

Riksbankens erfarenheter av att publicera reporänteprognoser

Riksbanksstudier, juni 2017

Produktion: Sveriges riksbank
Stockholm juni 2017
ISBN 978-91-87551-05-5

Innehåll

Förord 4

Sammanfattning 5

1 Varför började Riksbanken publicera reporänteprognoser? 6

1.1 Tidigare reporänteantaganden innebar nackdelar och problem 6

1.2 Egen reporänteprognos blev ett naturligt steg 7

2 Erfarenheterna av att publicera reporänteprognoser har varit goda 8

2.1 Reporänteprognoserna har underlättat och förbättrat Riksbankens analyser 8

2.2 Publiceringen av reporänteprognoserna har gett ett bättre underlag för att utvärdera och diskutera penningpolitiken 8

3 De flesta av de farhågor som fanns 2007 har inte besannats 9

3.1 Riksbanken har inte känt sig tvungen att hålla fast vid ränteprognosen 9

3.2 Reporänteprognosen har inte uppfattats som ett bindande åtagande 10

3.3 Även för en kommitté är det möjligt ta fram en reporänteprognos 11

4 Men det har också funnits utmaningar 11

4.1 Varken Riksbankens eller andras ränteprognoser har varit särskilt träffsäkra 11

4.2 Avvikelserna mellan Riksbankens reporänteprognos och marknadsräntorna har periodvis varit stora 13

4.3 Men förändringar i reporänteprognosen har påverkat marknadsräntorna 16

5 Avslutande kommentarer 16

Referenser 18

Förord

Det är nu tio år sedan Riksbanken började publicera egna prognoser för reporäntan. Detta gör det lämpligt att reflektera över vilka erfarenheterna varit. I utvärderingen av Riksbankens penningpolitik 2010–2015 rekommenderar dessutom författarna Marvin Goodfriend och Mervyn King att Riksbanken dels utvärderar erfarenheterna av att publicera egna reporänteprognoser, dels analyserar de avvikelser mellan marknadens förväntningar och Riksbankens prognoser som fanns under delar av utvärderingsperioden. I sitt betänkande ansåg även Finansutskottet att erfarenheterna av egna reporänteprognoser behöver utvärderas grundligt.

Denna Riksbanksstudie förklarar varför Riksbanken började publicera reporänteprognoser och diskuterar på ett övergripande plan vilka erfarenheterna har varit. Som komplement finns mer detaljerade beskrivningar av olika delområden publicerade i form av tre Staff memos och ett Working paper.¹

Erfarenheterna av att göra och publicera reporänteprognoser kan utvärderas i två dimensioner. Den *interna* dimensionen har att göra med Riksbankens arbete att med hjälp av prognoser för ekonomins utveckling komma fram till en lämplig penningpolitik, medan den *externa* dimensionen har att göra med kommunikationen av penningpolitiken. Dimensionerna hänger också till stor del ihop.

I båda dimensionerna har erfarenheterna varit goda. Riksbankens interna arbete med de penningpolitiska beslutsunderlagen har utvecklats och blivit bättre. Möjligheterna till en öppen diskussion och utvärdering av penningpolitiken externt har också förbättrats genom att Riksbanken har publicerat sina egna prognoser för reporäntan.

Men det har också funnits utmaningar. En sådan utmaning är att reporänteprognoserna inte har varit särskilt träffsäkra. En annan utmaning är de skillnader som funnits mellan marknadsräntor och Riksbankens reporänteprognoser.

Få av de farhågor som fanns då reporänteprognoserna infördes 2007 har infriats. Mot bakgrund av Riksbankens övervägande positiva erfarenheter finns det få alternativ till att fortsätta publicera reporänteprognoser. Två saker för Riksbanken att fundera vidare på, givet de utmaningar som ändå funnits, är hur ränteprognosernas träffsäkerhet kan förbättras och den relativa penningpolitiska betydelsen av å ena sidan förändringar i själva reporäntan och å andra sidan förändringar i reporäntebanan.

Riksbankens direktion

¹ Se Alsterlind (2017a och 2017b), Iversen och Tysklind (2017) samt Åhl (2017).

Sammanfattning

Riksbanken började publicera egna prognoser för reporäntan 2007. Det hade till stor del att göra med de problem som var förknippade med de antaganden som tidigare låg till grund för Riksbankens prognoser för inflationen och realekonomin: en konstant reporänta under prognosperioden respektive en reporänta som utvecklas i linje med terminsräntor. Dessutom var publiceringen av de egna reporänteprognoserna ett led i en allmän utveckling i riktning mot mer öppenhet kring de penningpolitiska beslutsunderlagen. Att kunna påverka marknadsräntor med längre löptid var ytterligare en anledning till att Riksbanken började publicera egna reporänteprognoser.

Riksbankens erfarenheter av att göra egna reporänteprognoser är goda. Reporänteprognoserna har förbättrat det interna analysarbetet, bland annat genom att underlätta användningen av alternativa scenarier där effekterna av olika penningpolitiska alternativ kan analyseras och illustreras. Samarbetet mellan medarbetarna och direktionen har också fördjupats i och med att prognoserna och den penningpolitiska avvägningen hänger ihop på tydligare sätt än tidigare. Publiceringen av reporänteprognoserna har dessutom gett allmänheten större insyn i penningpolitiken och bättre möjligheter till utvärdering och ansvarsutkrävande.

Flera av de farhågor förknippade med publicering av reporänteprognoser som fanns för 10 år sedan har inte infriats. Till exempel fanns det en farhåga att reporänteprognosen skulle uppfattas som ett bindande löfte. Men eftersom Riksbanken i stort sett har ändrat reporänteprognoserna vid varje penningpolitiskt möte sedan 2007 har den farhågan kommit på skam. En annan farhåga var att direktionens sex ledamöter inte skulle kunna komma överens om en reporänteprognos. Även om det förekommit reservationer mot reporänteprognosen relativt ofta har det gått att ena en majoritet av ledamöterna för en viss reporäntebana vid varje beslutstillfälle. En förklaring till det är att de enskilda ledamöterna har haft en viss tolerans för avvikelser från sin egen föredragna räntebana enligt en "nära nog-princip".

Även om erfarenheterna överlag varit goda har det funnits utmaningar. En sådan har varit att reporänteprognoserna inte har varit särskilt träffsäkra. Det är dock ett gemensamt drag för motsvarande prognoser i olika länder och bland olika bedömare under det senaste decenniet. Tänkbara förklaringar till det är den trendmässiga nedgången i globala realräntor som pågått de senaste decennierna och de stora negativa störningar som världsekonomin utsatts för sedan 2008 i form av såväl den globala finanskrisen som den europeiska skuldskrisen.

En annan utmaning har varit de periodvis stora avvikelserna mellan Riksbankens reporänteprognoser och de förväntningar på reporäntan som avspeglas i prissättningen på korta och långa marknadsräntor. Det är dock svårt att uppskatta sådana förväntningar med hjälp av marknadsräntor. Långa räntor bestäms inte bara av förväntningar om framtida korträntor, utan också av olika "premier", som exempelvis kan avspegla att ränteplaceringar på olika löptider är förenade med olika risk eller likviditet. Det finns indikationer på att premierna har spelat roll för avvikelserna mellan Riksbankens ränteprognoser och de uppskattade reporänteförväntningarna utifrån marknadsräntor.

Mycket tyder dock på att Riksbankens förändringar av sina reporänteprognoser har påverkat marknadsräntorna i samma riktning, även om effekterna främst finns på korta löptider och inte är "ett till ett".

Mot bakgrund av de övervägande positiva erfarenheterna finns det få anledningar för Riksbanken att inte fortsätta publicera reporänteprognoser. Två saker för Riksbanken att fundera vidare på är dock hur reporänteprognosernas träffsäkerhet kan förbättras och hur faktiska förändringar av reporäntan bör ställas mot förändringar av reporänteprognosen när penningpolitiken behöver göras mer eller mindre expansiv.

1 Varför började Riksbanken publicera reporänteprognoser?

Penningpolitiken verkar med tidsfördröjning och behöver därför baseras på prognoser om den framtida utvecklingen. Prognoserna påverkas i sin tur av vilka antaganden man gör när det gäller den framtida styrräntans utveckling. Under perioden med inflationsmål har Riksbanken i sitt prognosarbete använt olika antaganden om den framtida ränteutvecklingen.

1.1 Tidigare reporäntebeslut innebar nackdelar och problem

Från 1995 fram till oktober 2005 gjorde Riksbanken i likhet med de flesta andra centralbanker med inflationsmål inflationsprognoser under ett antagande om att reporäntan skulle vara oförändrad under prognosperioden. Prognosmetoden kombinerades med en enkel beslutsregel: Om inflationen enligt prognoserna var lägre än 2 procent på två års sikt var det en signal om att räntan behövde sänkas. Men om inflationen istället bedömdes bli högre än 2 procent behövde räntan normalt höjas.

Reporäntebeslutet och beslutsregeln var enkla att förstå och på det sättet bra pedagogiska redskap. Det var särskilt viktigt just när inflationsmålet infördes i mitten av 1990-talet.² Då gällde det att snabbt skapa förtroende för den nya penningpolitiska regimen och förankra inflationsförväntningarna kring det nya målet på 2 procent. För att lyckas med det var det nödvändigt att hushåll, företag och aktörer på de finansiella marknaderna lätt kunde förstå motiven bakom de penningpolitiska besluten. I det sammanhanget spelade den enkla regeln förmodligen en viktig roll.

Men det fanns också betydande nackdelar. Att reporäntan skulle vara oförändrad ett par år framåt är till exempel i normala fall inte ett särskilt realistiskt scenario. Detta kan komplicera tolkningen av Riksbankens prognoser. Antagandet gjorde det också svårt att utvärdera Riksbankens prognoser och jämföra dem med andra prognosmakares. Dessutom innebar antagandet att det var svårt att göra prognoser som hängde väl samman i alla sina delar. Detta var viktiga skäl för att lämna antagandet om oförändrad reporänta.

Efter hand visade det sig också att beslutsregeln ibland kunde vara ett hinder i Riksbankens kommunikation. Det aktuella räntebeslutet och inflationsprognosen på exakt två års sikt fick alltför stort fokus. Dessutom fick varken allmänheten eller de finansiella marknaderna någon tydlig vägledning om hur Riksbanken såg på ränteutvecklingen efter det aktuella beslutstillfället. Riksbankens prognoser innehöll på så sätt ingen information om penningpolitiken framöver.³

I takt med att Riksbankens trovärdighet ökade fanns det gradvis ett större utrymme att bedriva en mer flexibel penningpolitik där också utvecklingen i realekonomin vägdes in, det vill säga produktionen, sysselsättningen, arbetslösheten med mera. Med det ökade också behovet av att visa att det är hela det förväntade förloppet för inflationen och den reala ekonomin några år framöver som spelar roll för de penningpolitiska besluten, inte bara nivåerna vid tvåårshorisonten. Och det är inte bara dagens räntenivå som bör vara i fokus, utan också förväntningarna på hur räntan kommer att utvecklas framöver.

I oktober 2005 började Riksbanken istället publicera prognoser baserade på uppskattningar av marknadens förväntningar på reporäntans utveckling såsom de avspeglades i prissättningen på räntemarknaden, i form av så kallade terminsräntor. En terminsränta är en framtida ränta, till exempel en dagslåneränta två år framåt i tiden, vars nivå bestäms idag. Terminsräntorna uppskattas med utgångspunkt i prissättningen på korta och långa

² Riksbanken annonserade i januari 1993 att KPI-inflationen skulle begränsas till 2 procent, vilket skulle gälla från 1995.

³ Bland annat av denna anledning publicerade Riksbanken prognoser baserade på marknadens förväntningar om reporäntan enligt enkäter i fördjupningar i inflationsrapporten under perioden oktober 1999 till mars 2003. Enligt Heikensten (2005) tillmättes dock dessa prognoser sällan särskilt stor vikt i den penningpolitiska diskussionen. Se även Leeper (2003).

marknadsräntor.⁴ Jämfört med att anta att reporäntan ska förbli oförändrad ger marknadsaktörernas förväntningar, i den utsträckning de fångas av terminräntorna, en mer realistisk prognos. På så sätt underlättades inte minst möjligheterna till utvärdering.

Men det finns också nackdelar med att anta att reporäntan utvecklas enligt förväntningarna på de finansiella marknaderna. Liksom med antagandet om konstant reporänta fanns problemet att man gör makroekonomiska prognoser baserade på en exogen bestämd penningpolitik. Bland annat kvarstod till viss del svårigheten att göra prognoser som hängde väl samman i alla sina delar. Det var också en utmaning att kommunicera kring penningpolitiken när marknadsaktörerna och Riksbanken gjorde olika bedömningar av hur reporäntan skulle utvecklas framöver.

Ett annat problem var hur marknadens förväntningar om reporäntans utveckling faktiskt bör mätas. Terminräntor, som är uppskattade med utgångspunkt i prissättningen på korta och långa marknadsräntor, avspeglar inte bara marknadsaktörers förväntningar på den framtida reporäntenivån, utan även olika "premier". Premierna kan exempelvis avspegla att ränteplaceringar på olika löptider är förenade med olika risk eller likviditet.⁵

1.2 Egen reporänteprognos blev ett naturligt steg

I februari 2007 började Riksbanken publicera sin egen prognos för reporäntan, en så kallad räntebana.⁶ Det fanns vid den tidpunkten flera olika skäl till att detta sågs som ett naturligt steg.⁷

Det första skälet var att Riksbanken, genom att basera sina prognoser för inflationen och realekonomin på sin egen bedömning av den framtida reporäntan, skulle undgå de nackdelar och problem som fanns med antagandet om att reporäntan utvecklas i linje med terminräntorna, som diskuterades ovan.

Det andra skälet var att göra det lättare att förstå motiven till Riksbankens beslut. Därför var det viktigt att också publicera ränteprognoserna. På så sätt skapades också bättre möjligheter att utvärdera penningpolitiken. Det skulle i sin tur ge bättre förutsättningar för ansvarsutkrävande och legitimitet åt Riksbanken som självständig myndighet. Eftersom transparens gör det lättare att utvärdera hur väl penningpolitiken fungerar skulle den även öka incitamenten för Riksbanken att göra ett bra jobb.

Det tredje skälet var att Riksbanken i större utsträckning skulle kunna påverka förväntningarna på den framtida räntan hos hushåll, företag och aktörerna på de finansiella marknaderna. Det ansågs viktigt eftersom ekonomiska beslut i hög grad beror på förväntningar på den framtida räntenivån. Ett sätt för Riksbanken att påverka de förväntningarna är att presentera en prognos som banken själv bedömer är rimlig.

4 Terminräntorna beräknas utifrån räntor på olika löptider. Ett enkelt exempel illustrerar principen: Att först placera i en 1-årsobligation och därefter i en 1-årig terminränta garanterar ett belopp om två år och är därmed likvärdigt med en 2-årig obligation. På så vis kan den 1-åriga terminräntan om ett år bestämmas genom att genomsnittet av 1-årsräntan och den 1-åriga terminräntan om ett år måste vara detsamma som 2-årsräntan. Enligt samma princip kan man utifrån en längre och en kortare obligationsränta beräkna terminräntor på en mängd olika horisonter och löptider.

5 Terminräntor och terminspremier beskrivs mer utförligt i avsnitt 4.2 nedan. Se även Alsterlind (2017a).

6 Andra centralbanker som publicerar en egen ränteprognos är Reserve Bank of New Zealand (från 1997), Norges Bank (från 2005) och den tjeckiska centralbanken (från 2008). Centralbanken på Island gör prognoser baserade på en egen ränteprognos (från 2007), men har bara publicerat prognosen under perioden 2007–2008. I Tjeckien och på Island är ränteprognosen en stabsprognos. I USA publicerar centralbanken sedan 2012 FOMC-ledamöternas syn på vad som är en lämplig nivå på styrräntan ett, två och tre år fram i tiden.

7 Se bland annat Rosenberg (2007), Sveriges riksbank (2007) och Ingves (2007).

2 Erfarenheterna av att publicera reporänteprognoser har varit goda

2.1 Reporänteprognoserna har underlättat och förbättrat Riksbankens analyser

Riksbankens interna analysarbete har förbättrats betydligt av att de makroekonomiska prognoserna och diskussionerna om penningpolitiken utgår från en egen bedömning av den framtida reporäntan. Prognoserna hänger nu bättre samman i alla sina beståndsdelar. Medan arbetet med prognoserna respektive penningpolitiken tidigare kunde vara mer åtskilt är det nu tätt sammanvävt. Direktionen deltar betydligt mer aktivt i prognosarbetet tillsammans med medarbetarna på Riksbanken, eftersom prognoserna för exempelvis inflation och sysselsättning påverkas av hur man ser på reporäntan under prognosperioden.⁸ Den egna reporänteprognosen kan också ses som en integrerad del i ett större arbete med att ta fram ett genomarbetat underlag för de penningpolitiska diskussionerna. Alternativa scenarier, såväl för den ekonomiska utvecklingen som för penningpolitiken, är ett naturligt inslag i det penningpolitiska beslutsunderlaget. Deras roll i den penningpolitiska analysen och kommunikationen har blivit tydligare.

De prognoser som Riksbanken tar fram med hjälp av sin egen ränteprognos är resultaten av ett samspel mellan den *troliga* ekonomiska utvecklingen och en bedömning av vilken penningpolitik som behövs för att åstadkomma den *önskvärda* ekonomiska utvecklingen, i termer av en inflation nära målet och en stabil realekonomisk utveckling. Om exempelvis den framtida inflationen baserad på en viss prognos för reporäntan blir alltför låg kan man välja en lägre reporänteprognos, och på så sätt signalera att penningpolitiken kommer att behöva vara mer expansiv.⁹

En följd av arbetet med att förbättra det penningpolitiska beslutsunderlaget blev att en större del av det interna beslutsunderlaget även kunde publiceras externt. Såväl penningpolitiken som alternativa scenarier blev en del av inflationsrapporten, som i och med detta fick sitt nuvarande namn Penningpolitisk rapport år 2007. Det avspeglade bättre innehållet i rapporten.

Sammanfattningsvis kan man säga att den tidigare inflationsrapporten innebar en konjunktur- och inflationsprognos betingad på vissa antaganden om penningpolitiken – som sedan kunde föranleda en viss reaktion i form av förändrad reporänta. Den penningpolitiska rapporten är i stället en beskrivning av den ekonomiska utveckling och de inflationsutsikter som förväntas bli resultatet av en penningpolitik som Riksbanken bedömer vara väl avvägd, och omvänt en beskrivning av den penningpolitik som krävs för att uppnå en viss utveckling för inflationen och andra ekonomiska variabler.

2.2 Publiceringen av reporänteprognoserna har gett ett bättre underlag för att utvärdera och diskutera penningpolitiken

Måluppfyllelsen är en naturlig utgångspunkt för en utvärdering av penningpolitiken. Men en jämförelse av utfallet för inflationen med inflationsmålet visar inte nödvändigtvis hur väl penningpolitiken har bedrivits. Inflationen påverkas också av en rad andra faktorer än penningpolitiken, eftersom ekonomin ständigt utsätts för oväntade störningar. Det gör att även välgrundade och genomarbetade prognoser slår fel. Avvikelser från inflationsmålet är regel snarare än undantag.

⁸ Se Rosenberg (2008) och Hallsten och Tägtström (2009).

⁹ Se även Nyman och Söderström (2016).

Utvärderingen av Riksbankens arbete med att uppnå inflationsmålet kräver därför insyn i motiven bakom de penningpolitiska besluten. För Riksbanken utgör prognoserna för inflationen och realekonomin grunden för dessa beslut. Eftersom Riksbankens prognoser för den ekonomiska utvecklingen i sin tur baseras på ett antagande om bland annat reporäntans utveckling skulle det vara svårare att förklara, förstå och utvärdera Riksbankens prognoser för den ekonomiska utvecklingen om man inte också publicerar reporänteprognosen. Den transparens som det innebär att publicera sin egen reporänteprognoz skapar bättre förutsättningar för ansvarsutkrävande och ger legitimitet åt en självständig centralbank som Riksbanken. Det bekräftas också av den externa utvärderingen av penningpolitiken 2010–2015 som gjordes av Goodfriend och King (2016). Den visar att allmänheten och marknadsaktörerna uppfattar reporänteprognosen och den information som den ger som något positivt – oavsett vilka åsikter de i övrigt har om den penningpolitik som Riksbanken har fört. I internationella jämförelser framstår Riksbanken nu som den mest transparenta centralbanken.¹⁰ Att publicera reporänteprognoserna har därför gett ett bättre underlag för utvärderingar av den penningpolitik Riksbanken bedrivit.

Även den löpande externa diskussionen av penningpolitiken har förbättrats i och med att Riksbanken har publicerat reporänteprognoser. Diskussionen blir mindre spekulativ när Riksbanken är öppen med hur den ser på penningpolitiken framöver, och reporänteprognosen är ofta utgångspunkten för rapportering och diskussion av penningpolitiken i marknadsbrev och media. Dessutom har hushåll och företag fått möjlighet att relatera till reporänteprognosen när de exempelvis ska fatta beslut om lån.

3 De flesta av de farhågor som fanns 2007 har inte besannats

Både i den akademiska litteraturen och i den allmänna debatten om penningpolitiken har det pekats på olika problem och farhågor med att centralbanken publicerar en egen ränteprognoz.¹¹ För Riksbankens del har dock de flesta av de farhågor som fanns på förhand inte besannats.

3.1 Riksbanken har inte känt sig tvungen att hålla fast vid ränteprognosen

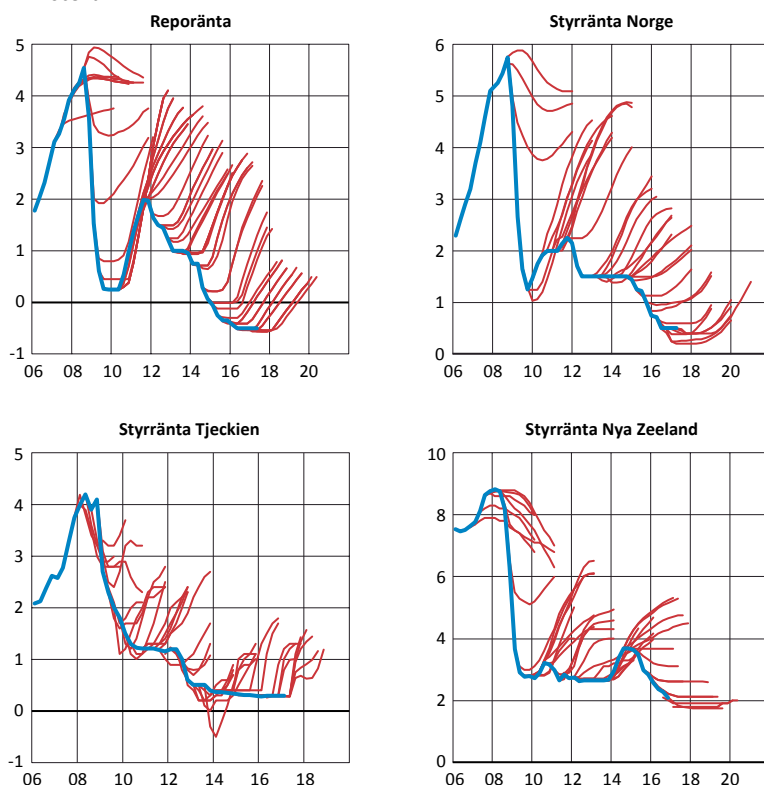
En farhåga var att Riksbanken skulle kunna känna sig tvungen att hålla fast vid reporänteprognosen även om den inte längre kunde anses vara väl avvägd.

Men en närmare granskning av Riksbankens reporänteprognoser ger vid handen att prognosen har ändrats vid i stort sett alla beslutstillfällen sedan 2007; se diagram 1. Det visar med all tydlighet att Riksbanken inte har känt sig tvungen att hålla fast vid reporänteprognosen när den inte längre kunde anses vara väl avvägd. Även bland andra centralbanker som publicerat ränteprognoser har det varit mycket vanligt att göra förändringar i ränteprognosen; se diagram 1.

¹⁰ Se Dincer och Eichengreen (2014).

¹¹ Se exempelvis Morris och Shin (2002), Blinder och Wyplosz (2004), Mishkin (2004), Gersbach och Hahn (2008), Gosselin m.fl. (2008) samt Goodhart (2009).

Diagram 1. Riksbankens reporänteprognoser samt centralbankernas styrränteprognoser i Norge, Tjeckien och Nya Zeeland
Procent



Källa: Alsterlind (2017b)

3.2 Reporänteprognosen har inte uppfattats som ett bindande åtagande

En ytterligare farhåga var att ekonomins aktörer skulle kunna uppfatta reporänteprognosen som ett bindande åtagande och inte en betingad prognos baserad på det aktuella ekonomiska läget och prognoser för faktorer som inte penningpolitiken kan påverka, till exempel omvärldens tillväxt och oljepriset.

Det fanns också en nära relaterad oro för att marknadsaktörerna skulle sluta söka annan information om de fick tillgång till Riksbankens prognos för reporäntan. I så fall skulle marknadsfunktionssätt riskera att försämrats.

Men som vi kommer att visa längre fram har marknaden överlag haft en annan syn på den framtida reporäntan än Riksbanken, även om det är svårt att exakt mäta de förväntningarna. Detta visar att marknaden omöjligt kan ha uppfattat reporänteprognosen som ett löfte. Marknadsaktörerna söker annan information och skapar sig en egen bild av vad som är den mest sannolika utvecklingen framöver. Beechey och Österholm (2012) finner också att precisionen i såväl enkätförväntningar som terminsräntebaserade prognoser för reporäntan har förbättrats sedan Riksbanken började publicera egna ränteprognoser.¹²

¹² Prognosprecisionen är dock generellt sett låg; se Beechey och Österholm (2012). Detta beskrivs också närmare i avsnitt 4.1.

3.3 Även för en kommitté är det möjligt ta fram en reporänteprogno

En ytterligare invändning mot att Riksbanken skulle publicera sin egen reporänteprogno var att det skulle bli svårt eller rent av omöjligt för direktionens sex ledamöter att enas. Det är en sak att komma fram till vad reporäntan ska vara i dag, men en annan att komma fram till vad reporäntan väntas vara vid tolv olika tidpunkter framöver i tiden.¹³

Men inte heller denna farhåga har besannats. Det har alltid varit möjligt för en majoritet av direktionens ledamöter att enas om en reporänteprogno, även om det relativt ofta har förekommit att en eller flera ledamöter har reserverat sig mot majoritetens prognos. En förklaring till att åtminstone en majoritet av ledamöterna har kunnat enas är att de har kunnat acceptera vissa avvikelser mellan huvudscenariot för reporäntan och sin egen föredragna prognos. Ledamöterna har på det stora hela anammat en ”nära nog-princip” när det gäller reporänteprognoerna.¹⁴

4 Men det har också funnits utmaningar

Många av de farhågor som fanns med att publicera en reporänteprogno när Riksbanken började med det år 2007 har alltså inte besannats. Både Riksbankens interna arbete och kommunikationen av penningpolitiken har förbättrats. Men det har också funnits utmaningar.

4.1 Varken Riksbankens eller andras ränteprognoer har varit särskilt träffsäkra

Diagram 1 visar Riksbankens ränteprognoer tillsammans med den faktiska reporäntan i den övre vänstra figuren. Det är mycket tydligt att prognoserna överlag har överskattat utfallen. I genomsnitt har Riksbanken överskattat reporäntan med cirka 0,5 procentenheter på ett års sikt och med ungefär 2 procentenheter på två års sikt.

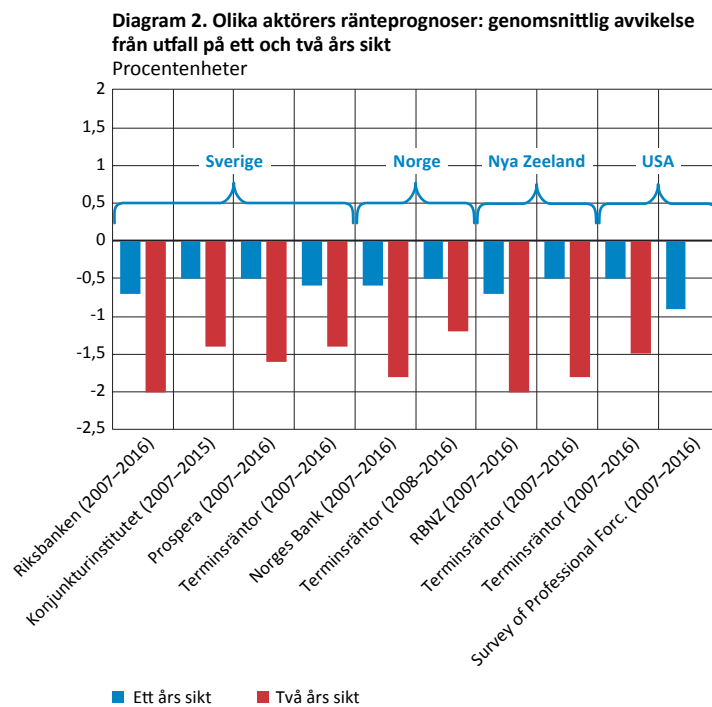
Överskattningen av ränteutvecklingen är dock inte unik för Riksbanken. Diagram 2 visar den genomsnittliga skillnaden mellan olika prognoser för räntan och utfallen på ett respektive två års sikt i Sverige, Norge, Nya Zeeland och USA. Som vi ser har såväl andra centralbanker som andra bedömare och terminsräntor överskattat den framtida ränteutvecklingen.¹⁵

Prognosavvikelsena är i samma storleksordning för olika länder och aktörer, men vi kan utläsa några skillnader. Bland annat har centralbankerna gjort något större prognosfel än prognoser baserade på terminsräntor. Vi kan även se att prognosavvikelsen är större på två års sikt än på ett års sikt.

13 Reporänteprognoerna redovisas i form av kvartalsgenomsnitt och sträcker sig tre år eller tolv kvartal framåt i tiden.

14 Se även Apel m.fl. (2015).

15 För en mer ingående beskrivning, se Alsterlind (2017b).



Anm. Prognosavvikelse definieras som utfall minus prognos, så att negativ stapel innebär överskattning av utfallen. För Survey of Professional Forecasters visas endast prognoserna på ett års sikt.
Källa: Alsterlind (2017b)

Varför har prognoserna överskattat den framtida ränteutvecklingen?

Att såväl centralbanker som andra har överskattat räntans nivå i de olika länderna tyder på att vissa globala faktorer har överraskat alla bedömare. Två globala faktorer har troligen varit viktiga för prognosfelen.

För det första finns tydliga tecken på att realräntorna globalt har fallit trendmässigt, och mycket talar också för att den långsiktiga realräntan är lägre än tidigare.¹⁶ Men för att förklara prognosfelen måste detta ha varit oväntat. I och med att det har rört sig om en gradvis nedgång i realräntorna är det möjligt att den varit svår att upptäcka ”i realtid”. De framtida räntorna kan ha överskattats genom att man inte har reviderat ned den antagna långsiktiga räntenivån i tillräcklig omfattning.

För det andra har världsekonomin sedan 2008 drabbats av kraftiga negativa störningar i form av såväl den globala finanskrisen som den europeiska skuldskrisen, vilka fått stora konsekvenser för penningpolitiken i form av påtagligt lägre styrräntor under en lång tid.¹⁷ Den utvecklingen har förmodligen varit oväntad för de flesta bedömare. Det är kanske inte så förvånande att många bedömare antog en gradvis normalisering av konjunkturläget efter finanskrisen – och en återgång till historiskt normala räntenivåer.

Det är dock svårt att dra en tydlig skiljelinje mellan dessa två faktorer, speciellt när det gäller utvecklingen sedan 2008. Sammantaget är det troligen en kombination av strukturella och konjunkturella faktorer, och som varit svåra att förutsäga, som bidragit till överskattningen av räntenivån.

Som diagram 2 illustrerar har Riksbankens prognosavvikelser varit bland de större. Det har bland annat funnits en tendens i Riksbankens prognoser till en snabb återgång mot ett historiskt normalt ränteläge. Det kan bero på att Riksbanken har varit långsammare än andra på att revidera den långsiktiga räntenivån. En tänkbar lärdom av denna utvärdering är därför att reporänteprognooserna måste fånga upp förändringar i den långsiktiga räntenivån på ett

¹⁶ Se Sveriges riksbank (2017) och Ingves (2017).

¹⁷ Dessutom har många centralbanker genomfört stora tillgångsköp.

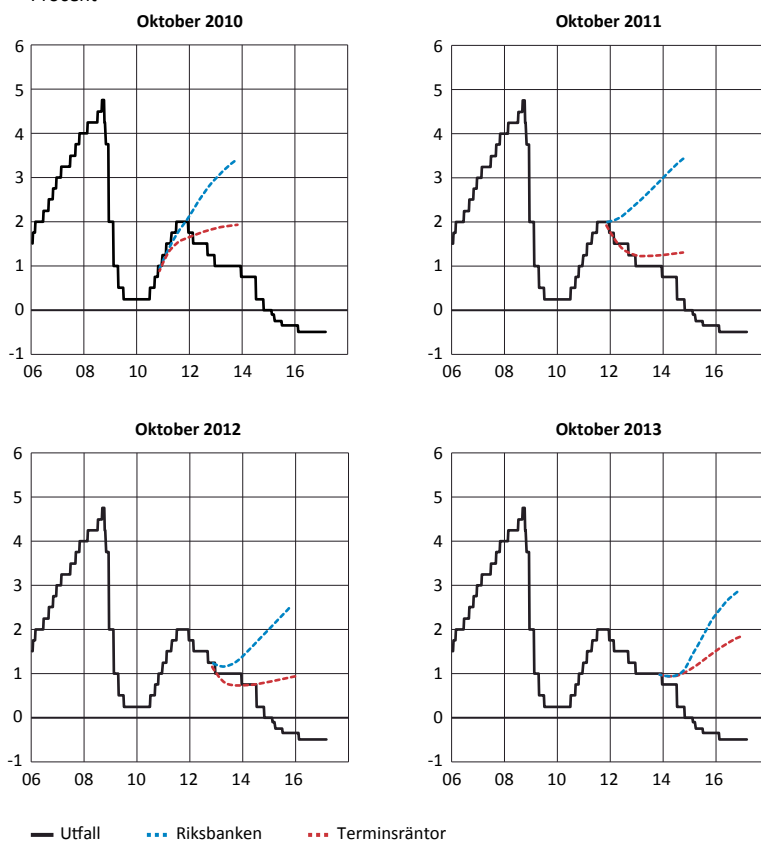
bättre sätt. Prognosmodeller som uppdateras och revideras i takt med att ny information om den långsiktiga räntan inkommer kan då vara till stor hjälp. Det finns tecken på att sådana modeller historiskt hade gjort mer träffsäkra prognoser än både Riksbanken och terminsräntor.¹⁸

4.2 Avvikelserna mellan Riksbankens reporänteprognos och marknadsräntorna har periodvis varit stora

Ett av skälen till att Riksbanken började publicera egna reporänteprognoser var att man skulle få bättre möjligheter att påverka förväntningarna på den framtida räntenivån hos hushåll, företag och aktörerna på de finansiella marknaderna. Därigenom skulle Riksbanken kunna påverka räntor med längre löptid, räntor som spelar stor roll för hushållens sparbetende och företagets investeringsbeslut, vilket i sin tur skulle göra penningpolitiken mer effektiv.

I sin utvärdering av penningpolitiken 2010–2015 betonar Goodfriend och King (2016) den stora skillnad som periodvis funnits mellan Riksbankens ränteprognos och marknadens förväntningar så som de har avspeglats i prissättningen på räntemarknaden i form av uppskattade terminsräntor.¹⁹ Diagram 3 visar ett urval av de diagram som finns i utvärderingen. Som vi ser har marknadsprissättningen avspeglat framtida reporäntor som periodvis påtagligt underskridit Riksbankens egna prognoser. Det skulle kunna betyda att Riksbanken bara har påverkat förväntningarna på reporäntan i liten grad.

Diagram 3. Riksbankens reporänteprognoser och marknadsförväntningar enligt prissättningen på räntemarknaden (terminsräntor) vid ett urval av beslutstillfällen
Procent



Anm. Marknadsprissättningen avser noteringar dagen före Riksbankens publicering av respektive reporänteprognos.
Källa: Riksbanken

¹⁸ Detta beskrivs av Alsterlind (2017b).

¹⁹ Se särskilt s. 89–90 i Goodfriend och King (2016).

Prissättningen på räntemarknaden avspeglar inte enbart förväntade framtida räntor utan även premier

De penningpolitiska förväntningarna är inte direkt observerbara utan kan mätas i huvudsak på två olika sätt: med enkätundersökningar eller utifrån marknadsprissättningen på räntepapper med olika löptider, i form av så kallade terminsräntor. Goodfriend och King (2016) illustrerar och kommenterar marknads förväntningar i princip uteslutande i termer av terminsräntor.

Terminsräntor avspeglar inte bara förväntade framtida räntor utan även olika premier. Dessa premier avspeglar skillnader i egenskaper mellan räntepapper med olika löptider. Till exempel avspeglar så kallade riskpremier att ränteplaceringar på olika löptider är förenade med olika risk och därför ska ha olika förväntad avkastning.²⁰ Men det kan också finnas skillnader mellan ränteplaceringar på olika löptider som avspeglar olika marknadsfriktioner. En sådan skillnad gäller hur lätta räntepapperen är att omsätta på marknaden, vilket kan ge upphov till så kallade likviditetspremier.

Alla dessa typer av premier gör att skillnaden mellan räntor på olika löptider kan avspegla mer än bara förväntningar på den framtida räntenivån. Det innebär i sin tur att den förväntade framtida räntan kan avvika från terminsräntan. Skillnaden mellan terminsräntan och den förväntade framtida räntan brukar generellt benämnas *terminspremie*.²¹

I normalfallet brukar terminsräntor rutinemässigt korrigeras med en positiv premie, så att man antar att förväntningarna ligger under terminsräntorna. Det bygger på observationen att långa räntor i genomsnitt är högre än korta räntor sett över längre tidsperioder. Men premierna kan variera över tiden och vara både positiva och negativa. Att identifiera premiernas storlek är inte enkelt, och frågan har sysselsatt akademiker och praktiker under lång tid.²²

Marknadsprissättningen kan ha underskattat marknads penningpolitiska förväntningar

Diagram 4 visar Riksbankens prognos för reporäntan på två års sikt gjorda vid olika tillfällen tillsammans med förväntningar på reporäntan på två års sikt enligt terminsräntor och enkäter. Diagrammet visar utvecklingen under 2011 och 2012, då skillnaden mellan Riksbankens prognos och terminsräntorna var särskilt stor (se även diagram 3). Vi ser för det första att enkätförväntningarna låg över terminsräntorna, och skillnaden var kring en procentenhet som mest. Att enkätförväntningar låg över terminsräntorna indikerar att terminspremierna var negativa och att terminsräntorna därmed underskattade marknads förväntningar.

Negativa terminspremier kan avspegla att längre ränteplaceringar under den här perioden har ansetts som säkrare (negativa riskpremier) eller mer likvida (negativa likviditetspremier) än korta ränteplaceringar. Därför blev räntorna på längre löptider nedpressade i förhållande till förväntade framtida korta räntor.

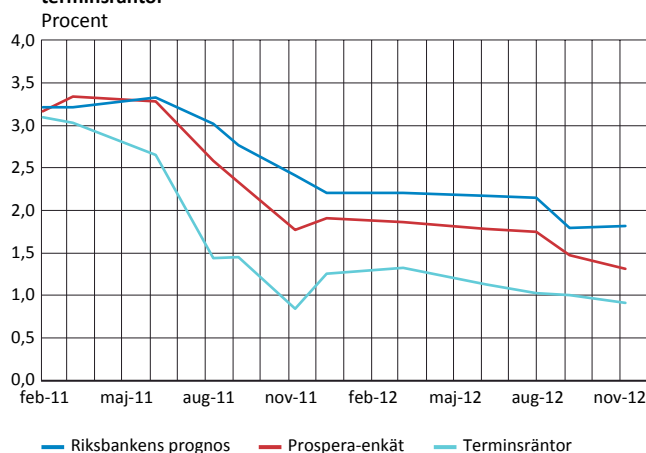
Vidare ser vi att skillnaden mellan terminsräntorna och enkätförändringarna varierar över tiden, något som tyder på att premierna också gör det. Vi kan även notera att Riksbankens prognoser låg närmare enkätförväntningarna än vad terminsräntorna gjorde.

20 Om långa obligationer är att betrakta som mer riskfyllda än korta obligationer kräver placerare kompensation för detta i form av en högre förväntad avkastning, alltså en positiv riskpremie. Men om långa obligationer är att betrakta som mindre riskfyllda än korta obligationer är investerare beredda att betala en "försäkringspremie" i form av en negativ riskpremie för att hålla långa obligationer i stället för korta.

21 Alsterlind (2017a) beskriver mer ingående terminsräntor och uppdelningen i förväntningar och premier.

22 Se Alsterlind (2017a).

Diagram 4. Förväntad reporänta på två års sikt under perioden 2011–2012 enligt Riksbankens prognos, Prosperas enkät och terminsräntor



Anm. Prosperas enkät avser penningmarknadsaktörer.
Källa: Alsterlind (2017a)

Förutom att jämföra med enkäter kan man använda modeller för räntor på olika löptider, den så kallade avkastningskurvan, för att särskilja premier från förväntade framtida räntor. Dessa modeller ger kvalitativt samma bild som analysen av enkäter och terminsräntor i Sverige 2011–2012, nämligen att det finns tecken på att terminspremierna kan ha varit negativa. Det indikerar alltså i sin tur att den förväntade framtida reporäntan kan ha legat över terminsräntorna. Men spridningen är relativt stor mellan modellerna, och resultaten måste därför tolkas med försiktighet.²³

Olika prognosmetoder och olika bedömningar påverkar reporänteprognoserna

Som vi har visat ovan kan alltså en del av skillnaderna mellan Riksbankens reporänteprognoser och marknadsaktörernas förväntningar såsom de avspeglas i terminsräntor troligen förklaras av att det är svårt att mäta förväntningarna på ett korrekt sätt. Men även om vi skulle kunna mäta marknadsaktörernas förväntningar på den framtida reporäntan helt korrekt är det naturligt att det kan finnas skillnader mellan marknadens och Riksbankens prognoser.

Alla prognoser för den svenska ekonomin baseras på bedömningar som kan variera mellan olika prognosmakare. Det gäller bland annat bedömningar av resursutnyttjandet i utgångsläget och långsiktiga nivåer på tillväxt, arbetslöshet och ränta. Dessutom spelar bedömningar av den penningpolitiska transmissionsmekanismen roll, alltså hur penningpolitiken förmår att påverka realekonomin och inflationen. Att andra bedömare har förväntat sig en lägre reporänta kan därför bero på att de förväntade sig en lägre inflation eller en svagare ekonomisk utveckling än Riksbanken, eller att de bedömde att det krävdes en lägre ränta för att inflationen skulle stiga mot målet.

4.3 Men förändringar i reporänteprognosen har påverkat marknadsräntorna

Även om det har funnits avvikelser mellan Riksbankens reporänteprognos och terminsräntorna tyder empiriska studier på att **förändringar** av Riksbankens reporänteprognos kan påverka marknadsräntorna och terminsprisinställningen. I det sammanhanget finns en skillnad mellan förväntade och oförväntade förändringar av Riksbankens reporänteprognos. Hypotesen är att det främst är oförväntade förändringar av reporänteprognosen som påverkar marknadsräntorna. Om marknadsaktörer förstår Riksbankens beteende väl kommer

²³ Se Alsterlind (2017a).

marknadsräntor att förändras när ny information kommer in mellan de penningpolitiska besluten. En stor del av den faktiska förändringen i reporäntan och räntebanan vid beslutet kommer då vara förväntad och inte ge någon ytterligare förändring av marknadsräntorna.

En studie av Åhl (2017) tyder på att oförväntade förändringar i Riksbankens reporänteprognois på korta horisonter påverkar terminsräntorna på motsvarande horisonter i samma riktning, även om effekterna inte är "ett till ett". Däremot har förändringar av reporänteprognoisen långt fram i tiden ett försumbart genomslag på marknadsräntorna. Åhl (2017) jämför också sina resultat med motsvarande studier på data från Nya Zeeland och konstaterar att resultaten är kvalitativt likartade.

Brubakk m.fl. (2017) undersöker hur Norges Banks och Riksbankens styrränteprognoiser påverkar marknadsräntorna. Här används en annan empirisk metod än i Åhl (2017). Resultaten pekar dock i samma riktning; oförväntade förändringar i centralbankernas prognoser har statistiskt signifikanta effekter i samma riktning på marknadsräntorna.

Iversen och Tysklind (2017) använder en metod liknande den i Brubakk m.fl. (2017) och finner också att oväntade förändringar i ränteprognoisen har en signifikant effekt i samma riktning på marknadsräntor. Dessutom finner författarna att oväntade förändringar i räntebanan också har statistiskt signifikanta effekter på mer riskfyllda räntor och på kronans växelkurs.

5 Avslutande kommentarer

Det fanns tre viktiga skäl till att Riksbanken började publicera egna reporänteprognoiser år 2007. Det första var att undgå de nackdelar och problem som fanns med antagandet om att reporäntan utvecklas i linje med terminsräntorna. Det andra var att det skulle göra det lättare att förstå motiven till Riksbankens beslut. Därigenom skulle det också skapas bättre möjligheter att utvärdera penningpolitiken. På de här två områdena har reporänteprognoisen och publiceringen av den fungerat som tänkt.

Ett tredje skäl till att publicera reporänteprognoiser var att Riksbanken på ett mer effektivt sätt skulle kunna påverka förväntningarna på den framtida reporäntan hos hushåll, företag och aktörer på de finansiella marknaderna. På så sätt skulle man i större utsträckning kunna påverka marknadsräntor med längre löptider. Även om förändringar i Riksbankens reporänteprognois påverkar marknadsräntorna har det tidvis funnits relativt stora nivåskillnader mellan Riksbankens reporänteprognois och terminsräntor. Det kan delvis förklaras av att terminsräntorna innehåller premier och därför inte enbart avspeglar marknadens förväntningar på penningpolitiken. Men det beror sannolikt också på att marknaden och Riksbanken har gjort olika makroekonomiska bedömningar och använder olika prognosmetoder. Som beskrivits ovan fanns det dock flera andra – och viktigare skäl – för Riksbanken att publicera egna reporänteprognoiser än att påverka marknadens förväntningar.

Sveriges ekonomi har utsatts för stora störningar under perioden sedan 2008 i form av både den globala finansiella krisen och skuldskrisen i euroområdet. Det har sammanfallit med en långvarig trend nedåt i globala realräntor. Riksbanken och andra bedömare har överlag överskattat den framtida räntenivån i sina prognoser. Även om dessa prognosmissar till stora delar avspeglar händelser som varit genuint svåra att förutsäga finns ändå en tänkbar lärdom av denna utvärdering, nämligen att reporänteprognoiserna måste fånga förändringar i den långsiktiga räntenivån på ett bättre sätt.

Riksbankens erfarenheter av att publicera egna reporänteprognoiser är alltså övervägande goda. Direktionen deltar nu betydligt mer aktivt i prognosarbetet tillsammans med medarbetarna på Riksbanken, eftersom prognoserna för exempelvis inflation och BNP påverkas av vilken reporänteprognois man bestämmer sig för. Beslutet att publicera egna ränteprognoiser sammanföll med en utveckling av det penningpolitiska beslutsunderlaget i vid mening. En

fördel med det var att alternativa scenarier, såväl för den ekonomiska utvecklingen som för penningpolitiken, fick en tydligare plats i den penningpolitiska diskussionen.

Flera av de övriga farhågor som fanns för tio år sedan har kommit på skam, exempelvis risken att Riksbanken ska låsa fast sig vid en ränteprognos när den inte anses lämplig. Ränteprognoserna har ändrats vid i stort sett alla penningpolitiska möten.

En ytterligare farhåga som fanns för tio år sedan var att en direktion på sex personer skulle ha svårt att enas kring en ränteprognos. Även om det ofta har förekommit att en eller flera ledamöter har reserverat sig mot reporänteprognosen har den farhågan kommit på skam. En majoritet av ledamöterna har vid samtliga möten kunnat enas om en räntebana. Men reporänteprognosen ställer helt andra krav på direktionsledamöterna att delta i den penningpolitiska processen på ett tidigt stadium.

Sammantagit finns det få anledningar för Riksbanken att inte publicera egna ränteprognoser, mot bakgrund av de övervägande goda erfarenheterna.

Med detta sagt kan man ändå fundera på den relativa betydelsen i den penningpolitiska diskussionen och kommunikationen av å ena sidan förändringar i själva reporäntan och å andra sidan förändringar i reporäntebanan. Goodfriend och King (2016) anser i sin utvärdering att diskussioner kring förändringar av reporänteprognosen flera år framåt i tiden fick en alltför prominent vikt vid de penningpolitiska diskussionerna, speciellt med tanke på svårigheten att förutsäga reporäntan så långt fram i tiden. Riksbankens och andras analyser har också visat att det generellt är svårt att göra träffsäkra makroprognoser mer än något år framåt i tiden. En viktig framtida fråga för Riksbanken att analysera vidare är därför vilken penningpolitisk betydelse man ska tillmäta faktiska förändringar i reporäntan i förhållande till förändringar i reporänteprognosen.

Ett annat tema som det kan vara värt att fundera vidare på är samspelet mellan olika penningpolitiska verktyg och reporänteprognosen. På senare år har köp av statsobligationer börjat användas som ett medel i Riksbankens penningpolitiska arsenal. Köpen påverkar främst räntor med längre löptider och kan på så vis ses som ett komplement till reporänteprognosen i detta avseende.

Referenser

- Alsterlind, Jan (2017a), "Expectations, premiums and forward rates", *Staff memo*, Sveriges riksbank.
- Alsterlind, Jan (2017b), "Common features in short maturity interest rate forecasts", *Staff memo*, Sveriges riksbank.
- Apel, Mikael, Carl Andreas Claussen, Petra Lennartsdotter och Øistein Røisland (2015), "Monetary Policy Committees: Comparing Theory and "Inside" Information from MPC Members," *International Journal of Central Banking*, Vol. 11 No. 4, s. 47–89.
- Beechey, Meredith och Per Österholm (2012), "Policy interest rate expectations in Sweden: A forecast evaluation", *Working paper No. 127*, Konjunkturinstitutet.
- Blinder, Alan S. och Charles Wyplosz (2004), "Central Bank Talk: Committee Structure and Communication Policy", *Paper presented for the session "Central Bank Communication" at the ASSA meetings*, Philadelphia.
- Brubakk, Leif, Saskia ter Ellen och Hong Xu (2017), "Forward guidance through interest rate projections: does it work?", *Working paper No. 6/2017*, Norges Bank.
- Dincer, N. Nergiz och Barry Eichengreen (2014), "Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures", *International Journal of Central Banking*, Vol. 10, No. 1, s. 189–253.
- Gersbach, Hans och Volker Hahn (2008), "Forward Guidance for Monetary Policy: Is It Desirable?", *Working paper No. 08/84*, CER-ETH – Center of Economic Research at ETH Zurich.
- Goodfriend, Marvin och Mervyn King (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015", Riksdagstryckeriet: Stockholm.
- Goodhart, Charles (2009), "The Interest Rate Conditioning Assumption", *International Journal of Central Banking*, Vol. 5, No. 2, s. 85–108.
- Gosselin, Pierre, Aileen Lotz och Charles Wyplosz (2008), "The Expected Interest Rate Path: Alignment of Expectations vs. Creative Opacity", *International Journal of Central Banking*, Vol. 4, No. 3, s. 145–185.
- Hallsten, Kerstin och Sara Tägtström (2009), "Beslutsprocessen – hur går det till när Riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan?", *Penning- och valutapolitik*, nr. 1, s. 69–84, Sveriges riksbank.
- Heikensten, Lars (2005), "Tankar om hur det penningpolitiska arbetet kan utvecklas", tal vid Nationalekonomiska föreningen den 22 februari, Sveriges riksbank.
- Ingves, Stefan (2007), "Kommunikation – vilka krav ställs på en självständig centralbank?", tal vid Nationalekonomiska föreningen den 24 april, Sveriges riksbank.
- Ingves, Stefan (2017), "Penningpolitiska utmaningar – att väga idag mot imorgon", tal vid Nationalekonomiska föreningen den 16 maj, Sveriges riksbank.
- Iversen, Jens och Oscar Tysklind (2017), "The effect of repo rate path changes on asset prices", *Staff memo*, Sveriges riksbank.
- Leeper, Eric M. (2003), "An Inflation Reports report", *Penning- och valutapolitik*, nr. 3, Sveriges riksbank.
- Mishkin, Frederik (2004), "Can Central Bank Transparency Go Too Far?", *Working Paper No. 10829*, NBER.
- Morris, Stephen och Hyun S. Shin (2002), "Social Value of Public Information", *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 5, s. 1521–1534.
- Nyman, Christina och Ulf Söderström (2016), "Prognoser och penningpolitik", *Ekonomisk kommentar nr. 6*, Sveriges riksbank.
- Rosenberg, Irma (2007), "Riksbanken inför egen räntebana", tal vid Danske Bank den 17 januari, Sveriges riksbank.
- Rosenberg, Irma (2008), "Den penningpolitiska beslutsprocessen", tal vid Sveriges riksbank den 13 juni, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2007), "Peningpolitisk rapport 2007:1".

Sveriges riksbank (2017), "Reporäntan på lång sikt", fördjupning i Penningpolitisk rapport, februari.

Åhl, Magnus (2017), "How big is the toolbox of a central banker? Managing expectations with policy-rate forecasts: Evidence from Sweden", *Working paper No. 339*, Sveriges riksbank.



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08 787 00 00
Fax 08 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se