avvägningar där vi önskat att vi hade haft fler verktyg att arbeta med. Vi lurar oss själva om vi då tror att kommunikation om styrräntan i en avlägsen framtid är ett användbart redskap. Vi har huvudsakligen ett penningpolitiskt verktyg att arbeta med, styrräntan här och nu.

Kommunikationen är ändå ett viktigt inslag i penningpolitiken. Den kan bland annat stärka det penningpolitiska budskapet och förbereda ekonomins aktörer på förändringar i styrräntan. På så sätt fungerar kommunikation som ett komplement till räntebesluten men räntebesluten behöver också fattas. Kommunikationen kan inte ersätta dem.

Ränteprognoserna behöver revideras löpande

För det tredje har våra ränteprognoser ofta avvikit från marknadens förväntningar, och dessutom ofta visat sig vara mindre träffsäkra än marknadens. En anledning kan vara vår ovilja att löpande justera ränteprognosen till ny information. Det finns förmodligen ett värde i att själva räntan vanligtvis ändras gradvis i små steg, och inte fram och tillbaka, upp och ner så snart vi får ny information. Men det betyder inte att ränteprognoserna behöver behandlas på samma sätt. Särskilt prognoserna bortom de närmaste mötena tycker jag att man måste kunna behandla på samma sätt som prognoserna för andra variabler.

När våra prognoser avviker påtagligt från marknadens prissättning och andra aktörers prognoser bör vi dessutom kunna förklara varför. Har vi till exempel olika syn på konjunkturutvecklingen, på penningpolitikens genomslag eller på hur målkonflikter ska hanteras?

Välj scenarier med omsorg

För det fjärde behöver vi fortsätta att utveckla arbetet med scenarier. Det här är lättare sagt än gjort. De senaste åren har vi försökt väcka nytt liv i de alternativa scenarierna. Ambitionen är främst att de ska belysa osäkerheten kring prognosen. Några av scenarierna har fungerat riktigt bra och underlättat vår kommunikation – jag tänker särskilt på scenarierna i november 2023 – men jag tycker att vi ännu inte har nått hela vägen fram. Ska scenarierna endast belysa att inflationen, och därmed styrräntan, kan bli högre eller lägre än prognosen? Eller ska de belysa specifika utvecklingar som vi har diskuterat, och som antingen är en del av prognosen eller som ligger utanför prognosen?

Jag ser gärna att scenarierna försöker vända på frågeställningen: Finns det en utveckling för penningpolitiken som vi ser som osannolik men inte otänkbar? En utgångspunkt kan till exempel vara den penningpolitik som förväntas på de finansiella marknaderna om dessa förväntningar avviker tydligt från vår egen. Vilka förutsättningar skulle motivera en sådan penningpolitik?

För att scenarierna ska bli relevanta behöver direktionen engagera sig i arbetet tidigt i processen så att scenarierna speglar frågor som direktionen bedömer är aktuella och relevanta att belysa.

Kommittéledamöterna kan inte alltid ha samma syn

För det femte har jag konstaterat att direktionen har kunnat fatta beslut trots att besluten inte endast handlar om styrräntan här och nu, utan även en prognos för penningpolitiken tre år framåt samt en penningpolitisk rapport med analyser och prognoser. Jag har också konstaterat att protokollen fungerar som en ventil som underlättar vårt gemensamma beslutsfattande. Men det här betyder inte att vi alltid kan enas om ett gemensamt beslut.

Att direktionen består av flera ledamöter beror just på att besluten är svåra och mångdimensionella. Direktionens ledamöter har olika kompetenser, olika erfarenheter och kan se olika på de avvägningar vi ställs inför. Det är därför helt naturligt och väntat att ledamöter ibland väljer att reservera sig mot majoritetsbeslutet.

Jag räknar mina ordinarie penningpolitiska möten till 62 och har reserverat mig vid 19 av dessa möten, varav sju gånger mot själva räntebeslutet och två gånger enbart mot ränteprognosen.²³ Det här är inte alls något "rekord". Såväl Eva Srejber som Lars E O Svensson och Karolina Ekholm hann med fler reservationer mot räntebeslutet trots kortare tid i direktionen. Och om jag räknar bort de två nyaste ledamöterna i direktionen har samtliga nuvarande och tidigare ledamöter reserverat sig mot minst ett penningpolitiskt beslut, med endast ett undantag.²⁴

Reservationerna har blivit något färre de allra senaste åren. Kommunikationen blir tydligare om direktionen är enig eftersom budskapet blir mindre spretigt. Men jag ser inga tecken på att enigheten stärker Riksbankens trovärdighet. Till exempel har ju skillnaden mellan marknadens ränteförväntningar och Riksbankens ränteprognoser varit ovanligt stor den senaste tiden. På sikt skulle det nog framstå som märkligt, och knappast trovärdigt, om direktionen hela tiden förblir enig i sin syn på så svåra frågor som Riksbanken ställs inför.

"Osäkerhet och förväntan är livets glädjeämnen; säkerhet är ointressant"²⁵

Till sist ett medskick till framtida direktioner: Fortsätt att hålla transparensens och tydlighetens fana högt! Men kom ihåg att transparens och tydlighet inte betyder att prognoserna blir träffsäkra.

Osäkerheten kommer alltid att finnas där. Att hela tiden anpassa penningpolitiken till nya omständigheter är i själva verket kärnan i direktionens arbete. Utmaningen för den penningpolitiska kommunikationen är att förmedla ett tydligt budskap som också fångar osäkerheten.

²³ Därtill har jag reserverat mig eller angett ett särskilt yttrande vid ytterligare några direktionsmöten i andra frågor än penningpolitik.

²⁴ Direktionen har haft 21 olika ledamöter sedan den inrättades 1999. Den ende som under denna tid inte reserverat sig är Urban Bäckström, men han använde i egenskap av riksbankschef sin utslagsröst vid ett tillfälle. Cecilia Skingsley reserverade sig vid flera tillfällen mot Riksbankens köp av statsobligationer men aldrig mot ett räntebeslut.

²⁵ William Congreve (1670-1729).

Referenser

- Blinder (2004), "The quiet revolution: Central banking goes modern", Yale University Press
- Blinder (2007), "[Monetary policy by committee: Why and how?](#)" European Journal of Political Economy 23, 106-123
- Dincer, Nergiz, Barry Eichengreen och Petra Geraats (2022), "[Trends in monetary policy transparency: Further updates](#)", International Journal of Central Banking 18(1), 331-348
- Goodfriend, Marvin (1986), "[Monetary mystique: Secrecy and central banking](#)", *Journal of Monetary Economics* 17, 63-92
- Goodfriend, Marvin och Merwyn King (2016), "[Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010-2015](#)", Rapport från riksdagen 2015/16:RFR6
- Hassler, John, Per Krusell och Anna Seim (2023), "[Utvärdering av penningpolitiken 2022](#)", Rapporter från riksdagen 2022/23:RFR5
- Hofmann, Boris och Fan Dora Xia (2022), "[Quantitative forward guidance through interest rate projections](#)", BIS Working Paper No. 1009
- Iversen, Jens och Oskar Tysklind (2017), "[The effect of repo rate path changes on asset prices \(riksbank.se\)](#)", staff memo, Sveriges riksbank
- Meyersson, Pernilla och Pernilla Petrelius Karlberg (2012), "En resa i kommunikation: fallet Sveriges riksbank", SNS förlag
- Rosenberg, Irma (2007), "[Riksbanken inför egen räntebana](#)", anförande, Sveriges riksbank
- Sveriges riksbank (2017), "[Riksbankens erfarenheter av att publicera reporänteprognoser](#)", Riksbanksstudier
- Åhl, Magnus (2017), "[How big is the toolbox of a central banker? Managing expectations with policy-rate forecasts: Evidence from Sweden](#)", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 339