



# ANFÖRANDE

DATUM: 2010-03-18

TALARE: Vice riksbankschef Lars E. O. Svensson

PLATS: Studieförbundet Näringsliv och Samhälle (SNS)

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

## ■ Utvärdering av penningpolitiken 2009 i Sverige

Utvärderingar av penningpolitiken är viktiga av flera skäl. För det första för att Riksbanken sedan 1999 har en självständig ställning gentemot riksdag och regering. Det innebär bland annat att direktionen fattar de penningpolitiska besluten utan att söka eller ta emot instruktioner. Riksbankens självständighet ger stor makt åt dess ledning. Då är det viktigt att Riksbankens verksamhet kontrolleras och utvärderas och att dess ledning kan ställas till ansvar. En god insyn och regelbundna utvärderingar är också nödvändiga för att Riksbankens verksamhet ska behålla sin legitimitet. För det andra bidrar regelbundna utvärderingar till att Riksbanken kan utveckla den penningpolitiska analysen på bästa sätt.

I Sverige granskar och utvärderar finansutskottet varje år den penningpolitik som Riksbanken fört under de närmaste föregående åren. Riksbanken sammanställer och publicerar årligen ett underlag för denna utvärdering. Vi publicerade ett sådant underlag för bara några dagar sedan. Huvudbudskapet i underlaget är att Riksbanken har mött krisen med kraftiga åtgärder. Reporäntan sänktes till nära noll och Riksbanken annonserade sin avsikt att låta reporäntan att ligga kvar på denna nivå under en relativt lång period. Störningarna på de finansiella marknaderna medförde dessutom att penningpolitiken fick mindre genomslag än normalt. Riksbanken bemötte detta genom att komplettera penningpolitiken med omfattande utlåning till bankerna. Penningpolitiken har på så sätt bidragit till att dämpa fallet i produktionen och sysselsättningen. Den har också bidragit till att på längre sikt hålla inflationen i linje med målet.

Detta tänkte jag prata om idag. Men först tänkte jag säga några ord om några principer som är viktiga när penningpolitiken utvärderas.

### Vad är viktigt att tänka på när man utvärderar penningpolitiken?

När kan man säga att den penningpolitik som förts under det gångna året har varit bra? Svaret på frågan beror naturligtvis på vilket mål som finns för penningpolitiken.

Riksbanken har ett inflationsmål enligt vilket den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent. Eftersom penningpolitiken verkar med

■ fördröjning bör den bygga på prognoser. Riksbankens prognoser utgår ifrån antagandet att reporäntan – Riksbankens styrränta – utvecklas på ett sådant sätt att penningpolitiken kan betraktas som väl avvägd. I normalfallet innebär en väl avvägd penningpolitik att inflationsprognosen är nära inflationsmålet på ett par års sikt samtidigt som prognosen för inflationen och den reala ekonomin (produktion, sysselsättning och arbetslöshet) inte uppvisar alltför stora svängningar. Avvägningen handlar alltså om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen och stabiliseringen av den reala ekonomin och resursutnyttjandet. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas en flexibel inflationsmålspolitik.

Man skulle kunna tycka att det borde räcka med att helt enkelt jämföra utfallet för inflationen med inflationsmålet när man utvärderar penningpolitiken. Men så enkelt är det inte, av två skäl. För det första tar det tid innan förändringar av reporäntan får effekt på inflationen och realekonomin. Under tiden hinner oförutsedda störningar inträffa som kan påverka ekonomin i en annan riktning än den prognostiserade. Penningpolitiken kan ha varit rätt, men Riksbanken har otur och oförutsedda störningar leder till att inflationen avviker från målet. Penningpolitiken kan ha varit fel, men Riksbanken har tur och oförutsedda störningar leder ändå till att inflationen överensstämmer med målet.

För det andra innebär en flexibel inflationsmålspolitik att Riksbanken strävar inte bara efter att stabilisera inflationen runt inflationsmålet utan också efter att stabilisera resursutnyttjandet runt en normal nivå. Det innebär att det ibland kan uppstå svåra avvägningar. Det kan till exempel inträffa störningar som gör det svårt att snabbt föra inflationen till målet utan att skapa stora svängningar i realekonomin. Man kan då välja att låta utfallet för inflationen avvika från målet. Avvikelsen är då avsiktlig och ett led i en kompromiss mellan att stabilisera inflationen och stabilisera resursutnyttjandet.

Så hur bör man utvärdera penningpolitiken? Man kan ha två olika angreppssätt. Det ena är att utvärdera penningpolitiken ett par år efter de penningpolitiska besluten, så att inflationen och realekonomin hunnit reagera på de penningpolitiska åtgärderna, och då utnyttja all information som finns vid utvärderingstillfället, alltså inklusive den information som kommit efter det att beslutet fattades. Det blir med andra ord en utvärdering med facit i hand, vad som kan kallas en utvärdering ex post. Även om det kan vara mycket intressant att analysera de störningar som inträffat efter att de penningpolitiska besluten tagits så är det i det närmaste självklart att penningpolitiken kunde ha varit bättre om de störningar som inträffade senare hade varit kända vid beslutstillfället. En utvärdering med facit i hand är därför inte nödvändigtvis den mest rättvisande.

Ett mer relevant angreppssätt är därför att sätta sig in i beslutsfattarens situation vid beslutstillfällena och försöka utvärdera besluten givet den information som då fanns tillgänglig. Det blir med andra ord en utvärdering som utgår från beslutsfattarens tillgängliga information, vad som kan kallas en utvärdering ex ante. Den fråga som då bör besvaras är om analysen och räntebesluten var rimliga givet den information och de prognoser som fanns tillgängliga vid beslutstillfällena. Gjorde Riksbanken till exempel en rimlig avvägning mellan stabilisering av inflationen och stabilisering av resursutnyttjandet?

En utvärdering som utgår från beslutsfattarens information har också den stora fördelen att den kan ske i realtid, omedelbart efter publiceringen av de penningpolitiska besluten och den information och analys de grundar sig på. Man behöver alltså inte vänta ett par år för att se vilket utfallet för inflationen och realekonomin blir. Riksbankens beslut kan således utvärderas och debatteras löpande.

■ En viktig del av utvärderingen av en flexibel inflationsmålspolitik består i att bedöma hur trovärdigt inflationsmålet är, mätt som i vilken utsträckning olika ekonomiska aktörers inflationsförväntningar överensstämmer med inflationsmålet. Om inflationsförväntningarna ligger stabilt nära inflationsmålet så innebär det att målet är trovärdigt och därmed blir det lättare för Riksbanken att stabilisera både inflationen och resursutnyttjandet.

Som jag redan sagt tar det tid innan penningpolitiken får effekt på inflationen och realekonomin. Därför styrs penningpolitiken av prognoser. Det gäller då att välja en reporäntebana så att prognosen för inflationen och resursutnyttjandet innebär bästa möjliga stabilisering av inflationen och resursutnyttjandet. Eftersom prognoserna spelar en sådan central roll för de penningpolitiska besluten är det förstås viktigt att Riksbanken utnyttjar bra prognosmetoder och använder all relevant information som finns när prognoserna tas fram, så att prognoserna blir så träffsäkra som möjligt. Ett viktigt steg i utvärderingen av penningpolitiken är således att undersöka om prognoserna har rimlig träffsäkerhet. Ett sätt att göra detta är att jämföra Riksbankens prognoser med andra bedömares prognoser. Riksbanken gör sådana jämförelser varje år.

Ytterligare en del av en utvärdering av penningpolitiken består i att analysera hur förutsägbar penningpolitiken är och vilket genomslag den har på marknadsräntorna. Penningpolitiken verkar främst genom att påverka förväntningarna om framtida räntor, inflation och realekonomi. Förväntningarna om reporäntan de närmaste åren påverkar räntor med längre löptid och därmed inflationen och realekonomin mer än reporäntan fram till nästa penningpolitiska beslut. Hur förutsägbar penningpolitiken är kan mätas med hur väl marknaden förutsäger nästa reporäntebana. Hur väl penningpolitiken styr marknadsförväntningarna och marknadsräntorna kan mätas med hur väl marknadsförväntningarna om framtida reporäntor överensstämmer med reporäntebanan efter dess publicering.

Riksbankens underlag för utvärderingar av penningpolitiken i Sverige utgår i från de principer som jag just beskrivit och innebär därmed en viss förnyelse jämfört med tidigare års utvärdering.<sup>1</sup> Jag tänkte nu presentera det underlag för utvärdering av penningpolitiken 2009 som Riksbanken publicerade för några dagar sedan. Som ni förmodligen vet har jag själv frånt och med mötet i april 2009 reserverat mig mot de penningpolitiska besluten och förordat en lägre reporäntebana, med motiveringen att denna skulle stabilisera såväl KPIF-inflationen som resursutnyttjandet bättre utan att medföra några problem för den finansiella stabiliteten eller de finansiella marknadernas funktionssätt.<sup>2</sup> Mitt tal idag fokuserar dock på den politik som förts av direktionens majoritet.

## 2009 – ett extraordinärt år för penningpolitiken

Riksbanken fortsatte under 2009 att föra penningpolitiken i en alltmer expansiv riktning. Syftet var att uppfylla inflationsmålet och mildra de effekter den finansiella krisen fått på realekonomin. Från februari till början av juli sänkte Riksbanken reporäntan från 2,0 procent till historiskt låga 0,25 procent. Räntebanan, det vill säga Riksbankens prognos över reporäntans utveckling under de närmaste åren, reviderades dessutom ner vid varje penningpolitiskt möte under denna period. Under resten av året lämnades räntan och räntebanan oförändrade. Störningarna

<sup>1</sup> För en mera utförlig beskrivning av hur man kan utvärdera penningpolitiken, se Lars E.O. Svensson, "Att utvärdera penningpolitiken", tal vid Uppsala universitet, 13 mars 2009.

<sup>2</sup> För en utförligare beskrivning av argumenten bakom mina reservationer, se Lars E. O. Svensson, "Varför lägre räntebana", anförande vid Umeå universitet, den 24 februari 2010.

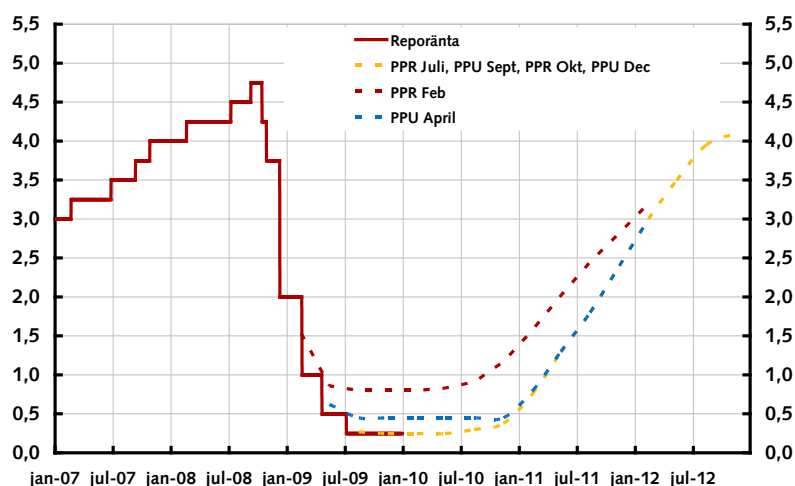
■ på de finansiella marknaderna medförde dock att genomslaget av penningpolitiken blev mindre än normalt under 2009. Riksbanken bemötte dessa problem genom att komplettera penningpolitiken med en omfattande utlåning till bankerna.

Hur såg då de prognoser och bedömningar ut som låg till grund för de penningpolitiska besluten?

### *Räntan sänktes till 1 procent och räntebanan justerades ned i februari*

I februari såg nedgången i konjunkturen, såväl i Sverige som i omvärlden, ut att bli ännu djupare och ske mycket snabbare än vad Riksbanken tidigare hade bedömt. Vid det penningpolitiska mötet den 10 februari beslutade Riksbanken därför att sänka reporäntan med en hel procentenhet till 1 procent. Räntebanan justerades ner och indikerade ytterligare en räntesänkning under 2009 (se diagram 1).

**Diagram 1. Reporänteutfall och reporänteprognoser**  
Procent



Källa: Riksbanken

I den penningpolitiska rapporten från februari 2009 presenterades prognoser baserade på rapportens huvudscenario och alternativa prognoser baserade på räntebanan från mötet i december 2008.<sup>3</sup> Dessa visas i diagram 2.a där den högre räntebanan (den blå streckade kurvan) är prognosen från december 2008. Den lägre räntebanan (den röda streckade kurvan) är Riksbankens huvudscenario i februari 2009.

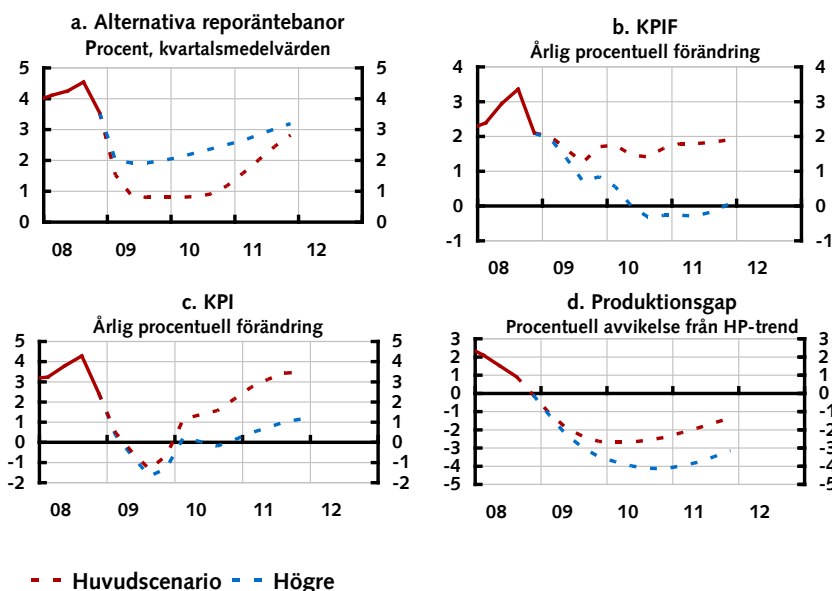
Riksbankens inflationsmål uttrycks i termer av KPI-inflationen, men denna varierade kraftigt under senare delen av 2008 och under 2009 till följd av de mycket stora förändringarna i reporäntan. Detta beror på att KPI innehåller räntekostnader för egna hem. I den situationen är det rimligt att istället utgå från inflationen mätt som KPIF, där ränteförändringarna är bortrensade. Diagram 2.b visar Riksbankens prognoser för KPIF-inflationen baserat på de två räntebanorna. Den lägre räntebanan som föreslogs i huvudscenariot gav en inflationsprognos mätt med

<sup>3</sup> Alternativa prognoser för reporäntan publiceras i de penningpolitiska rapporterna tre gånger årligen. Inför de återstående penningpolitiska mötena diskuteras också alternativa prognoser för reporäntan men dessa publiceras inte i de penningpolitiska uppföljningarna.

KPIF som närmade sig 2 procent på två års sikt. Den högre räntebanan gav istället en inflationsprognos som vida underskred målet under hela prognosperioden. Motsvarande prognoser för KPI-inflationen visas i diagram 2.c.

För att mäta resursutnyttjandet i ekonomin använder Riksbanken ett antal olika mått och indikatorer. Ett av dessa mått är produktionsgapet beräknat som den procentuella skillnaden mellan BNP och en skattad trend.<sup>4</sup> Om gapet är positivt beräknat med denna metod betyder det att aktivitetsnivån i ekonomin är hög och att BNP ligger över sin trend. Motsatsen gäller när gapet är negativt. Diagram 2.d visar produktionsgapet baserat på de två räntebanorna. Båda banorna gav upphov till negativa produktionsgap under prognosperioden, det vill säga ett resursutnyttjande under den normala nivån. Men med räntebanan i huvudscenariot blev produktionsgapet, med detta sätt att mäta, mindre negativt än med räntebanan från december 2008. Den lägre reporäntebanan stabiliserade således både KPIF-inflationen och resursutnyttjandet bättre än den högre reporäntebanan.

Diagram 2. Riksbankens prognoser februari 2009



Källor: SCB och Riksbanken

### Ytterligare räntesänkningar i april och juli

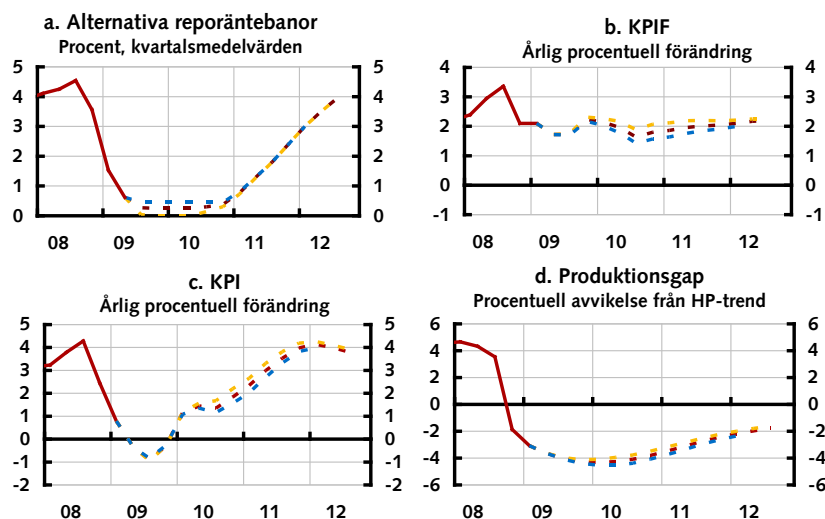
Under årets första kvartal fortsatte BNP att falla kraftigt, såväl i Sverige som i omvärlden, och BNP-prognosen för 2009 reviderades i april ner ytterligare jämfört med Riksbankens bedömning i februari. Riksbanken bedömde också att inflationen mätt med KPI skulle falla mycket snabbt under 2009, vilket till stor del berodde på de snabba räntesänkningarna under slutet av 2008 och början av 2009. Vid det penningpolitiska mötet den 20 april sänktes reporäntan med 0,5 procentenheter till 0,5 procent. Räntan förväntades ligga kvar på en låg nivå till början av 2011 (se diagram 1).

<sup>4</sup> Trenden är skattad med hjälp av ett så kallat Hodrick-Prescott filter (HP-filter). Det är en statistisk metod för att dela upp utvecklingen av en variabel i en trendmässig och i en cyklisk del. Metoden kan beskrivas som ett viktat dubbelsidigt glidande medelvärde där högre vikt läggs på närliggande observationer och successivt fallande vikt för mer avlägset liggande observationer. Produktionsgapet enligt HP-metoden ska inte nödvändigtvis tolkas som Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet.

I juli var bedömningen att nedgången i konjunkturen under 2009 skulle bli något djupare än den bedömning som Riksbanken gjorde i april. Riksbanken bedömde att reporäntan och reporäntebanan behövde bli ännu lägre. Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 0,25 procent vid det penningpolitiska mötet den 1 juli. Räntan förväntades ligga kvar på denna låga nivå fram till hösten 2010 (se diagram 1). Riksbanken bedömde också att den beslutade sänkningen inte var något hot mot de finansiella marknadernas sätt att fungera. Riksbanken bedömde vidare att reporäntan efter sänkningen till 0,25 procent i praktiken hade nått sin nedre gräns.

De alternativa räntebanorna som publicerades i den penningpolitiska rapporten i juli och de tillhörande prognoserna på KPIF-inflationen och produktionsgapet visas i diagram 3. Direktionens majoritet valde den räntebana som markeras som huvudscenariot.

Diagram 3. Riksbankens prognoser juli 2009

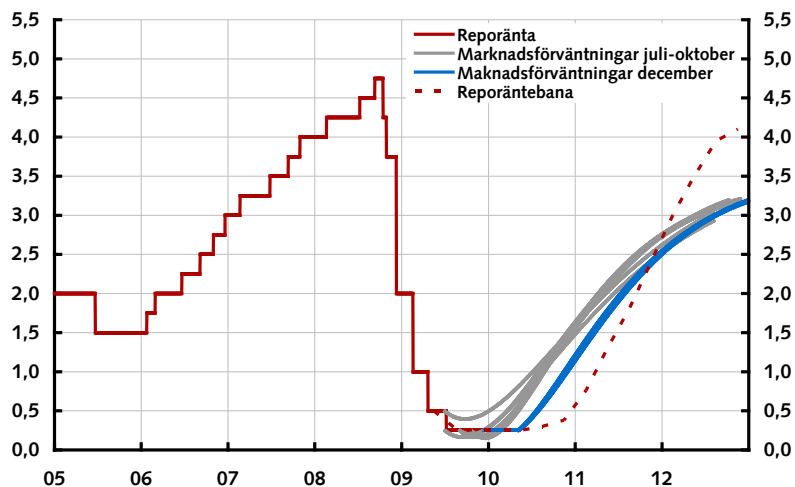


- - Huvudscenario - - Högre - - Lägre

Källor: SCB och Riksbanken

Läget på de finansiella marknaderna i Sverige och omvärlden började visa tecken på en förbättring under våren, men var fortfarande mycket osäkert. Det hade också under året uppstått stora avvikelser mellan marknadens förväntningar på reporäntan och Riksbankens räntebana (se diagram 4). Det gjorde att penningpolitiken hade mindre effekt än avsett. Bland annat därför beslutade Riksbanken att låna ut upp till 100 miljarder kronor till bankerna i form av 12-månaders lån med fast ränta. Åtgärden bedömdes kunna bidra till lägre räntor på lån till företag och hushåll.

**Diagram 4. Reporäntebana och marknadsförväntningar juli – december 2009**  
Procent

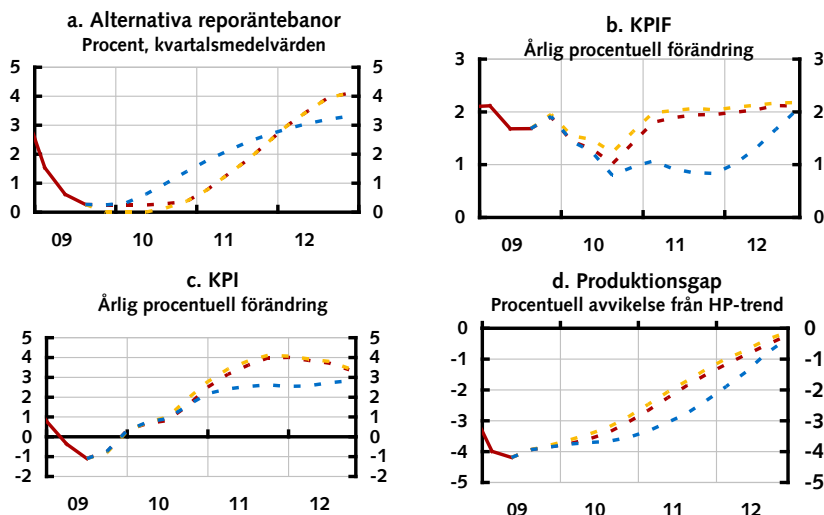


Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

***Räntan och räntebanan lämnades oförändrade under resten av året***

Efter beslutet i juli kom allt fler tecken på en vändning i konjunkturen både i Sverige och i omvärlden. Vid de penningpolitiska mötena den 2 september och 22 oktober beslutades att låta reporäntan vara oförändrad på 0,25 procent. Även prognosen för reporäntan lämnades oförändrad vid båda tillfällena (se diagram 1). Diagram 5 visar de alternativa prognoserna för reporäntan, inflationen och resursutnyttjandet som diskuterades på det penningpolitiska mötet i oktober.

**Diagram 5. Riksbankens prognoser oktober 2009**



- - Huvudscenario - - Högre - - Lägre

Källor: SCB och Riksbanken

Som en kompletterande penningpolitisk åtgärd beslutade Riksbanken vid båda tillfällena att låna ut ytterligare upp till 100 miljarder kronor till bankerna med fast ränta under tolv månader.

Återhämtningen från den djupa konjunktur nedgången fortsatte under hösten. Vid det penningpolitiska mötet den 15 december beslutade Riksbanken att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Även prognosen för reporäntan lämnades oförändrad.

## Hur kan olika penningpolitiska alternativ utvärderas?

Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan som behövs för att penningpolitiken ska kunna betraktas som väl avvägd.

Ett naturligt sätt att bedöma vilken reporäntebana som är bäst i en viss situation är att jämföra prognosen för inflationen och resursutnyttjandet för alternativa reporäntebanor. En sådan jämförelse finns i kapitel 2 i den penningpolitiska rapporten samt i underlaget för utvärdering av penningpolitiken 2009 som Riksbanken nyligen publicerade.<sup>5</sup> Vanligtvis redovisas de alternativa scenarierna i form av diagram som visar den prognostiserade utvecklingen över tiden för inflationen och olika mått på resursutnyttjande som en viss reporäntebana väntas ge upphov till.

I en fördjupning i underlaget för utvärdering av penningpolitiken 2009 beskrivs en metod för att sammanfatta informationen i de alternativa prognoserna. Metoden använder ett överskådligt mått, ett så kallat medelkvadratgap, på hur väl en räntebana stabiliserar inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå.<sup>6</sup>

Låt mig illustrera metoden med ett exempel från den penningpolitiska rapporten i oktober 2009, där en fördjupning presenterade denna metod. Diagram 6 visar den prognostiserade utvecklingen för inflationen mätt med KPIF och resursutnyttjandet mätt som produktionsgapet för de olika räntebanor som diskuterades i den penningpolitiska rapporten i oktober 2009.

De olika räntebanorna visas i diagram 6.a. Den mellersta är huvudscenariots räntebana, den räntebanan som direktionens majoritet valde vid mötet i oktober. Den lägre räntebanan var den som jag själv förordade.

Diagram 6.b visar de prognoser för KPIF-inflationen som varje räntebana väntades ge upphov till.<sup>7</sup> Produktionsgapet som visas i diagram 6.d är beräknat på samma sätt som i de figurer jag visade tidigare.

Diagram 6.c visar medelkvadratgapen. Ett lägre medelkvadratgap för inflationen innebär en bättre måluppfyllelse av inflationsmålet, det vill säga en bättre stabili-

<sup>5</sup> Se Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2009, mars 2010, Sveriges riksbank.

<sup>6</sup> Medelkvadratgapet för inflationen mäter gapet mellan inflationsprognosen och inflationsmål, mera precist som den genomsnittliga kvadrerade avvikelserna mellan inflationsprognosen och inflationsmålet under prognosperioden. Medelkvadratgapet för resursutnyttjandet, mätt som produktionsgapet mäter avvikelserna mellan resursutnyttjandeprognosen och ett normalt resursutnyttjande, mera precist som de genomsnittliga kvadrerade gapen under prognosperioden. För mer diskussion, se Lars E.O. Svensson, "Evaluating Monetary Policy," forthcoming in Koenig, Evan, and Robert Leeson, eds., *From the Great Moderation to the Great Deviation: A Round-Trip Journey Based on the Work of John B. Taylor* (revidering och uppdatering av ett tal vid Uppsala universitet den 13 mars 2009).

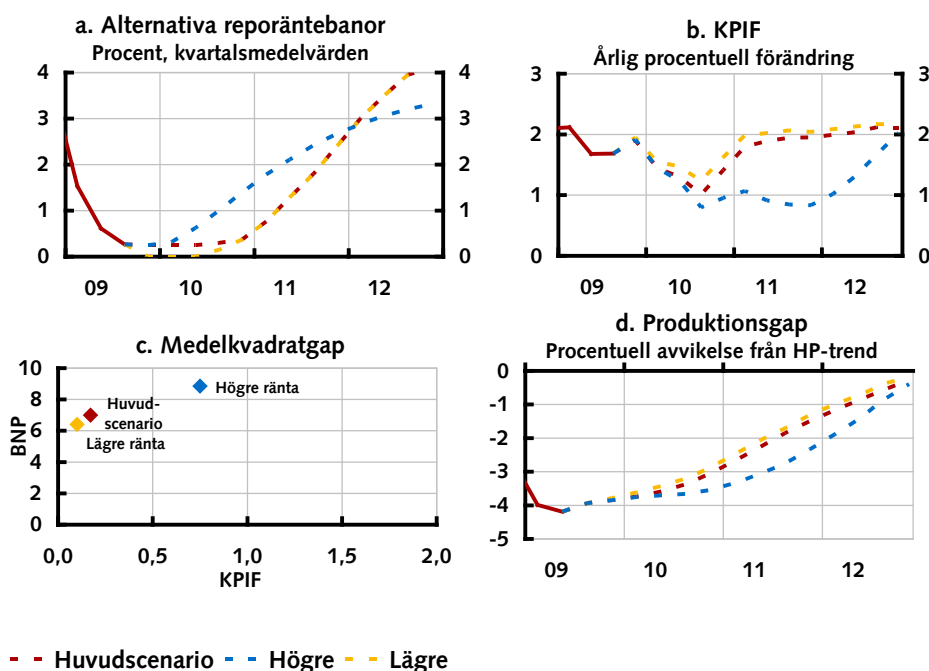
<sup>7</sup> Man kan fråga sig varför man nu ska inrikta sig på KPIF och inte KPI. I ett läge där stora reporäntändringar har mycket stora direkta effekter på KPI anser jag det är bättre att inrikta sig på att stabilisera KPIF runt inflationsmålet istället för KPI.



sering av inflationen runt inflationsmålet. Ett lägre medelkvadratgap för resursutnyttjandet innebär en bättre måluppfyllelse när det gäller stabiliseringen av resursutnyttjandet runt en normal nivå. Således ju närmare origo, eller "sydväst" i diagrammet, en punkt ligger, desto mindre är de sammantagna avvikelserna för inflationen från inflationsmålet och för resursutnyttjandet från en normal nivå.

Av diagram 6.c framgår det att den lägre räntebanan från alternativscenariot i de penningpolitiska rapporterna från oktober 2009 låg närmare origo i båda dimensionerna när inflationen mätts med KPIF. Den stabiliserar således såväl inflationen som resursutnyttjandet bättre.

Diagram 6. Riksbankens prognoser oktober 2009



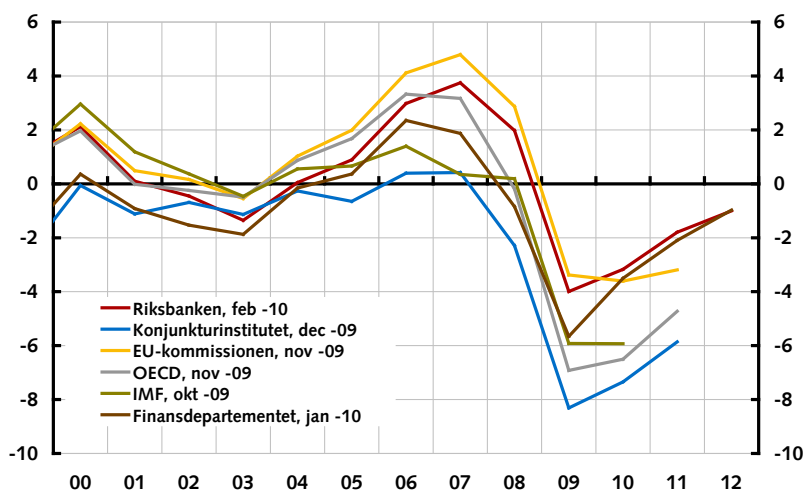
Källor: SCB och Riksbanken

Direktionens majoritet bedömde dock att den lägre räntebanan inte var lämplig. Vid de penningpolitiska mötena under året har flera ledamöter bedömt att effekterna på ekonomin och de finansiella marknaderna av mycket låga räntenivåer är osäkra och att det därför finns anledning att vara försiktig med att sänka räntan under 0,25 procent.

Det är inte lätt att göra tillförlitliga skattningar och prognoser av den potentiella produktionen och resursutnyttjandet. Riksbankens skattningar och prognoser för potentiell produktion och arbetade timmar är i behov av förbättring och utveckling. Ett sådant utvecklingsarbete pågår för närvarande. Under 2009 har den finansiella krisen minskat den potentiella produktionen så att resursutnyttjandet i ekonomin inte är fullt lika lågt för en given nivå på produktionen. Det är dock inget tvivel om att resursutnyttjandet är mycket lågt och förblir lägre än normalt under prognosperioden (diagram 7).

Diagram 7. Produktionsgap för olika prognosmakare

Procent



Ett numeriskt inflationsmål har inneburit ett stort framsteg i praktisk penningpolitik och gjort det möjligt att mycket bättre än tidigare mäta och utvärdera måluppfyllelsen av penningpolitiken. Det faktum att penningpolitiken inte bara inriktas på att stabilisera inflationen utan även på att stabilisera resursutnyttjandet har dock, i frånvaro av kvantitativa mått på stabilitet i dessa variabler, gjort det svårt att mäta och utvärdera måluppfyllelsen i denna stabilitetsdimension. De kvantitativa mått som medelkvadratgapen gör det dock möjligt att bättre mäta och utvärdera denna måluppfyllelse. Inom Riksbanken pågår nu ett arbete för att bestämma hur sådana mått kan användas. Resultaten av detta arbete kommer att avrapporteras successivt i den penningpolitiska rapporten och i andra dokument vi publicerar.

## Hur blev utfallet 2009 jämfört med våra prognoser?

### *Inflation långt under målet och historiskt stort fall i BNP*

Inflationstakten, mätt som förändringen i KPI, var i genomsnitt -0,3 procent 2009, långt under inflationsmålet på 2 procent. Det förklaras – som jag redan varit inne på – av Riksbankens stora räntesänkningar från hösten 2008. När Riksbanken sänkte reporäntan medförde det lägre bostadsräntor och bostadsräntorna ingår i KPI. Mätt med KPIF, som är KPI med fast bostadsränta, var inflationen mer stabil och låg i genomsnitt på 1,9 procent under 2009.

Räntesänkningarna under 2008 och 2009 genomfördes med full insikt om att KPI-inflationen skulle komma att bli låg. På längre sikt bidrar emellertid räntesänkningarna till att hålla KPI-inflationen uppe i linje med målet. Att KPI-inflationen var långt under målet kan därmed ses som ett resultat av en avsiktlig penningpolitik från hösten 2008.

BNP föll med 4,9 procent under 2009. Det är det största fallet i svensk BNP i modern tid ett enskilt år. Den genomsnittliga arbetslösheten steg med cirka 2,2 procentenheter under året och uppgick till 8,4 procent 2009. Både sysselsättning och arbetade timmar minskade betydligt. Att Sverige drabbades så hårt av den globala krisen beror på att svensk ekonomi är starkt exportberoende. Effekten på BNP

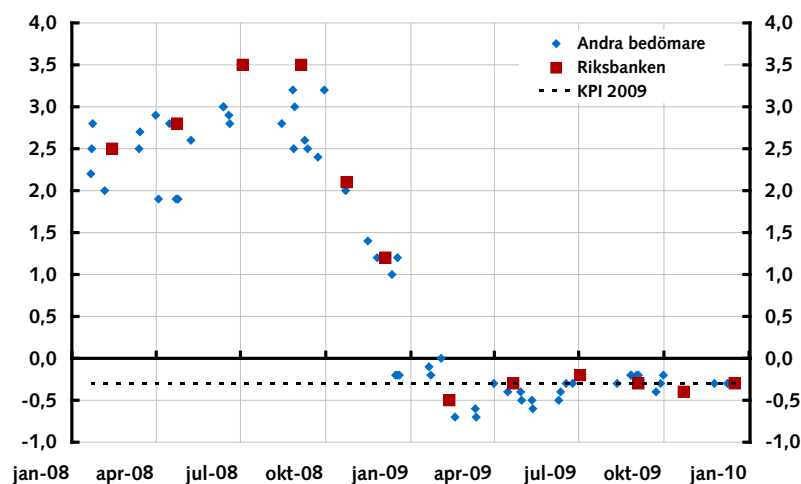
■ förstärktes av att hushållen ökade sitt sparande. Dessutom sålde företagen i stor utsträckning av sina lager under året och således minskade lagerinvesteringarna vilket också bidrog till fallet i BNP.

### *Effekten av finanskrisen överraskade alla prognosmakare*

Oron på de internationella finansiella marknaderna har funnits med i bilden och påverkat penningpolitiken och prognoserna sedan 2007. Men att läget skulle förvärras så dramatiskt som det gjorde under hösten 2008 och resultera i en så pass kraftig global produktionsnedgång var ändå överraskande. Varken Riksbanken eller andra bedömare förutspådde styrkan i den globala finanskrisen och hur mycket den skulle påverka inflationen och den realekonomiska utvecklingen.

Diagram 8 visar prognoserna för den genomsnittliga KPI-inflationen 2009 som olika bedömare gjorde under 2008 och 2009.<sup>8</sup> Av diagrammet framgår att mönstret över tiden är ungefär detsamma för alla bedömare. Under första halvan av 2008 räknade de flesta med att inflationen 2009 skulle hamna mellan knappt 2 och knappt 3 procent, medan det faktiska utfallet alltså blev -0,3 procent. Förklaringen till överskattningen är att man inte förutsåg att finanskrisen skulle ta en sådan dramatisk vändning under hösten och därmed inte heller att inflationen skulle falla så snabbt till följd av Riksbankens egna räntesänkningar. När finanskrisen var ett faktum och den dramatiska konjunkturbedgången som följde i dess spår hade inletts, reviderade alla bedömare ner sina inflationsprognoser snabbt och kraftigt. Från början av 2009 låg prognoserna samlade kring det faktiska utfallet.

**Diagram 8. Prognoser för KPI-inflationen 2009**  
Procent, årsgenomsnitt



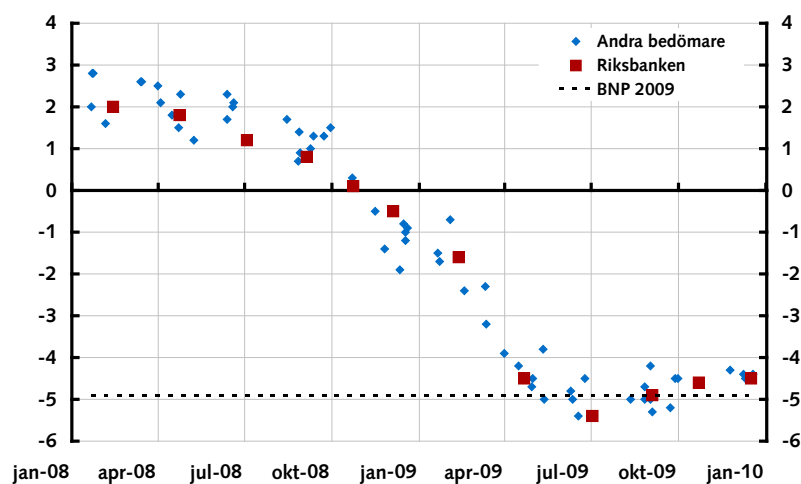
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

<sup>8</sup> Analysen är baserad på data som samlats in av Konjunkturinstitutet. En fördel med dessa data är att det framgår exakt när prognoserna är gjorda. Prognosjämförelsen innefattar tio prognosinstitut och deras helårsprognoser för BNP-tillväxten, KPI och andelen arbetslösa. De tio prognosinstituten är: Finansdepartementet, Handelsns Utredningsinstitut, Konjunkturinstitutet, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv, Swedbank och Riksbanken. Diagrammet tolkas på följande sätt: Varje markering representerar en viss inflationsprognos. De röda markeringarna visar Riksbankens prognoser medan de blå markeringarna visar prognoserna för ett antal andra bedömare. Hur hög inflation en bedömare prognostiserat läses av på den vertikala axeln medan den horisontella axeln visar när prognosen är gjord. Den streckade linjen i diagrammet visar det faktiska utfallet för KPI-inflationen 2009.

Diagram 9 visar prognoser för BNP-tillväxten 2009 som olika bedömare gjorde under 2008 och 2009. Även i detta fall är det tydligt att prognoserna följer ett gemensamt mönster. Inledningsvis tenderade prognosmakarna att överskatta BNP-tillväxten 2009. Under första halvan av 2008 räknade de i genomsnitt med att tillväxten 2009 skulle bli ungefär 2 procent. Eftersom den finansiella oron såg ut att dämpa tillväxten i såväl Sverige som omvärlden reviderades BNP-prognoserna gradvis ner. Efter april 2009 låg många av prognoserna samlade kring det faktiska utfallet för BNP-tillväxten som var -4,9 procent. Dock reviderade de flesta bedömare upp sina prognoser mot slutet av året och överraskades därmed av det lägre utfallet.

**Diagram 9. Prognoser för BNP-tillväxten 2009**

Procent, årsgenomsnitt



Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Sammantaget kan man konstatera att Riksbanken gjorde ungefär samma överskattning av utfallet för inflationen 2009 som genomsnittet av andra bedömare med undantag för juli och september 2008, där Riksbankens prognoser överskattade utsikterna för inflationen i högre grad än andra bedömare (se diagram 8). Detta berodde på att energipriserna hade stigit mer än förväntat under våren, vilket ledde till att inflationen nådde drygt 4 procent under sommaren 2008. Riksbanken såg därmed risker för att de kraftiga prisuppgångarna på livsmedel och olja skulle leda till att också andra priser började stiga snabbt. Ovanligt höga inflationsförväntningar bidrog också till denna bedömning.

Vad gäller utfallet för BNP-tillväxten gjorde Riksbanken ungefär samma överskattning som genomsnittet av de andra prognosmakarna. Alla bedömare fortsatte att överskatta BNP-tillväxten för 2009 även under första kvartalet 2009. Det var med andra ord ingen bedömare som tidigare än någon annan förutsåg nedgången i ekonomin.

### Hur träffsäkra är Riksbankens prognoser?

Eftersom penningpolitiken baseras på prognoser är det viktigt att Riksbankens prognoser uppvisar godtagbar träffsäkerhet. Träffsäkerheten kan dock inte bedömas genom att man analyserar ett enskilt års prognoser. Även bedömare med

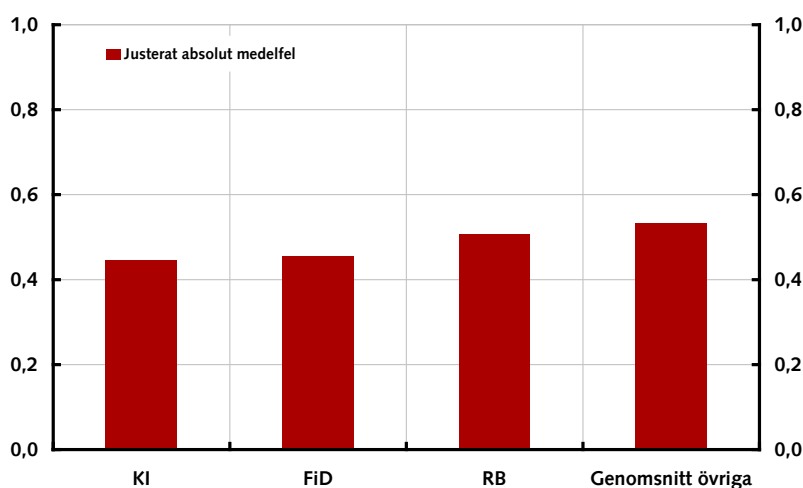
en god genomsnittlig träffsäkerhet kan lyckas mindre bra ett enskilt år. För en mer rättvisande bedömning krävs en längre observationsperiod.

En rättvis jämförelse av träffsäkerheten i olika prognoser bör ta hänsyn till att prognoserna görs vid olika tidpunkter och att olika bedömare därför inte har samma informationsmängd. I den prognosjämförelse som görs i underlaget för utvärdering av penningpolitiken används en metod som beaktar sådana skillnader.<sup>9</sup>

I diagram 10 visas ett justerat absolut medelfel för inflationsprognoserna för perioden 1999-2009, det vill säga det absoluta prognosfelet för KPI-inflationen justerat för skillnader i prognoshorisonten.<sup>10</sup> Ju lägre stapel, desto mindre är prognosfelet och desto högre är prognosprecisionen.

**Diagram 10. Träffsäkerhet i prognoserna för KPI hos olika bedömare 1999- 2009**

Justerat absolut medelfel i procentenheter



Anm. KI= Konjunkturinstitutet, FiD=Finansdepartementet och RB=Riksbanken. Genomsnitt övriga= Handels Utredningsinstitut, LO, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Svenskt Näringsliv och Swedbank.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

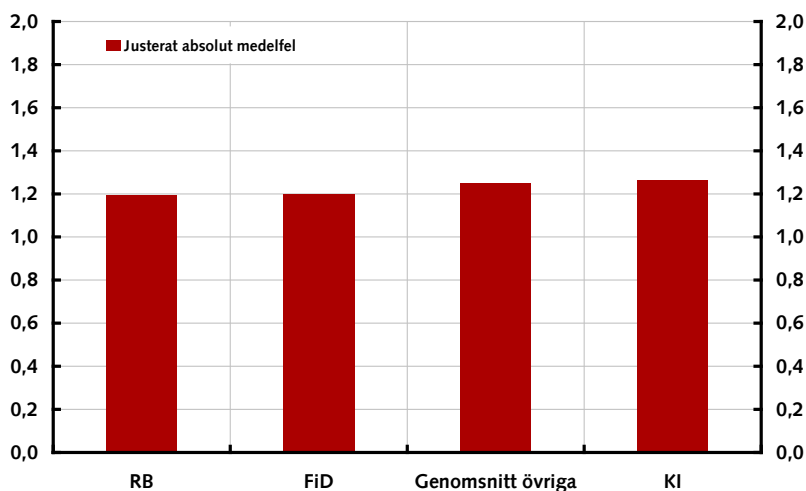
De större prognosmakarna – Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet och Riksbanken – redovisas separat medan de övriga redovisas som ett genomsnitt. Det kan vara värt att notera att Riksbankens prognoser fram till den tredje inflationsrapporten 2005 baserades på att reporäntan var oförändrad under prognosperioden. Det kan ha bidragit till en sämre träffsäkerhet.

Skillnaderna mellan olika bedömare är små och det är svårt att hitta signifikanta skillnader. Olika bedömares prognoser tenderar att följa varandra relativt väl, såsom indikeras av diagram 8. I underlaget för utvärdering av penningpolitiken finns liknande bilder för prognoserna för BNP-tillväxten och arbetslösheten (se diagram 11 och 12). Sammantaget visar dessa diagram att Riksbanken precis som övriga bedömare har tenderat att överskatta KPI-inflationen och BNP-tillväxten, och underskatta arbetslösheten under perioden 1999-2009.

<sup>9</sup> Se M. Andersson och T. Aranki, "En jämförelse mellan olika bedömares förmåga givet publiceringstidpunktens betydelse", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, 2009, Sveriges riksbank.

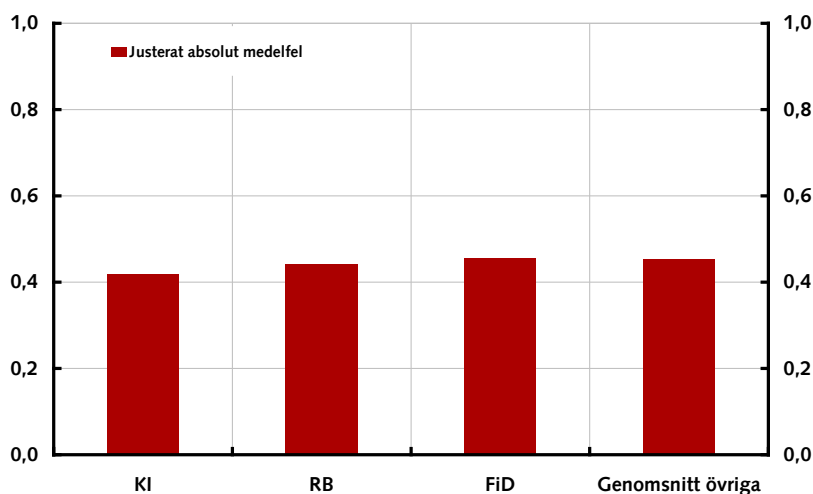
<sup>10</sup> Medelfelet beräknas som medelvärde av bedömarens prognosfel under prognosperioden. Absolut medelfel betyder att tecknet på de enskilda prognosavvikelse inte spelar någon roll.

**Diagram 11. Träffsäkerhet i prognoserna för BNP-tillväxten hos olika bedömare 1999- 2009**  
Justerat absolut medelfel i procentenheter



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

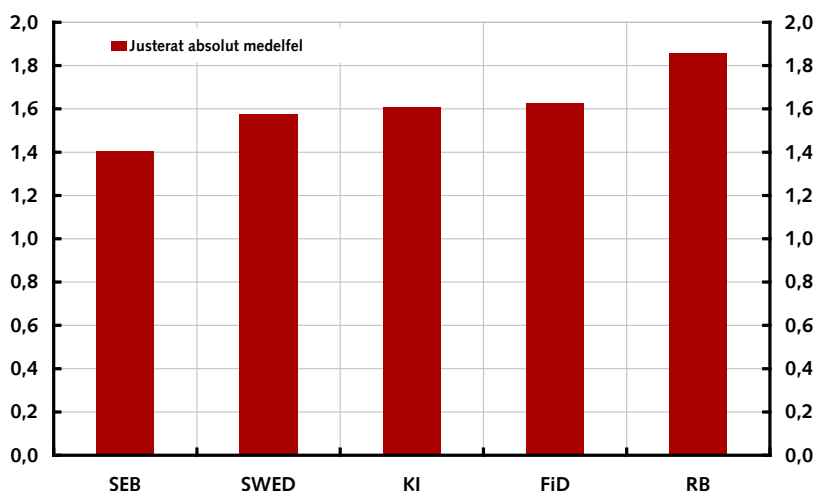
**Diagram 12. Träffsäkerhet i prognoserna för arbetslöshet hos olika bedömare 1999- 2009**  
Justerat absolut medelfel i procentenheter



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

I fråga om prognoser för reporäntan är det ännu för tidigt att jämföra prognosförmågan för olika bedömare eftersom Riksbanken har publicerat ränteprogno-  
ser i enbart tre år. Med en så kort utvärderingsperiod spelar slumpen en alldeles  
för stor roll för att det ska vara meningsfullt att dra några generella slutsatser om  
prognosförmågan. Diagram 13 visar ändå träffsäkerheten i prognoserna för repo-  
räntan 2007-2009 för de bedömare som publicerar sådana prognoser.

**Diagram 13. Träffsäkerhet i prognoserna för reporäntan hos olika bedömare 2007- 2009**  
 Justerat absolut medelfel i procentenheter



Källor: Konjunkturinstitutet, Finansdepartementet, SEB, Swedbank och Riksbanken

I genomsnitt för de tre åren har alla bedömare tenderat att överskatta reporäntan men Riksbanken har det största prognosfelet av de fem prognosmakarna. Till Riksbankens relativt sett större prognosfel under perioden bidrog framför allt de tidigare nämnda överskattningarna i prognoserna för KPI-inflationen som gjordes i juli och september 2008. Vid de tillfällena överskattade Riksbankens prognoser utsikterna för inflationen i högre grad än andra bedömares. Som jag nämnde berodde de överskattningarna på oro hos Riksbanken för att vårens kraftiga prisuppgångar på livsmedel och olja i kombination med ovanligt höga inflationsförväntningar skulle leda till att inflationen ökade.

## Inflationsmålets trovärdighet

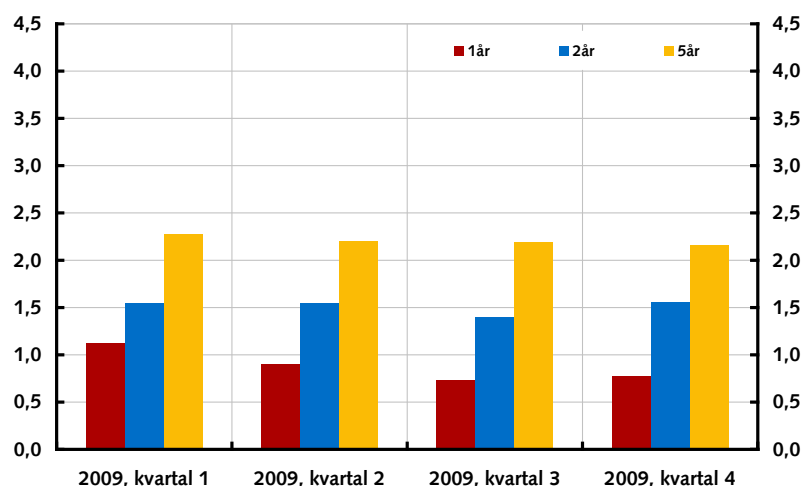
Förtroende för inflationsmålet i form av stabila inflationsförväntningar nära målet är grundläggande för Riksbankens arbete med att uppnå prisstabilitet och ett stabilt resursutnyttjande. Detta eftersom inflationsförväntningarna påverkar lönebildningen och prissättningen. Stabila inflationsförväntningar bidrar därmed till stabil inflation.

En hög trovärdighet för inflationsmålet ökar också möjligheten för Riksbanken att stabilisera resursutnyttjandet. Om en ökning i inflationen snabbt skulle slå igenom i högre inflationsförväntningar skulle Riksbanken tvingas agera snabbare och kraftfullare än vad som annars hade varit nödvändigt för att dämpa efterfrågan och förhindra att inflationsimpulsen varaktigt får fotfäste. De realekonomiska svängningarna skulle därmed bli större än om inflationsförväntningarna var bättre förankrade. Att etablera trovärdighet för att inflationen kommer att hållas låg och stabil är därför viktigt för att öka den makroekonomiska stabiliteten.

Om inflationsförväntningarna från olika mätningar är stabila och ligger nära inflationsmålet på några års sikt kan det tolkas som att allmänheten litar på att Riksbanken kommer att uppnå sitt mål. De mätningar som TNS Sifo Prospera gjort av inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer, arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer samt inköpschefer i handeln och industrin visar att så är fallet. Diagram 14 visar genomsnittliga förväntningar på KPI-inflationen på ett, två respektive fem års sikt hos samtliga aktörer i Prosperas mätning. Inflationsför-

■ väntningarna på fem års sikt ligger nära 2 procent, vilket visar att inflationsmålets trovärdighet är god.

**Diagram 14. Inflationsförväntningar hos samtliga aktörer 2009 på 1, 2 och 5 års sikt**  
Årlig procentuell förändring



Källa: TNS SIFO Prospera

Inflationsförväntningarna på kortare horisonter baseras i högre grad på den aktuella faktiska inflationen.<sup>11</sup> De exceptionella omständigheter för penningpolitiken som har funnits i spåren av finanskrisen med stora och snabba sänkningar av reporäntan har pressat ner KPI-inflationen till ovanligt låga nivåer. Detta tillsammans med den mycket kraftiga konjunktunedgången och den osäkerhet som råder kring den ekonomiska återhämtningen gör att det knappast är förvånande att de kortsiktiga inflationsförväntningarna nu ligger under målet.

## Hur väl stämde marknadens förväntningar om reporäntan med Riksbankens räntebana?

Riksbanken publicerar sedan februari 2007 sin egen prognos för hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Med en publicerad räntebana är det lättare att förklara för allmänheten och de finansiella marknaderna hur Riksbanken ser på utvecklingen och hur den resonerar när de penningpolitiska besluten fattas. Syftet är att bättre kunna styra förväntningarna om den framtida penningpolitiken. Förväntningar om framtida räntor påverkar ju räntor med längre löptid som i sin tur är viktiga för företagens och hushållens ekonomiska beslut.

Riksbanken uppdaterar sina räntebanor vid de penningpolitiska mötena ungefär varannan månad. Under denna tvåmånadersperiod kan det komma ny information om ekonomins utveckling. Om Riksbanken lyckas väl med att kommunicera principerna för penningpolitiken bör marknadsaktörerna ganska väl kunna förutse hur ny information kommer att påverka Riksbankens räntebana. Detta bör då bidra till att det bara kommer att finnas små avvikelser mellan marknadens förväntningar dagen före publiceringen av en räntebana och den räntebana som Riksbanken sedan faktiskt publicerar.

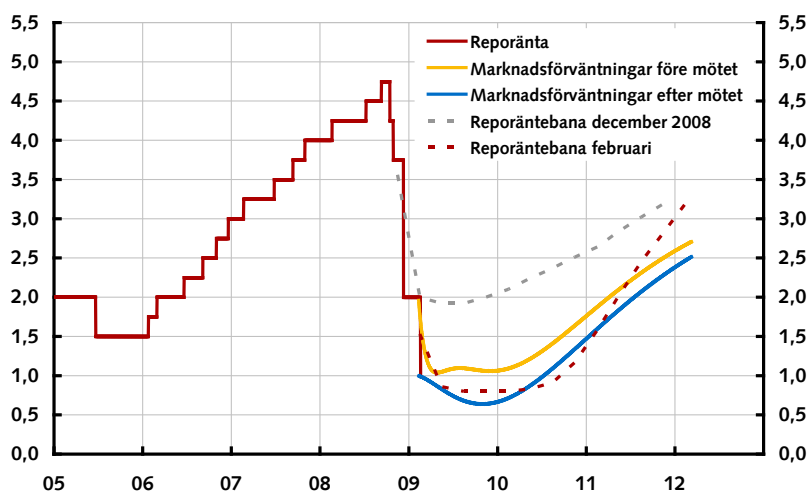
<sup>11</sup> Se T. Jonsson och P. Österholm, "The Properties of Survey-Based Inflation Expectations in Sweden", Working paper nr 114, 2009, Konjunkturinstitutet.



Riksbankens räntebanor under 2007 och 2008 förutsågs i stort sett väl av marknaden. Förväntningarna låg i fyra av sex fall i linje med Riksbankens räntebana redan före publiceringen, vilket kan tolkas som att marknaden förmåga att förutsäga och förstå penningpolitiken var god. När det förekom större avvikelser justerade marknaden i flertalet fall sina förväntningar mot räntebanan efter publiceringen vilket också talar för att det i allmänhet inte varit så svårt att förstå hur Riksbanken resonerat.

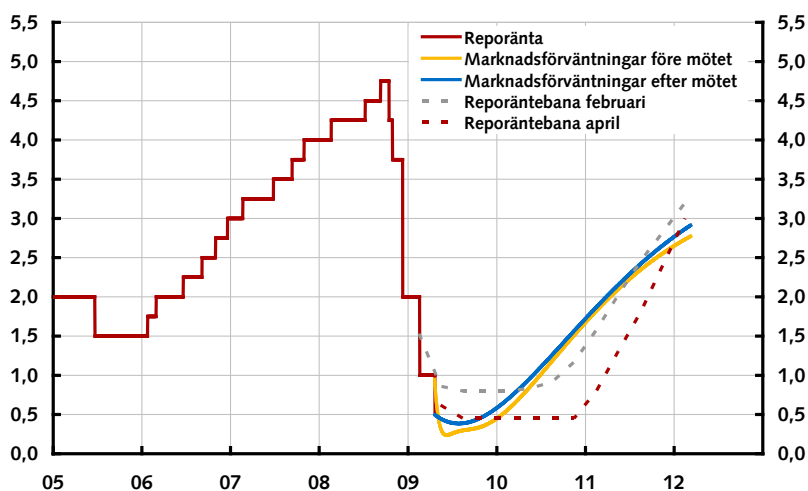
Trots att det ekonomiska läget var mycket osäkert i februari 2009 och att räntebanan sänktes kraftigt förutsågs den nya reporäntebanan tämligen väl av marknaden, och marknaden förväntningar skiftade också närmare den nya räntebanan efter publiceringen (diagram 15). Från april 2009 uppstod dock förhållandevis stora skillnader mellan marknaden förväntningar och Riksbankens räntebana. Inför det penningpolitiska mötet i april väntade sig marknaden att prognosen för reporäntan under det närmaste året åter skulle sänkas. Riksbankens nya prognos innebar dock en betydligt lägre ränta under 2010 och 2011 än vad marknaden hade förväntat sig. Ändå påverkade Riksbankens nya prognos inte marknaden förväntningar nämnvärt (se diagram 16).

**Diagram 15. Reporänta, reporäntebana och penningpolitiska förväntningar i februari 2009**  
Procent



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

**Diagram 16. Reporänta, reporäntebana och penningpolitiska förväntningar i april 2009**  
Procent



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Fram till december förändrades marknadens förväntningar om reporäntans utveckling ganska lite trots att Riksbanken i juli sänkte sin ränteprognos ytterligare, och höll fast vid denna prognos under hela hösten. Från december har dock marknadsförväntningarna närmast sig Riksbankens prognoser (se diagram 4).

Vad förklarar då gapet mellan marknadens förväntningar och Riksbankens ränteprognoser under 2009? Vissa delar av avvikelserna kan förklaras till exempel av att uttalanden om reporäntans nedre gräns tolkats som att det bara finns uppåt-risk för reporäntan, men det kan inte förklara allt. En stor del av avvikelserna återstår således att förklara.

En möjlig förklaring skulle kunna vara att penningmarknadens aktörer haft en mer positiv syn på den ekonomiska utvecklingen. De kan till exempel ha förväntat sig att BNP-tillväxten och inflationen skulle bli högre framöver än i Riksbankens prognoser, något som skulle kunna fordra en stramare penningpolitik. Den hypotesen stöds dock inte av enkäter om den förväntade framtida ekonomiska utvecklingen. Dessa visar att penningmarknadens aktörer väntade sig både lägre inflation och lägre BNP-tillväxt framöver än Riksbanken.<sup>12</sup> Marknadsaktörerna tycks ha trott på ett annorlunda reaktionsmönster för Riksbanken än det som uttrycks i räntebanan. Kanske kan oenigheten i direktionen ha bidragit. Vid de penningpolitiska mötena i juli, september, oktober och december framfördes reservationer mot den publicerade räntebanan av ledamöter som ansåg att räntebanan under 2010 borde vara något högre.

## Penningpolitiken har mildrat effekten av krisen

Riksbanken har reagerat kraftfullt och framgångsrikt på de stora störningar som inträffat sedan hösten 2008 - även om jag personligen, som mina reservationer under 2009 visar, önskar att Riksbanken skulle ha reagerat ännu kraftfullare och därigenom stabiliserat inflationen och resursutnyttjandet ännu bättre. Den globa-

<sup>12</sup> Se TNS SIFO Prosperas undersökningar av förväntningar hos penningmarknadens aktörer under 2009 på inflationen och BNP-tillväxten. Se också Lars E.O. Svensson. (2010) "Förväntningar om och utvärdering av penningpolitiken: Vilken roll spelar öppenhet och kommunikation?" Penning- och valutapolitik nummer 1, 2010, Sveriges Riksbank.

■ la recessionen som följde i spåren av finanskrisen överraskade oss alla och bemöttes med en markant omsvängning i penningpolitiken som innebar att reporäntan sänktes snabbt och vid upprepade tillfällen fram till sommaren 2009. Sänkningarna av reporäntan ledde emellertid till lägre bostadsräntor vilket i sin tur pressade ner KPI-inflationen. Men inflationen mätt med KPIF kunde hållas nära målet. Räntesänkningarna från hösten 2008 var nödvändiga för att mildra effekterna av den finansiella krisen på den reala ekonomin och för att bättre uppfylla inflationsmålet. Utan den kraftigt sänkta räntan skulle fallet i BNP ha blivit ännu större. Penningpolitiken kompletterades dessutom med en omfattande utlåning till bankerna. Dessa kompletterande åtgärder har fått de finansiella marknaderna att fungera bättre, underlättat kreditförsörjningen och förbättrat genomslaget för penningpolitiken.