



ANFÖRANDE

DATUM: 2012-05-15
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak
PLATS: Luleå stadshus

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

■ Konjunkturbedömning kräver is i magen – min syn på omvärlden och Sverige*

När vi på Riksbanken för ganska precis en månad sedan beslutade om räntan tillhörde jag majoriteten som valde att lämna reporäntan oförändrad på 1,5 procent och låta reporäntebanan från februarimötet ligga kvar. När det gällde utvecklingen i vår omvärld framhöll jag att det fanns all anledning att uttrycka sig försiktigt när det gäller den internationella konjunkturen framöver. Jag framhöll också att vi även fortsättningsvis skulle få räkna med ganska tvära kast på de finansiella marknaderna. Då i april hade vi fått se den finansiella oron tillta efter en stabilisering i början av året. Det var då oron för Spanien stod i fokus. Nu sänder utgången av valet i Grekland än högre orosvågor över världens finansmarknader och det leder till att även andra skuldyngda länder, som Spanien, drabbas av större oro.

Låt mig genast säga att varken jag eller någon annan med någon grad av säkerhet kan veta vad det här för med sig. Vi har i våra prognoser antagit att eurokrisen kommer att lösas på ett ordnat sätt så att vi inte hamnar i den tvära konjunkturedgång som följde efter Lehmankraschen hösten 2008. För min del är jag inte benägen att kasta det antagandet över bord. Penningpolitik måste baseras på prognoser och att basera dessa på katastrofscenarier är inte rimligt. Vi får fortsätta att på samma sätt som tidigare göra prognoser som baseras på inkommande statistik och väga in riskerna för en sämre utveckling i euroområdet. Successivt får vi anpassa prognoserna för svensk ekonomi och penningpolitiken därefter. Skulle konjunkturen komma att peka rakt nedåt så har vi beredskap att agera snabbt och kraftfullt. Det visade vi under krisskedet 2008-2009.

Starkt fokus ligger idag på eurokrisen, men det finns anledning att påminna om att det finns andra risker, om än mindre dramatiska, att ta hänsyn till. Jag återkommer till dem.

Det finns också möjligheter att tillväxten i vår omvärld på lite sikt blir bättre än vi idag väntar oss. Vi upplever för tillfället en förtroendekris med politiska förtecken. Det innebär också att om de politiska åtgärderna successivt blir trovärdiga så kan förtroendet återvända snabbt och ekonomin återhämta sig med större kraft än vi förutser. Det har vi upplevt tidigare.

*Jag vill rikta ett stort tack till Magnus Wiberg på Riksbankens Penningpolitiska avdelning, som hjälpt mig med 1 [10] detta tal.

■ För svensk del kunde vi i april se vissa ljusglimtar i konjunkturutvecklingen efter det oväntat starka BNP-fallet sista kvartalet förra året. Den statistik vi hade för inledningen av året pekade mot att tillväxtfallet var av övergående natur. Några större förändringar av tillväxtförloppet jämfört med prognosen från februari gjorde vi inte. Inte heller prognosen för inflationen fanns det anledning att ändra på. Så här långt har det som jag bedömer det inte kommit in någon statistik som ändrar på den konjunkturbild vi presenterade i april.

Jag tillhör dem som noggrant nagelfar statistik för att bilda mig en uppfattning om konjunkturläget och drivkrafterna framåt. Min långa erfarenhet på det här området har lärt mig att det är viktigt att inte ha någon övertro på exaktheten i måtten vi använder oss av för att bedöma konjunkturläget. Det är viktigt att inte läsa in för mycket i enskilda siffror, utan gradvis anpassa prognoserna allt eftersom ny statistik motiverar det. Det här sättet att förhålla sig till prognoser minskar riskerna för att gå fel åt det ena eller andra hållet. De senaste åren kan stå som en god illustration. Men självfallet ska man också vara beredd att genomföra större justeringar om omständigheterna så motiverar. Vårt agerande under hösten 2008 är ett bra exempel på det. Jag har vid många tillfällen framfört min syn att penningpolitiken i normalfallet ska bedrivas gradvis. Det har sin grund i den här typen av tänkande.

Kort sagt, lite "is i magen" tycker jag alltid är bra att ha i prognossammanhang, även när orosvindarna blåser.

Skral tillväxt i euroområdet men bättre på andra håll

Utvecklingen i euroområdet präglas av problemen med de offentliga finanserna och tillväxten är för tillfället svag. I den senaste penningpolitiska uppföljningen förutser vi ett mindre fall i euroområdets BNP-tillväxt i år och en svag ökning nästa år. Det är de här skrala utsikterna och en oro för att utvecklingen ska bli än sämre som präglar en stor del av den ekonomiska rapporteringen idag. Vi förutsätter dock i våra prognoser att man på ett ordnat sätt ska kunna lösa problemen med statsfinanser och banksystem, utan att en förvärrad kris orsakar en ännu skarpare nedgång liknande den vi såg efter Lehmankraschen hösten 2008. Även om det inte skulle gå så illa kan den nödvändiga skuldneddragningen i euroområdet ta längre tid än vad vi räknar med. Jag ska längre fram återkomma till risken för en mer utdragen skuldneddragning, som i så fall skulle innebära att den svaga återhämtning som vi förväntar oss för euroområdet skjuts framåt i tiden.

Efter det penningpolitiska mötet har det varit stort fokus på Spanien. Det spanska kreditbetyget har nedgraderats av kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's och BNP föll för andra kvartalet i rad. Det är framför allt problemen i banksystemet som oroar och behovet av statligt kapitaltillskott har lyfts fram. Sådana stödåtgärder kompliceras av behovet att komma till rätta med budgetunderskottet. Utgången av det grekiska valet och osäkerheten om man lyckas få till stånd en regering, och om den i sin tur kan presentera de besparingar som behövs för nästa utbetalning av stödlånet från EU och IMF, har också sänt orosvågor på finansmarknaderna. Det här innebär att oron på finansmarknaderna åter tilltagit.

När det gäller statistiken som speglar den reala utvecklingen i euroområdet, så har konfidensindikatorer visat på ett svagare förtroende för området som helhet. Inköpschefsindex för Tyskland har också försvagats men samtidigt har

■ annan tysk statistik kommit in starkare. Det gäller till exempel den så kallade IFO-indikatorn men också produktionen i industrin.

Det blir av naturliga skäl så att vi fokuserar på de delar av vår värld som har stora problem med tillväxten. Men det är alltså viktigt att komma ihåg att inte alla länder i euroområdet har det lika eländigt, som fallet Tyskland illustrerar. Det är också viktigt att notera att den amerikanska ekonomin har fortsatt att stärkas, om än i långsam takt. Läget på arbetsmarknaden förbättras sakta men säkert och detta har bidragit till att öka förtroendet bland de amerikanska hushållen. Visserligen så pekar den senaste arbetsmarknadsstatistiken för april på en svagare jobbtillväxt, men samtidigt uppreviderades statistiken över jobbtillväxten månaderna innan.

I Japan kommer finanspolitiska satsningar på återuppbyggnadsarbete efter tsunamins härjningar under förra året att bidra till att den japanska tillväxten blir något högre än vad vi trodde i februari. I Kina väntas ekonomin växa med över 8 procent under 2012.

Helhetsbilden som vi såg framför oss i april såg trots allt ganska bra ut. För egen del lyfte jag fram de förbättrade utsikterna för USA som ett viktigt skäl till att jag kände något större tillförsikt för vår omvärldsprognos. Global BNP väntas växa i en takt som ungefär motsvarar ett historiskt genomsnitt. Den statistik som kommit in efter räntebeslutet i april har så här långt inte på något avgörande sätt ändrat den bilden. Men riskerna för en sämre utveckling kvarstår och nervositeten på finansmarknaderna är just nu mer uttalad än i april.

Risker i omvärlden

Även om inte eurokrisen utlöser en total kollaps i omvärldskonjunkturen så finns det ett antal risker i världsekonomin som skulle kunna leda till en sämre konjunkturutveckling än den vi förutser i vår prognos från april. Den första risken är att skuldeddragningen i euroområdet blir mer utdragen än väntat, och drabbar svensk exportindustri via en lägre efterfrågan. Den andra risken är att USA inte ska klara av sina finanspolitiska utmaningar, något som kan dämpa den globala ekonomins fortsatta förstärkning. Låt mig diskutera de här riskerna mer ingående.

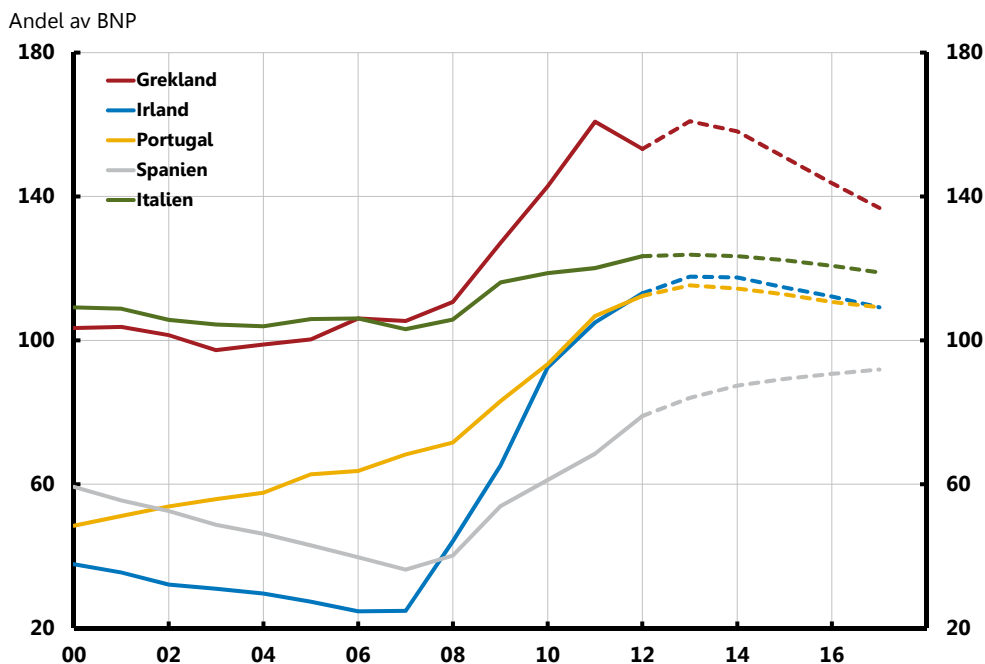
En tredje risk som ofta diskuteras gäller avmattningen på den kinesiska fastighetsmarknaden. Den ska jag inte fördjupa mig i här, utan jag bara konstaterar att om fastighetspriserna skulle falla okontrollerat har Kina möjligheter att sätta in finans- och penningpolitiska stimulanser, i och med att man har en låg statsskuld på drygt 25 procent av BNP och en hög styrränta på närmare 7 procent.¹ Debatten om den kinesiska ekonomin är för övrigt ofta ganska kategorisk. Antingen så talas det om överhettning eller en förestående krasch. Tittar vi tillbaka på hur det sett ut tidigare så har man ganska väl lyckats undvika båda dessa extremer. Min bedömning är att det finns goda förutsättningar för att man gör så även denna gång.

¹ IMF Fiscal Monitor (April 2012), "Balancing Fiscal Policy Risks".

■ Euroområdet – utdragen skuldneddragning

I euroområdet är det framför allt Greklands skuldsättning som stått i fokus. Men skuldproblemen har som bekant även drabbat andra euroländer, till exempel Irland, Portugal och Spanien. Italien har också en hög statsskuld, men det är ett problem som man haft länge. Följande diagram visar hur den offentliga skuldens andel av BNP utvecklats i dessa länder samt IMF:s prognos till och med 2017.

Diagram 1. Den offentliga skuldens utveckling



Anm. Den offentliga skulden anges som procent av BNP på den vertikala axeln
 Källa: IMF Fiscal Monitor

Mot bakgrund av den höga skuldsättningen har behovet av skuldneddragning inom euroområdet blivit en fråga som diskuterats i olika sammanhang den senaste tiden.

Skuldneddragning – förlopp och tidigare erfarenheter

Erfarenheterna från den svenska och finska bankkrisen under 1990-talet visar att en skuldneddragning kan pågå i över tio år. Processen kan generellt delas in i två faser.² Under den första fasen, saneringsfasen, så minskar hushållen och företagen sina skulder. Det innebär att hushållen drar ner sin konsumtion och företagen sina investeringar, vilket medför en svag eller negativ BNP-tillväxt. Detta gör att den offentliga skulden ökar i och med att utgifterna för sociala åtaganden ökar och skatteintäkterna minskar. I till exempel Sverige ökade den offentliga skulden från 46 procent av BNP till 83 procent under perioden 1990-1994,³ det vill säga under perioden då hushållen, bankerna och företagen minskade sin skuldsättning. Under den andra fasen, återhämtningsfasen, ökar

² "Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth", McKinsey Global Institute (Januari 2012).

³ IMF Fiscal Monitor, Debt Database Fall 2011.

■ BNP-tillväxten och då minskar också den offentliga skulden, eftersom högre tillväxt leder till lägre offentliga utgifter för sociala åtaganden och högre skatteintäkter. I till exempel Sverige bidrog den högre tillväxten efter 1996 till att minska den offentliga skuldkvoten med så mycket som 28 procentenheter under perioden 1996-2008.⁴

Det är dock stora skillnader i förutsättningar mellan den svenska skuldneddragningen och den sanering av de offentliga finanserna i euroområdet som nu inleds. Den svenska offentliga skulden uppgick endast till 46 procent av BNP i inledningskedet av skuldsaneringen. Genomsnittet för Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien ligger för tillfället däremot på hela 112 procent.⁵ Den svenska återhämtningsfasen drevs dessutom i stor utsträckning av en stark tillväxt i exporten, något som i sin tur delvis berodde på att kronan hade släppts fri att flyta och snabbt deprecierade under den här perioden. Eftersom en stor del av handeln i eurozonen sker internt, och valutan är gemensam och därför inte kan depreciera gentemot någon annan valuta i eurozonen, finns det en risk att återhämtningsfasen i de skuldsatta euroländerna blir mer utdragen. Återhämtningsfasen i Sverige underlättades dessutom av en tillväxt i omvärlden som var starkare än idag.

Jag vill poängtera att våra försiktiga prognoser över euroområdets tillväxt beror på att vi räknar med tydliga effekter av åtstramningarna som krävs för att få ner den offentliga skuldkvoten. Men det finns en risk att skuldneddragningen tar längre tid än vad vi har utgått från. En utdragen skuldsanering med besparingar som genomförs samtidigt i många euroländer skulle påverka omvärlden negativt via en lägre handel och efterfrågan. Det skulle ha effekter för den svenska exportindustrin som är beroende av handel med euroområdet.

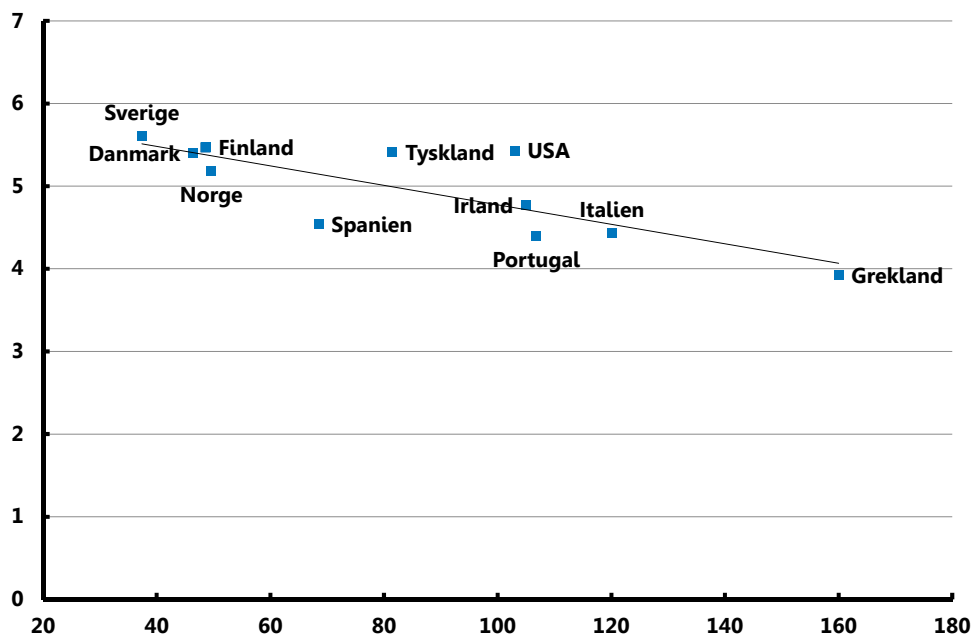
God konkurrenskraft- lägre offentlig skuld

Samtidigt är en skuldneddragning i dagsläget en svår balansgång, eftersom alltför omfattande besparingar riskerar att strypa konsumtionen och leda till en nedåtgående trend med minskad tillväxt. Det är en stor utmaning att hitta en lämplig avvägning mellan utgiftsneddragningar och skattehöjningar för att mildra effekterna på tillväxten. Det behövs också strukturella reformer av produkt- och arbetsmarknader för att förbättra konkurrenskraften och i förlängningen tillväxtpotentialen. Det här är lättare sagt än gjort eftersom sådana åtgärder kan vara kortsiktigt smärtsamma och politiskt svårgenomförbara. Men de länder som kan skapa förutsättningar för en bättre konkurrenskraft kan förhoppningsvis också få trycket på de offentliga finanserna att minska. Studerar man diagram 2 så verkar det nämligen finnas ett samband mellan en god konkurrenskraft och lägre offentlig skuldkvot.

⁴ "Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth", McKinsey Global Institute (Januari 2012).

⁵ IMF Fiscal Monitor (April 2012), "Balancing Fiscal Policy Risks".

■ **Diagram 2. Sambandet mellan konkurrenskraft och offentlig skuldkvot**



Anm. Den offentliga skulden anges som procent av BNP på den horisontella axeln
 Källor: World Economic Forum 2011 och IMF Fiscal Monitor April 2012

Den vertikala axeln mäter respektive lands konkurrenskraft som den definieras av World Economic Forum 2011,⁶ medan den horisontella axeln mäter den nuvarande nivån på den offentliga skulden som andel av BNP. Ett högre värde på den vertikala axeln innebär att ett land har en bättre konkurrenskraft. Det kan förstås finnas många faktorer som påverkar den offentliga skuldsättningen, men enligt figuren verkar det som om länder med en god konkurrenskraft också tenderar att ha en lägre offentlig skuldkvot.

Samtidigt som det kommer ta tid för euroländerna att få ner sina skulder, är det viktigt att uppmärksamma att euroländerna inte är ensamma om att stå inför en budgetsanering. Även USA står inför utmaningar att förbättra de offentliga finanserna.

USA – finanspolitiska utmaningar

Den amerikanska offentliga skulden uppgick 2011 till 103 procent av BNP och beräknas stiga till 107 respektive 110 procent under 2012 och 2013. Som en jämförelse så uppgick den genomsnittliga offentliga skulden för de 14 största euroländerna till 80 procent 2011, medan prognosen för 2012 och 2013 är 82 respektive 84 procent.⁷ Nationalekonomerna Reinhart och Rogoff kommer i en omfattande studie fram till att en offentlig skuld som överstiger 90 procent av BNP innebär risker för långsiktig tillväxt och stabilitet.⁸ När den offentliga

⁶ World Economic Forum väger ihop en rad indikatorer på ett lands konkurrenskraft, till exempel kvaliteten på infrastruktur, utbildningsnivå, finansiell utveckling m.m. Se <http://gcr.weforum.org/gcr2011/> för en mer utförlig definition.

⁷ IMF Fiscal Monitor (April 2012), "Balancing Fiscal Policy Risks".

⁸ Reinhart, Carmen M. och Kenneth S. Rogoff, "This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly", New Jersey: Princeton University Press (2009).

■ skulden når sådana nivåer är ekonomisk tillväxt sällan tillräckligt för att minska skulden, menar de.

Den amerikanska ekonomin står alltså inför betydande finanspolitiska utmaningar. Osäkerheten kring finanspolitiken är samtidigt stor, eftersom det finns politiska låsningar mellan demokrater och republikaner i kongressen som kan bestå även efter presidentvalet 2012. Osäkerheten har fått bedömare att tala om det stup, eller *fiscal cliff*, som den amerikanska ekonomin står inför nästa år. Oron gäller å ena sidan om tidigare inkomstskattesänkningar och sänkningar av löneskatter kommer att förlängas till att gälla efter årsskiftet. Å andra sidan hänger oron samman med de automatiska utgiftsneddragningar som beslutats ske vid årsskiftet om man i kongressen inte kommer överens om en långsiktigt hållbar budgetkonsolidering. Sammantaget motsvarar dessa automatiska skattehöjningar och neddragningar av offentliga utgifter en åtstramning under 2013 på 3-4 procent av BNP. Ytterligare en osäkerhetsfaktor är resultatet av presidentvalet i november. Om valutgången blir jämn och ingen part får en tydlig majoritet finns det en stor risk att det politiska dödläget kvarstår.

Bristen på trovärdiga budgetlösningar i dagsläget, och det låga förtroendet för det politiska systemets förmåga att hantera den finanspolitiska utmaningen, kan leda till att företag och hushåll börjar agera mer försiktigt. Det skulle i så fall dämpa tillväxten i världsekonomin. Vi har vägt in sådana risker i vår prognos, men det går naturligtvis inte utesluta att det blir mer problematiskt än vi räknat med.

Realistiskt att tro på ordnad lösning av eurokrisen?

De risker jag talade om är sådana som penningpolitiken normalt ställs inför och måste förhålla sig till. Prognoser förändras efterhand och penningpolitiken får justeras därefter. Ett helt annat läge uppstår däremot om eurokrisen skulle förvärras drastiskt, stora störningar uppstår på finansmarknaderna och konjunkturen tvärt vänder nedåt. I sådana lägen får penningpolitiken ställas om till ett krishanteringsläge och det har vi beredskap för.

Det är just beredskapen inför sådana händelser vi som centralbank måste ha. Och i våra prognoser måste vi göra en bedömning av hur stor sannolikheten är för att händelserna inträffar. Ett centralt antagande i våra prognoser är att oron på de finansiella marknaderna gradvis avtar och förtroendet hos företag och hushåll successivt återvänder. Det innebär inte att vi tror att vägen dit kommer att vara rak och jämn. Vi får räkna med att förtroendet för ländernas förmåga att lösa sina problem kommer att variera över tiden, och i den processen kommer olika länder stå i fokus.

När vi sammanfattar vilka åtgärder som vidtagits sedan krisen var som värst i höstas var den Europeiska centralbankens två lån med tre års löptid till europeiska banker en åtgärd som gav en omedelbar lättnad. En akut likviditetskris avväjdes och lånen har också förhindrat en kraftigare kreditåtstramning än vad som annars skulle varit fallet. De löser dock inte de långsiktiga problemen som många euroländer står inför, vilket heller inte är avsikten med dem. Men lånen har gett många länder ett visst andrum för reformer som det är viktigt att de tar vara på.

Samtidigt har EU-länderna kommit överens om en rad åtgärder för att strama upp budgetdisciplinen. Till exempel har det beslutats om reformer som

■ förstärker det nuvarande finanspolitiska regelverket. Det här är åtgärder som inte får omedelbar verkan, men som ändå manifesterar en politisk vilja som borde vara långsiktigt förtroendeskapande i en kris som till stora delar bär politiska förtecken.

När vi hade vårt penningpolitiska möte i april hade Grekland beviljats ett andra stödpaket från EU och IMF samt nått en överenskommelse med privata långgivare om en skuldnedskrivning mot löften om finanspolitiska åtstramningar. Euroländerna hade dessutom kommit överens om att öka kapaciteten i sina så kallade räddningsfonder, vilket var ett viktigt steg i rätt riktning.⁹ Därefter kom man på IMF:s vårmöte överens om att stärka IMF:s resurser med 430 miljarder dollar för utlåning till krisdrabbade länder. Uppbyggnaden av de här finansiella "brandväggarna" är ett viktigt led i att skapa förtroende för det finansiella systemet.

Det finns ofta en otålighet inför trögheten i de politiska processerna som hanterar problem av de slag vi nu ser i euroområdet. Men de olika steg som successivt tagits på det politiska planet borde, som jag ser det, kunna lindra en förtroendekris som i stor utsträckning är politisk. Det borde tala för att en ordnad lösning på eurokrisen. Sedan återstår att se om den nu uppblossande krisen kring Grekland kan få mer vittgående konsekvenser. I ett oroligt och nervöst förtroendeklimat kan även en problematik som berör ett enskilt litet land få spridningseffekter.

Kan det gå bättre än vi förutser?

Jag har tidigare radat upp olika risker som pekar nedåt. Finns det då några förutsättningar att tillväxten blir bättre än våra prognoser? Min bedömning är att så är fallet, även om det ser skakigt ut just nu och vi inte kan förvänta oss snabba förbättringar. Jag tycker att det förtjänar att påpekas att vi bara förväntar oss en försiktig återhämtning i euroområdets tillväxt från slutet av 2012 och framåt. Det vi nu ser är en förtroendekris av stora mått, men det innebär också att om politiska åtgärder i små steg kan bygga upp förtroendet kan ekonomin i euroområdet återhämta sig med större kraft än vi förutser. Det finns som jag redan nämnt länder i området som har goda grundläggande förutsättningar för en starkare återhämtning.

I USA är förutsättningarna för ett bättre utfall goda om man kan undvika den *fiscal cliff* som jag tidigare talade om. I så fall kan tillväxten bli något starkare än den ganska modesta tillväxt vi förutser. Speciellt om bostadsbyggandet, efter flera år av anpassning, kommer igång igen. Den drivkraften i tillväxtförloppet kan vara stark, det har tidigare konjunkturuppgångar visat.

Läget i Sverige – vissa ljusglimtar

Hur ser det då ut i Sverige? Den svaga tillväxten i omvärlden i slutet av förra året ledde till en oväntat stark inbromsning i svensk export. Det innebar att BNP-fallet fjärde kvartalet i fjol blev större än vi hade förutsett. Det svaga årsslutet slår in över BNP-tillväxten för 2012 som i april reviderades ned jämfört med prognosen som gjordes i februari.

⁹ De stödfaciliteter som finns tillgängliga idag består av tre delar. Den största, EFSF (European Financial Stability Facility), inrättades våren 2010 och har byggts upp med garantier från euroländerna själva. Den andra delen är EFSM (European Financial Stability Mechanism) som bygger på en garanti från EU. Den tredje delen, som också inrättades våren 2010, innebär att IMF kan ge lån på upp till 250 miljarder euro.

■ Vid en första betraktelse kan BNP-siffran förefalla illavarslande. Men till skillnad mot exporten låg inhemsk efterfrågan under det fjärde kvartalet i linje med Riksbankens prognos. Utvecklingen av detaljhandeln och indikatorer på förtroendet bland företag och hushåll pekade på att efterfrågan åter ökade. Därtill ökade varuexporten starkt under januari och återhämtade en stor del av fallet som skedde under fjärde kvartalet i fjol.

När jag vägde samman de siffror som kommit sedan det penningpolitiska mötet i februari var min bedömning att konjunkturutsikterna för Sverige blivit lite ljusare. Det kan kanske förefalla märkligt om man tittar på tillväxtprognosen i den penningpolitiska uppföljningen och ser att prognosen för 2013 och 2014 är något svagare än i februari. Men anledningen till skillnaden är att SCB i slutet av februari reviderade upp antalet arbetade timmar, vilket medför en lägre trendmässig produktivitet och en lägre trendmässig tillväxttakt för BNP. Det innebar att bilden av konjunkturutsikterna och resursutnyttjandet i stort sett var densamma som i februari.

Samma sak gällde inflationsutsikterna. Den faktiska inflationen mätt med KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, har visserligen underskridit inflationsmålet. Men man bör fråga sig vilka orsakerna till avvikelsen har varit. Den starka kronapprecieringen som följde när svallvågorna efter Lehmankraschen ebbade ut är en viktig förklaring. Låga enhetsarbetskostnader är en annan, men här sker nu en vändning där arbetskostnaderna väntas stiga snabbare under prognosperioden jämfört med under de senaste två åren. Tittar man på KPI så ligger dessutom de senaste siffrorna i linje med inflationsmålet. Jag kan i sammanhanget tycka att inflationen i närtid får väl stort fokus i den penningpolitiska debatten, inte minst med tanke på att det tar tid innan penningpolitiken påverkar inflationen.

Min sammantagna bedömning i april var därför att räntebanan från februari stod sig väl. Det här innebär en starkt expansiv penningpolitik med en negativ realränta under större delen av prognosperioden.

Vid vårt möte i april hade vi, som nämnts, indikationer på att det fall i tillväxten som vi såg i slutet av förra året var tillfälligt, och vi reviderade upp tillväxten för första kvartalet i år. Efter det penningpolitiska mötet har det kommit en del ny information. Till exempel vet vi nu att den svenska varuexporten ökade svagt under första kvartalet efter det skarpa fallet fjärde kvartalet förra året. Enligt statistik från SCB så blev sysselsättningen högre och arbetslösheten lägre än vår senaste prognos. Konjunkturinstitutets barometerindikator ökade också kraftigt under det första kvartalet och detaljhandelsindex som ökade starkt i februari fortsatte att öka även i mars. Sammantaget ger ny information sedan det senaste penningpolitiska mötet ingen tendens till en revidering av prognosen för den svenska tillväxten under första kvartalet. Men en samlad bedömning av nyinkommen statistik avvaktar jag med till vårt nästa penningpolitiska möte i juli.

Penningpolitik under osäkerhet

Jag har redovisat hur jag ser på läget i omvärlden och i Sverige. Jag har också pekat på ett antal risker som kan leda till en annan utveckling än den vi ser framför oss i den penningpolitiska uppföljningen. Hur sannolika riskerna är försöker vi avgöra utifrån inkommande statistik. Det ger oss en bild av vad som kan betraktas som ett huvudscenario och vad som är ett alternativscenario. Hur ska man då som penningpolitisk beslutsfattare väga ihop ny och ofta

■ motstridig information om konjunkturen som pekar mot olika utvecklingsbanor? Låt mig avslutningsvis kort reflektera över det.

Som konjunkturbedömare konfronteras man med ett ständigt flöde av ny statistik som ofta spretar åt olika håll. Låt mig illustrera det med hur det förhöll sig vid vårt senaste penningpolitiska beslut i april. Knappt hade SCB publicerat en BNP-siffra för fjärde kvartalet som blev betydligt svagare än väntat, innan Konjunkturinstitutet publicerade en mycket positiv barometerindikator för mars. Det är heller inte ovanligt med revideringar av statistiken som ändrar bilden av historien och kastar nytt ljus över utgångsläget i ekonomin. Som jag tidigare nämnde så reviderade SCB upp antalet arbetade timmar i samband med publiceringen av BNP-statistiken för fjärde kvartalet 2011. Revideringen innebär en lägre produktivitetstillväxt för 2010 och 2011 än vad som tidigare redovisats och därmed också en ny syn på den trendmässiga produktivitetstillväxten framöver, vilket har betydelse för penningpolitiken.

Ny och motstridig statistik och revideringar av det här slaget skapar osäkerhet om den rådande konjunkturen. Själv tillhör jag dem som noggrant nagelfar statistiken för att bilda mig en uppfattning om konjunkturläget och drivkrafterna framåt. Men min långa bana på det här området har också lärt mig att det är viktigt att inte ha någon övertro på exaktheten i måtten vi använder oss av för att bedöma konjunkturläget. Eftersom ekonomisk statistik präglas av betydande osäkerhet är det viktigt att inte läsa in för mycket i enskilda siffror och att ha lite "is i magen" när sentimentet snabbt svänger efter en oväntat stark eller svag siffra. Det här lite konservativa förhållningssättet till prognosmakeriet har varit, och är, min ledstjärna som konjunkturbedömare. Successiva anpassningar av prognosen minskar riskerna för att man ska gå ordentligt fel åt ena eller andra hållet och tvingas till upprepade stora prognosrevideringar. Eftersom penningpolitiken styrs av prognoser kan det leda till stora kast i räntepolitiken. Det här skapar i sin tur osäkerhet för ekonomins aktörer när de ska fatta sina beslut. Jag anser att de prognoser vi gjort under de senaste åren är en god illustration av de gradvisa förändringar i prognoser som jag här talar om. Men samtidigt ska man hela tiden ha beredskap att göra större justeringar om omständigheterna så motiverar. Hösten 2008 är ett gott exempel på det.

Jag har vid många tillfällen i samband med penningpolitiska möten och i olika tal framfört åsikten att ränteförändringar i normalfallet ska genomföras gradvis på grund av den osäkerhet som alltid är förknippad med prognoser och ekonomisk statistik. Nationalekonomerna Orphanides och Williams menar i en uppsats att sådan här osäkerhet talar för att man inte ska låta penningpolitiken påverkas av motstridig information och statistik som kontinuerligt revideras.¹⁰ Istället bör man i normalfallet låta penningpolitiken förändras gradvis. På så sätt begränsar man genomslaget av motstridig information och statistik som ofta revideras.

Den före detta amerikanske centralbankschefen, Allan Greenspan, sa att "Uncertainty is not just an important feature of the monetary landscape; it is the defining characteristic of that landscape." Jag kan bara hålla med.

¹⁰ Orphanides, Athanasios och John C. Williams, "Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates", *Brooking Papers on Economic Activity* (2002), sid. 63-118.