



# ANFÖRANDE

DATUM: 2011-05-24  
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak  
PLATS: Nordea Markets, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

## ■ Att "översätta" prognoser till räntebeslut- ingen enkel match\*

Mitt tal här idag ska handla om att göra prognoser. För att kunna bedriva en välavvägd penningpolitik behöver vi göra bra prognoser, vilket i sin tur kräver bra modeller. Modeller kan givetvis inte fånga allt så de prognoser Riksbanken presenterar är framtagna som ett resultat av en strukturerad samverkan mellan modeller och bedömningar. När det sedan är dags för räntebeslutet tillkommer ytterligare bedömningar. Inte ens de bästa prognoser kan på ett enkelt sätt "översättas" till ett räntebeslut. Det här är alltid svårt, men extra svårt blir det när ekonomin utsätts för stora störningar likt den finansiella kris som vi drabbades av hösten 2008. Både Riksbanken och de flesta andra bedömare gjorde då stora prognosmissar. Grundproblemet var att våra modeller inte fångar olika finansiella länkar som spelade roll under den finansiella krisen, vars risker därför underskattades. Jag tror alla är överens om att vi behöver öka vår förståelse för olika internationella finansiella länkar som påverkar svensk ekonomi.

Steget från prognos till räntebeslut påverkas också av andra överväganden. En fråga är om våra bedömningar kan göra helt halt vid prognoshorisontens slut. En annan är att positiva och negativa avvikelser från vårt inflationsmål kan ha olika kostnader och påverka avvägningen av penningpolitiken. Slutligen vill jag understryka min syn att flexibilitet i penningpolitiken är A och O. Att vi snabbt lade om penningpolitiken under krisen var ett tydligt tecken på flexibilitet. Men även i mer normala tider är det viktigt att ha i minnet att vår kunskap om framtiden är ofullständig och osäker. Därför är jag vän av att ränteförändringar i normalfallet sker gradvis. Då finns möjlighet att successivt analysera utvecklingen, avgöra om man ska fortsätta på den inslagna vägen, stanna upp eller ändra riktning. Tvära kast i penningpolitiken kan då undvikas.

### **Prognoser kan inte undvaras**

Jag har sysslat med makroekonomiska prognoser sedan långt innan jag tillträdde i Riksbanken direktion. Då satt jag själv mitt inne i prognosmakeriet, nu

\* Tack till Hans Dillén som hjälpt mig med detta tal och till Lina Majtorp som tagit fram illustrationerna.

■ är jag med i en process där "grovarbetet" görs av andra. Min uppgift i den processen är att bidra med bedömningar.

En fråga som jag ofta mött är varför ekonomer ägnar sig åt att göra konjunkturprognoser - alla vet ju att de ofta slår fel. Svaret är att många verksamheter inte kan undvara prognoser som bas för sin planering. Vårpropositionen som kom nyligen bygger till exempel på en makroekonomisk prognos om hur statens intäkter och utgifter kan komma att se ut de närmaste åren och vilket eventuellt reformutrymme som därmed finns. Prognoser av olika slag spelar i praktiken även roll för företags planering även om de inte kallar sina underliggande bedömningar för prognoser. Finansiella placerare, som bättre än andra kan prognosticera den makroekonomiska utvecklingen, har ett försteg i jakten på avkastning eftersom finansiella priser såsom räntor, växelkurser och börskurser påverkas starkt av konjunkturutvecklingen. Ett sista men viktigt exempel är hushållen som i hög grad planerar sina bostadsköp utifrån vad de tror om ränteutvecklingen i framtiden.

Även om prognoser sällan är pricksäkra skulle jag ändå vilja säga att de ofta stämmer tillräckligt bra för att vara en rimlig grund för planering. Det är främst vid vändpunkter i konjunkturer och vid olika typer av kriser som prognoserna brukar slå fel. Däremot bör man vara medveten om att prognoser är förutsägelser om en kommande utveckling och därmed kringgärdade av osäkerhet. Det måste alltid finnas en beredskap att ändra agerandet om utvecklingen skulle bli en annan.

### ***Penningpolitiken baseras på prognoser***

Även Riksbanken använder prognoser för att "planera" penningpolitiken. Planeringen syns i vår räntebana och om utvecklingen blir annorlunda än vad vi prognosticerar så får vi justera räntebanan. Det kan tyckas som om Riksbanken använder prognoser på ungefär samma sätt som andra aktörer, vilkas verksamhet också påverkas av konjunkturutvecklingen. Det finns dock en viktig skillnad. Riksbanken kan i motsats till de flesta andra prognosmakare påverka prognoserna. Detta är själva poängen med penningpolitiken. Man kan lite förenklat säga att en väl avvägd penningpolitik karaktäriseras av att prognosen för inflationen är nära inflationsmålet och prognosen för resursutnyttjandet ligger nära dess normala nivå.<sup>1</sup>

Det finns inget som säger att vi måste offentliggöra våra prognoser. Tillvaron skulle i vissa avseenden bli enklare om vi inte publicerade dem. Vi skulle undslippa den kritik som följer när våra prognoser slår fel och vi skulle kunna skriva mer svepande om den ekonomiska utvecklingen utan att behöva redovisa en detaljerad och sammanhängande prognos. Centralbanker var länge ganska slutna enheter och när till exempel Riksbanken började publicera sina inflationsprognoser 1997 var det många, inte minst i centralbanksvärlden, som hade betänkligheter; skulle inte förtroendet erodera om prognoserna gick fel? Så blev det inte och vi redovisar numera hela den sammanhängande prognosen för bland annat olika inflationsmått, löneutveckling, BNP och dess

<sup>1</sup> Utöver att det anses vara eftersträvanvärt att stabilisera resursutnyttjande så är resursutnyttjandet även en viktig inflationsindikator. Resursutnyttjandet är sålunda en viktig storhet med flera roller i den penningpolitiska analysen och det pågår nästan ständigt en diskussion vilka mått på resursutnyttjande som är mest relevanta. Jag anser att man bör göra en samlad bedömning utifrån flera mått men har för övrigt inte utrymme att i detta tal fördjupa mig närmare i detta viktiga ämne. För en genomgång av olika sätt att mäta resursutnyttjande så hänvisar jag till Svante Öbergs tal "Potentiell BNP, resursutnyttjande och penningpolitik" daterat 2010-10-07.

komponenter och reporäntan. Jag tror att vi därmed också har ökat förståelsen för och minskat dramatiken kring penningpolitiken. När vi ändrar vår penningpolitik kan det konkret föras tillbaka till hur ändringar i de realekonomiska förutsättningarna påverkar våra ränteprogno­ser. Jag skulle också vilja tillägga att själva den siffer­­satta prognosen visserligen är intressant, men minst lika intressant är analysen av drivkrafterna som omgärdar de olika utvecklingsförloppen.

## Hur gör vi våra prognoser?

### *Utvecklingen i omvärlden spelar stor roll*

För en liten öppen ekonomi som den svenska bildar omvärldsprognosen startpunkten för prognosen. Vi kan inte påverka omvärlden, men det som händer där har stor effekt på utvecklingen här hemma. Jag ska här lyfta fram vissa speciella aspekter som rör omvärldsprognosen.

### *Omvärlden är stor...*

Till att börja med så är omvärlden stor och det finns inte resurser att ta fram detaljerade prognoser för enskilda länder på samma sätt som för Sverige. I stället får vi begränsa antalet prognosvariabler och fokusera på de omvärldsregioner som har störst betydelse för svensk ekonomi. För andra regioner får vi i hög grad utgå från andra prognosmakares bedömningar utan att för den skull direkt kopiera deras prognoser.

En annan viktig aspekt är att prognoserna för de olika omvärldsregionerna måste hänga ihop på ett konsistent sätt. Om man exempelvis ändrar prognosen för USA påverkar detta även prognosen för euroområdet (och andra omvärldsregioner) och vice versa. Detta ömsesidiga beroende är inte alltid lätt att hantera men under senare tid har förutsättningarna förbättrats i och med att en ny omvärldsmodell har tagits i bruk. Den heter Global Projection Model (GPM) och dess främsta syfte är att ta fram sammanhängande och konsistenta prognoser för olika omvärldsregioner.<sup>2</sup> GPM spelar också en viktig roll när man vill ta fram olika riskscenarier.

### *...och föränderlig*

Vilka omvärldsregioner är det då som är viktiga för Sverige? Naturligtvis är vårt geografiska närområde mycket viktigt. Dit räknas främst euroområdet, men även Storbritannien, Danmark, Norge och ett par andra länder i Mellan- och Östeuropa. Större delen av vårt handelsutbyte sker med detta närområde. En region vars ekonomiska betydelse ökar över tiden är Asien. De asiatiska tillväxtekonomierna med Kina i spetsen har fungerat som draglok under världsekonomin återhämtning efter den finansiella krisen. Dessa länders betydelse för svensk utrikeshandel har också ökat trendmässigt sedan början av 1990-talet. Det här innebär givetvis att bevakningen av dessa länder nu får större betydelse än tidigare.

<sup>2</sup> GPM har utvecklats av IMF. GPM finns i flera versioner. För en beskrivning av en mindre version av GPM, se Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korshunov, D. Laxton, and J. Laxton (2008), "A small MultiCountry Global Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices", IMF Working Paper No. 08/280, International Monetary Fund.

## ■ **USA påverkar Sverige via finansiella länkar**

Slutligen är utvecklingen i USA alltid viktig även om USA i konkurrensviktade handelstermer bara väger omkring 10 procent. Skälet är att den amerikanska ekonomin ofta är tongivande för hur börser och obligationsräntor runt om i världen utvecklas. Kunskapen om och förståelsen av dessa finansiella länkar är visserligen begränsad<sup>3</sup> men det tycks vara så att dessa finansiella länkar spelar en särskilt stor roll i nedgångsfaser. Den globala finansiella krisen som hade sitt ursprung i den amerikanska bolånemarknaden är ett kanske alltför tydligt exempel på detta. IT-kraschen för drygt 10 år sedan utgör ett mer normalt exempel på hur händelser i USA påverkar världsekonomin via finansiella priser.

### ***Nulägesbedömningen- själva avstampet för Sverigeprognosen***

Nulägesbedömningen innebär att vi gör en prognos för innevarande kvartal och kanske ytterligare ett kvartal. På så kort prognoshorisont lägger man inte så stor vikt vid större makromodeller utan bedömningen sker utifrån många olika ekonomiska indikatorer. Nulägesbedömningen innebär en slags kartläggning av de störningar och obalanser som påverkar ekonomin i dagsläget, det vill säga den beskriver utgångsläget för prognosen. Det säger sig självt att det är svårt att bedöma vart man är på väg om man inte vet var man befinner sig idag. Nulägesbedömningen är sålunda själva kärnan i allt prognosmakeri.

Nulägesbedömningen innebär inte heller bara att göra prognoser för utfallsdata såsom BNP och KPI utan den innebär också att man måste bedöma utbuds- och efterfrågeförhållandena i ekonomin. I detta avseende spelar bedömningen av resursutnyttjandet en framträdande roll. Om resursutnyttjandet är lågt så kan ekonomin växa ganska snabbt utan att priser och löner ökar på ett oroväckande sätt. Är det ansträngt kan en hög tillväxt leda till överhettningstendenser som bland annat tar sig uttryck i alltför hög inflation. Så även om Riksbanken gör rättvisande prognoser för den ekonomiska tillväxten kan penningpolitiken bli mindre väl avvägd om man missbedömer resursutnyttjandet. En komplicerande omständighet i sammanhanget är att resursutnyttjandet till skillnad från tillväxten i BNP inte går att observera direkt. Detta understryker att nulägesbedömningen i grund och botten är en bedömning av tillståndet i ekonomin som är mycket svår att göra.

Förtroendeindikatorer, som fångar stämningens läge i ekonomin, spelar en viktig roll i bedömningen. Höga värden på förtroendeindikatorerna innebär normalt en förhållandevis stark utveckling av konsumtion, export och investeringar, allt annat lika. Bland viktiga förtroendeindikatorer kan jag nämna inköpschefsindex, barometerdata samt olika förväntningar på pris- och lönebildningen, speglade i enkäter, men det finns många fler. Vi genomför också våra egna företagsintervjuer där vi direkt får information om hur olika delmarknader fungerar i praktiken.

Indikatorerna ger som ofta en lite spretig bild av tillståndet i ekonomin. Här har vi nytta av olika indikatormodeller som utifrån en analys av olika indikatorers historiska betydelse hjälper oss att siffersätta våra viktigaste prognoser. I

<sup>3</sup> För en utförligare analys av hur USA påverkar världsekonomin och vilken roll finansiella länkar spelar härvidlag se kapitel 4 i IMF:s (International Monetary Fund): World Economic Outlook från april 2007.

■ slutändan får man i bedömningen av utgångsläget i ekonomin även väga in information som inte fångas av våra indikatorer.

### ***Modellprognoser nästa steg***

När man har gjort en omvärldsprognos och en nulägesbedömning är man redo att ta hjälp av olika större makromodeller för att ta fram prognoser för längre tidshorisonter. Man kan säga att modeller ger en beskrivning av hur rådande impulser från omvärlden och det svenska ekonomiska utgångsläget påverkar den ekonomiska utvecklingen. På riktigt lång sikt har dock effekterna av de rådande impulserna klingat av och ekonomin följer då en långsiktigt balanserad bana. Detta balanserade tillstånd, som i modelltermer ofta kallas steady state, utgör en viktig karaktärisering av en modell. Lite tillspetsat kan man säga att nulägesbedömningen talar om var vi är medan modeller talar om vart vi är på väg på riktigt lång sikt.

I den penningpolitiska analysen är dock fokus ofta på vad som sker däremellan, eller på utvecklingen på två till tre års sikt. Det är på denna tidshorisont som penningpolitiska beslut bedöms ha störst effekt. Som jag tidigare nämnde så går penningpolitiken ut på att ta penningpolitiska beslut som ger så god måluppfyllelse som möjligt och modellerna är då viktiga eftersom de gör det möjligt för oss att i prognosterner utvärdera olika penningpolitiska alternativ. Modeller är överhuvudtaget mycket användbara när man vill utvärdera alternativa scenarier där utvecklingen blir en annan än vad som bedöms i huvudscenariot. Analysen av alternativa scenarier får dock inte reduceras till en ren modellövning och det är viktigt att även sådana analyser kompletteras med bedömningar.<sup>4</sup>

Låt mig avsluta diskussionen om modellprognoser med att säga att de ibland beskrivs som om de på något sätt skulle stå i motsatsförhållande till prognoser som grundar sig på bedömningar. Enligt min mening så finns det inget sådant motsatsförhållande. En prognos är alltid en bedömning. Modeller utvecklas för att vi ska kunna göra bättre bedömningar. En bra och välunderbyggd prognos tas ofta fram i en strukturerad samverkan mellan modeller och expertbedömningar.

### **Prognosmakeri, extrema scenarier och den finansiella krisen**

Under normala omständigheter kan en prognosbana beskrivas som ett sannolikhetsviktat snitt av olika rimliga scenarier. Notera att jag använder begreppet rimliga scenarier, vilket innebär att man i praktiskt prognosarbete bortser från vissa typer av scenarier. Exempel på scenarier som man väljer att bortse från är beslut om att ge upp inflationsmålet, krigsutbrott, stora naturkatastrofer eller en epidemi som gör att en stor del av arbetskraften insjuknar. Anledningen till att man bortser från sådana scenarier är dels att de är mycket osannolika, dels att scenarierna innebär att förutsättningarna för penningpolitiken radikalt skulle ändras. Om ett sådant scenario mot förmodan skulle realiseras så får man i ett sådant läge ta ställning till vad som då krävs av penningpolitiken.

<sup>4</sup> För en utförligare diskussion av hur bedömningarna kommer in i de alternativa scenarierna, se talet "Flexibel inflationsmålspolitik i teori och praktik" som Stefan Ingves höll 2011-05-12.

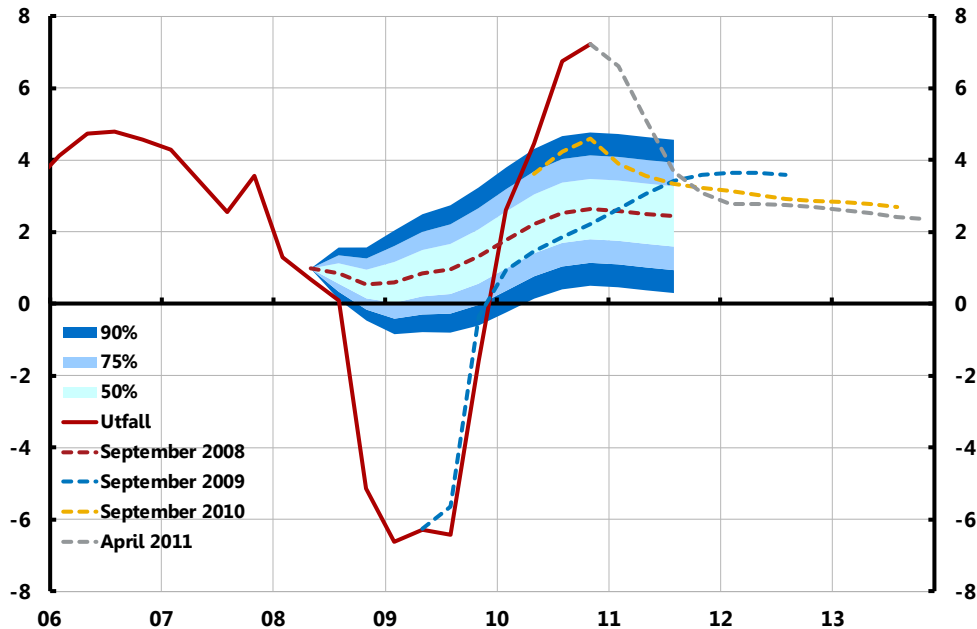
Den finansiella krisen kan också ses som ett slags extremt scenario även om det i detta fall inte rörde det sig om någon händelse som var mycket osannolik. De flesta bedömare ansåg att det fanns en klar risk att de problem som uppstod på de finansiella marknaderna under 2007 kunde förvärras. Problemet var att krisen inte bara blev osedvanligt djup utan att den fick ett förlopp som få av oss kunde förutse.

Via olika internationella finansiella länkar spred sig krisen till hela världsekonomin och allvarliga störningar drabbade fundamentala funktioner i det finansiella systemet. Detta fick kraftiga, negativa återverkningar på bland annat företagens möjligheter att finansiera sig och på världshandeln. Det rörde sig om krismekanismer som vi hade väldigt bristfällig erfarenhet av och som därför inte fanns med i våra prognosmodeller. Vi kunde inte överblicka komplexiteten i det finansiella systemet och den spridning som detta innebar.

Även om det var ytterst svårt att göra prognoser så upphörde Riksbanken inte att göra dem. Men prognoserna var osedvanligt osäkra och vi var beredda på att behöva göra stora prognosrevideringar och det var det som sedan hände. Prognosen för BNP reviderades så mycket att vi hamnade långt utanför de osäkerhetsintervall som omgärdade prognosen före krisen, se diagram 1. I ett senare skede underskattade vi också styrkan i återhämtningen.

### Diagram 1. BNP och prognoser för BNP vid olika tidpunkter

Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



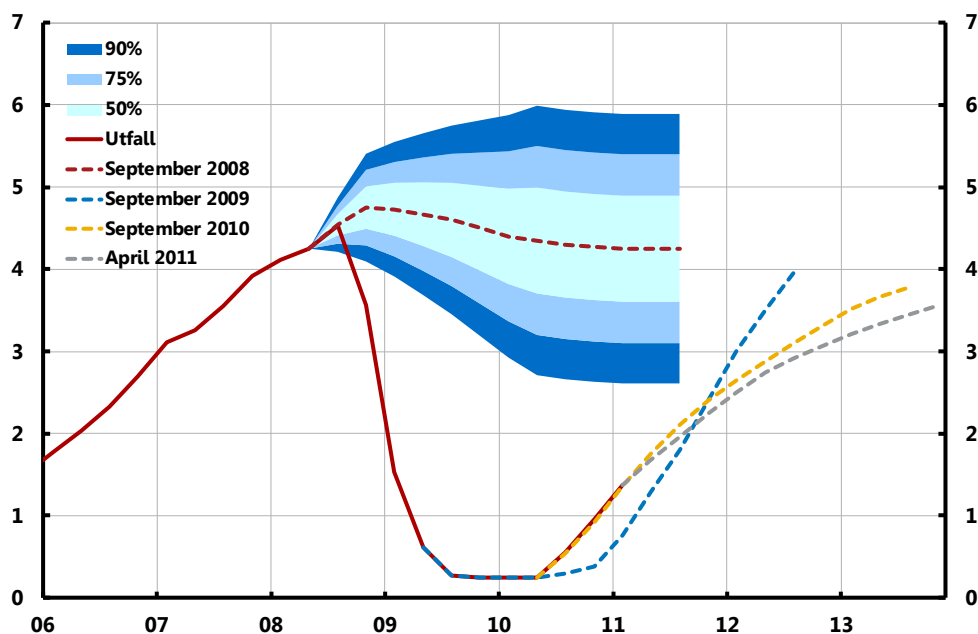
Anm. Alla prognoser är behäftade med osäkerhet men av grafiska skäl visas endast osäkerhetsintervall för prognosen från september 2008.

Källor: SCB och Riksbanken

De radikalt förändrade realekonomiska förutsättningarna fick givetvis stora följder för reporänteprognosen. Den reviderades så mycket att även räntebanan hamnade långt under de osäkerhetsintervall som omgärdade prognosen från september 2008. Man kan också säga att den faktiska

- penningpolitiken mer präglades av krishantering än av prognosmakeri. Låt mig illustrera detta med en analogi.

**Diagram 2. Reporäntan och prognoser för reporäntan vid olika tidpunkter, procent**



Anm. Alla prognoser är behäftade med osäkerhet men av grafiska skäl visas endast osäkerhetsintervall för prognosen från september 2008.  
Källa: SCB Riksbanken

Ibland brukar man likna penningpolitik vid bilkörning, där det går ut på att säkert ta sig fram på en väg i god fart. Prognosen motsvaras här av att man blickar framåt på vägen och sedan får man anpassa fart och ratt Rörelser så att man håller sig kvar på vägen. Den finansiella krisen motsvaras av en kraftig stöt som hotar att kasta bilen av vägen. I en sådan situation handlar det om att med alla till buds stående medel se till att man håller sig kvar på vägen och inte störtar ned i avgrunden. Hur vägen ser ut 50 meter längre fram är mycket osäkert och på sätt och vis av underordnad betydelse. När man väl är tillbaka relativt säkert på vägen så är farten väldigt låg och då kan man blicka framåt på vägen och försöka återgå till mer normal bilkörning.

### ***I uppgången: mönster hade brutits, paralleller till tidigare kriser***

Tack vare ett resolut agerande av centralbanker och andra myndigheter så övergick krisen i en mindre akut fas. De finansiella marknaderna fungerade dock fortfarande dåligt och stödåtgärder behövdes alltjämt. Men en total kollaps hade undvikits och man började se vissa tendenser till normalisering på olika finansiella marknader. Situationen var dock väldigt osäker. Även den reala ekonomin var svårbedömd. Innebar de stora fallen i BNP i Sverige och omvärlden att potentiell BNP hade gått ned? I många länder hade hushållen fått uppleva stora fall i huspriserna. I vilken utsträckning skulle hushållens behov av att förstärka sina balansräkningar innebära att konsumtionen

■ dämpades och att penningpolitikens förmåga att stimulera ekonomin försvagades?<sup>5</sup>

Det stod klart att de ekonomiska mönstren som rådde före den finansiella krisen i mångt och mycket hade brutits. I ett sådant läge var det naturligt att studera hur den ekonomiska återhämtningen hade sett ut efter tidigare kriser. Den övergripande slutsats man då kunde dra var att återhämtningen skulle gå långsammare än normalt.<sup>6</sup> Samtidigt är det så att varje kris i många avseenden är unik och det fanns omständigheter som pekade i motsatt riktning. Bland annat så återhämtade sig de asiatiska tillväxtekonomierna med Kina i spetsen relativt snabbt och blev något av draglok för återhämtningen i världsekonomin i övrigt. En annan positiv faktor var att tillväxten var ganska god runt om i världen när krisen bröt ut.<sup>7</sup> I efterhand kan det konstateras att återhämtningen på många håll, och inte minst i Sverige (se diagram 1 ovan), har gått betydligt snabbare än vad man hade kunnat vänta sig. Som framgår av diagram 2 började reporäntan höjas något tidigare än som förutsågs under den värsta krisen och den fick också en mer "framtung" profil.

Det är naturligt att försöka dra lärdom av tidigare kriser men samtidigt måste man vara försiktig så att man inte drar alltför långtgående historiska paralleller. Det fanns till exempel mitt under krisen en tendens att, ibland lite slarvigt, referera till den svenska 1990-talskrisen trots att de förutsättningar som då gällde var helt annorlunda. Min poäng här är att om man någonstans i bakhuvudet har en förutbestämd uppfattning om hur ett krisförlopp borde utvecklas så är det lätt att man förbiser signaler som kan tyda på att utvecklingen är på väg åt annat håll.

## **Några personliga reflektioner kring prognosmakeri**

Vad jag hittills har sagt om prognoser är rätt så allmänna iakttagelser som jag tror att mina kollegor i direktionen väsentligen håller med om även om de troligen skulle uttrycka sig annorlunda. Låt mig därför i den avslutande delen av talet ta upp några aspekter kring prognosmakeri som kanske är mer personliga.

### ***Ränteutvecklingen i omvärlden och kronkursen***

Låt mig börja med omvärldsprognosen där jag kan tycka att dessa prognoser i vissa avseenden har fått för stor betydelse för diskussionen om våra prognoser för bland annat kronkursen. Förändringar i omvärldsräntorna relativt de svenska räntorna säger, som jag ser det, mer om den aktuella kronkursen än om den framtida utvecklingen av kronan. Det faktum att räntorna under andra halvåret 2010 steg mer i Sverige än i euroområdet är alltså en viktig förklaring till att kronan stärktes gentemot euron under samma period, men höga svenska räntor relativt de i euroområdet leder inte nödvändigtvis till att kronan

<sup>5</sup> Om hushållen har behov av att konsolidera sina balansräkningar kan en expansiv penningpolitik bli mindre kraftfull eftersom hushållen då är mindre benägna att ta nya lån. En sådan situation kallas ibland för balansräkningsrecession. Lars Nyberg diskuterar balansräkningsrecessioner utförligare i talet "Efter krisen – nya tankar i penningpolitiken" publicerat 2010-12-06.

<sup>6</sup> Se Reinhardt, C. och K. Rogoff (2008), "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison". NBER Working Paper No 13761.

<sup>7</sup> Det finns studier som indikerar att återhämtningen efter en finansiell kris går långsammare om den föregicks av låg tillväxt, se Cecchetti S., M. Kohler och C. Uppert (2009), "Financial Crises and Economic Activity" NBER Working Paper 15379 .



■ förstärks framöver.<sup>8</sup> Att jag tycker att styrränteprognoserna i omvärlden har för stor betydelse innebär inte att omvärldens finansiella priser är ointressanta. Tvärtom, utvecklingen under 2010 illustrerar att långa svenska räntor ofta tycks påverkas starkt av utvecklingen i omvärlden, och speciellt i USA, utan att dessa skift motiveras av förändringar i den svenska konjunkturbilden. Vi behöver förbättra vår förståelse av denna typ av internationella finansiella länkar.

### ***Kan bedömningar helt göra halt vid prognoshorisontens slut?***

En annan sak som jag brukar lyfta fram är att det kan vara svårt att dra penningpolitiska slutsatser utifrån våra prognoser då de endast omfattar en begränsad prognoshorisont om tre år. En viss räntebana kan se ut att ge bättre måluppfyllelse än andra räntebanor under den begränsade prognoshorisonten men kan mycket väl ge sämre måluppfyllelse bortom denna. Det är därför önskvärt att man i sitt penningpolitiska beslut väger in hur ekonomin kan komma att se ut bortom prognoshorisonten även om det är svårt att göra detta i termer av siffersatta prognoser. Ett sätt är att välja en räntebana som ger en god måluppfyllelse i slutet av prognosperioden utan att det finns allvarliga tendenser till försämrade måluppfyllelse bortom prognoshorisonten. Även om vi har en begränsad prognoshorisont måste det i de penningpolitiska besluten finnas en framförhållning för det som kan hända därefter.

Utvecklingen av huspriser och hushållens skuldsättning skulle till exempel kunna innebära risker som materialiseras bortom den nuvarande prognoshorisonten, speciellt om penningpolitiken förblir alltför expansiv alltför länge. Frågan om denna typ av risker ska beaktas i de penningpolitiska besluten har debatterats en hel del. En åsikt är att sådana risker redan ska vara omhändertagna i våra ordinarie siffersatta prognoser. Även om jag hoppas att analysen så småningom utvecklats så mycket att det är möjligt att på ett någotsånär tillförlitligt sätt beakta denna typ av risker i våra prognoser så är vi inte där ännu. Min syn är att det ibland kan vara berättigat att beakta denna typ av oprognosticerbara risker i penningpolitiskt beslutfattande. Att helt ignorera dem är enligt min mening liktydigt med att anse att de inte finns och det är en hållning som jag inte skulle vilja försvara.

### ***Positiva och negativa risker kan ha olika kostnad***

Det finns även andra fall där det kan vara fel att låta penningpolitiken vägledas av enbart prognoser. En prognosbaserad penningpolitik är bra om kostnaden för negativa målavvikelser bedöms vara lika stor som den för positiva, men så är inte alltid fallet. Ett scenario där en kollaps i en tillgångsprisbubbla leder till ett läge med deflation som det är svårt att ta sig ur bör tillmätas större vikt än ett scenario med hög inflation, givet att trovärdigheten för inflationsmålet består. Erfarenheterna från Japan under 1990-talet illustrerar detta. Under den finansiella krisen fördes det resonemang i direktionen<sup>9</sup> om att tillfälligt tillåta

<sup>8</sup> Enligt öppen ränteparitet så förväntar sig marknaden en försvagning av kronan mot euron framöver om svenska räntor är högre än de i euroområdet. Öppen ränteparitet förklarar också varför kronan förstärktes samtidigt (och inte efteråt) som de svenska räntorna steg relativt de i euroområdet under 2010. Det empiriska stödet för öppen ränteparitet är dock svagt och det finns många exempel på avvikelser från öppen ränteparitet. Exempelvis så stärktes kronan mer mot euron under 2010 än vad som implicerades av öppen ränteparitet. Jag hänvisar till mitt tal "Väl avvägd penningpolitik har många dimensioner" daterat 2011-01-26, för en utförligare diskussion av utvecklingen av räntor och kronkurs under 2010.

<sup>9</sup> Se penningpolitiskt protokoll från 2009-02-10.

inflationen bli relativt hög i syfte att få upp inflationsförväntningarna, vilket skulle leda till lägre reala räntor och en välbehövlig stimulans av ekonomin. Att stimulera ekonomin med lägre nominella räntor gick inte då Riksbanken hade sänkt reporäntan så mycket som ansågs möjligt. Jag var tveksam till att på detta sätt experimentera med vårt penningpolitiska ramverk under en pågående kris. Jag medger dock att det finns en logik i resonemanget som understryker att det ibland är kostsammare att inflationen blir för låg än att den blir för hög. Men om inflationsmålets trovärdighet hotas vid en hög inflation kan också det omvända gälla.

### ***Vi kan lära av våra misstag***

Låt mig nu säga några ord om prognosmissar. Ibland förs det fram resonemang som går ut på att penningpolitiken var väl avvägd vid en viss tidpunkt utifrån den information som då fanns tillgänglig. En sådan hållning tycks utgå från att man vid beslutstillfället lät sig vägledas av den bästa tänkbara prognosmodell och att prognosmissarna endast berodde på helt oförutsedda händelser. Men så enkelt är det normalt inte utan prognosmissar är vanligtvis en kombination av oförutsedda händelser och en bristfällig bedömning av ekonomin.

Låt mig lite självkritiskt gå tillbaka till hösten 2008 då Riksbanken i september höjde reporäntan för att sedan slå om till en mycket expansiv penningpolitik när den finansiella krisen förvärrades kraftigt. Även senare under hösten, då de finansiella riskerna framstod allt tydligare, underskattade vi allvaret i situationen. Vi hade, i likhet med de flesta andra bedömare, helt enkelt inte förmågan att fullt ut bedöma med vilken oerhörd styrka världsekonomin och den svenska ekonomin skulle drabbas. Även om jag reserverade mig mot räntehöjningen i september så kan jag ärligt erkänna att även jag underskattade riskerna som fanns på de internationella finansiella marknaderna. Så här i efterhand går det att peka ut flera områden där Riksbanken skulle ha kunnat göra en bättre analys. Grundproblemet var att våra modeller inte fångar de olika finansiella länkar som spelade stor roll under den finansiella krisen och att vi därför underskattade riskerna.

Man kan tycka att man i sådana situationer får tona ned modellanalysen och istället förlita sig på bedömningar av olika indikatorer, vilket Riksbanken även gjorde, men även här kunde vi ha varit bättre. Vi gjorde betydande nedrevideringar av BNP men vi missade att fallet skulle bli så stort som det blev. Vi borde, enligt min mening, i vår nulägesbedömning av BNP under det fjärde kvartalet 2008 ha lagt större vikt vid de alarmerande signaler som kom från våra företagsintervjuer, speciellt då även barometerdata, varselstatistik och fallande börskurser pekade i samma riktning. Däremot så påverkade underskattningen av fallet i BNP inte utformningen av penningpolitiken eftersom reporäntan ändå sänktes kraftigt med flera procentenheter under en kort tidsperiod.

Jag tror inte heller att en mindre åtstramande penningpolitik tidigare under 2008 hade påverkat krisutvecklingen särskilt mycket. Det är inte det som är poängen. Poängen är att de missbedömningar som Riksbanken gjorde delvis berodde på brister i analysen. I de modeller som byggts upp har det underförstått legat som en förutsättning att finansmarknaderna upprätthåller sina centrala funktioner att förmedla betalningar, omvandla sparande till finansiering och hantera risker. Vi och alla andra makroekonomiska bedömare

■ fick en abrupt påminnelse om att analysmodellerna saknade betydelsefulla element. Det är en viktig lärdom som avspeglas i de diskussioner och i det forskningsarbete som nu bedrivs. Insikterna och kunskaperna om det globala finansiella systemets förgreningar och om sambandet mellan reala och finansiella variabler behöver förstärkas.

### ***Flexibilitet i penningpolitiken är A och O***

Även om Riksbanken, i likhet med många andra, gjorde felbedömningar så var ändå en positiv sida av det hela att vi snabbt lade om penningpolitiken och genomförde extraordinära åtgärder för att försöka mildra nedgången i ekonomin och hålla det finansiella systemet under armarna. Något "kvarhängande" vid tidigare prognoser och bedömningar handlade det inte om. Det vittnar om en flexibilitet som är väsentlig. Så måste man kunna göra när verkligheten visar sig bli radikalt annorlunda än man tänkt sig. Även i mer normala tider måste man alltid ha i minnet att vi inte har någon fullständig kunskap om framtiden. Jag har vid flera tillfällen gett uttryck för min syn att gradvisa förändringar av reporäntan är att föredra i normalfallet.<sup>10</sup> Det är, tycker jag, en klok strategi att gå varsamt fram och successivt observera utvecklingen för att utröna om man ska fortsätta på den inslagna vägen, stanna upp eller ändra riktning. Att hårt driva politiken åt ett visst håll må vara en framgångsfaktor i andra politikområden. Men för penningpolitiken handlar det om att noga följa de realekonomiska förutsättningarna och ha ständig beredskap för att anpassa politiken så att vårt förutbestämda mål, inflationsmålet, inte äventyras. Vi har ingen helt säker krok att hänga upp penningpolitiken på. Om vi saknar den insikten riskerar det att leda till en räntepolitik med tvära kast.

---

<sup>10</sup> Insikten att osäkerhet om de ekonomiska sambanden ofta motiverar en mer försiktig politik går tillbaka till Brainard, W. (1967), "Uncertainty and the Effectiveness of Policy", *American Economic Review* 57(2), 411-425.