

## Kommentar på Johan Lönnroths artikel ”Brev till den parlamentariska riksbankskommittén”

JESPER LINDÉ OCH

ANDRÉ RESLOW

### REPLIK

Johan Lönnroths (2018) artikel i *Ekonomisk Debatt* är en intressant genomgång av de tankar om penningpolitiken som rådde innan den globala finanskrisen, som bröt ut med full kraft under hösten 2008. Den speglar också den debatt som uppstått både bland akademiker och ekonomer verksamma på ledande policyinstitut om lärdomarna av krisen och behovet av förändringar i det penningpolitiska ramverket. Ett par av de mest debatterade frågorna – som Lönnroth belyser i sin artikel – är centralbankens ansvar för att motverka finansiella obalanser och hur vittgående befogenheter den ska ha för att hantera finansiella kriser när de väl uppstår.

Lönnroth framför en tes om varför Riksbanken missade att förutspå krisen och dess långtgående konsekvenser: Det berodde på att ekonomerna på Riksbanken mekaniskt börjat använda en viss typ av makromodeller, så kallade allmänjämviktsmodeller, i sitt prognosarbete. I dessa modeller var finansiella marknadens funktionssätt av underordnad betydelse, vilket medförde att Riksbanken inte tillräckligt tidigt förstod de djupgående effekterna på realekonomin av den finansiella härdsmältan hösten 2008. Vidare sammanfaller de långsiktiga inflationsförväntningarna i dessa modeller enligt Lönnroth per antagande med Riksbankens inflationsmål, vilket medfört att Riksbanken överskattat hur snabbt inflationen skulle återgå till målet efter krisen. Lönnroth citerar som stöd för dessa teser Goodfriends

och Kings (2016) utvärdering av Riksbankens politik 2010–15, i vilken de kritiserar Riksbankens ”mekaniska” användning av prognosmodeller på följande vis:

Dessa modeller – som inte bara misslyckades med att förutspå krisen, utan på grund av sin beskaffenhet inte heller hade förutsättningar att göra detta – kunde knappast ge en heltäckande bild av de svårigheter som ekonomierna ställdes inför under återhämtningsfasen. En större ödmjukhet beträffande dessa modeller hade varit på sin plats. (s 7)

Om Goodfriends och Kings kritik är berättigad så är detta viktigt både för historieber beskrivningen och för Riksbankens arbetssätt framöver. Vi tycker därför det är viktigt att reda ut följande frågor:

1. Baserades Riksbankens officiella prognoser före och efter krisen huvudsakligen på makromodeller eller bedömningar?
2. Var makromodellers prognoser för krisåret 2009 betydligt sämre än Riksbankens egna och andra institutioners prognoser, och har modellerna sedan krisen felaktigt lett Riksbanken att tro på att inflationen snabbt skulle återgå till målet på två procent?

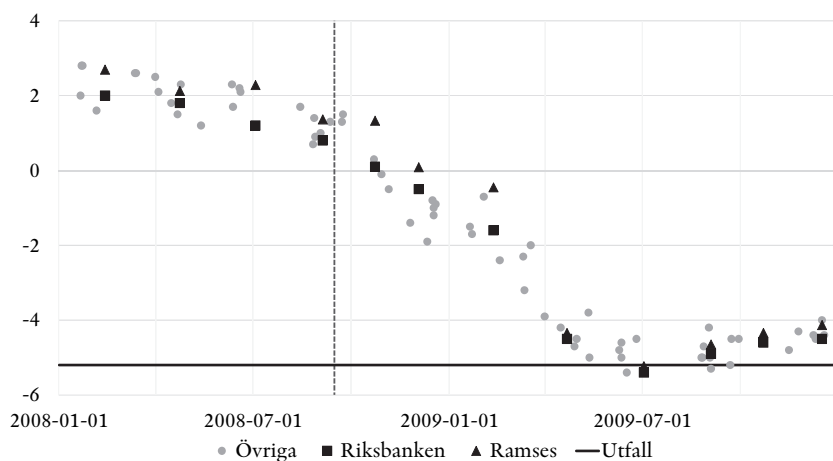
### *Har Riksbankens prognoser styrts av modeller?*

Den första frågan har vi redan analyserat ingående i en artikel i *Ekonomisk Debatt* (Lindé och Reslow 2016), eftersom Goodfriends och Kings felaktiga historieber beskrivning tyvärr fått betydande spridning. Lönnroth verkar ha missat denna artikel. Den mycket robusta slutsatsen i vår artikel är att Riksbankens publicerade prognoser mestadels har baserats på bedömningar snarare än modellprognoser – det direkta bidraget från modellerna har i själva verket va-

*Jesper Lindé* är forskningschef på Sveriges riksbank. Hans forskning handlar om effekter av penning- och finanspolitik. [jesper.linde@riksbank.se](mailto:jesper.linde@riksbank.se)

*André Reslow* är tjänstledig från arbetet som ekonom på Sveriges riksbank för doktordstudier vid Uppsala universitet. Hans forskning inriktar sig på penningpolitik och prognosutvärdering. [andre.reslow@nek.uu.se](mailto:andre.reslow@nek.uu.se)

De synpunkter som framförs i denna artikel representerar vår egen uppfattning och kan inte tas som uttryck för Riksbankens syn. Författarna tackar Jesper Hansson, Anders Vredin och Charlotta Edler för kommentarer.



Figur 1  
Prognoser för BNP-  
tillväxten 2009  
gjorda 2008–09

*Ann:* Streckad vertikal linje visar tidpunkten för Lehman Brothers kollaps (15 september). Övriga avser prognoser från LO, Svenskt Näringsliv, Handelsns Utredningsinstitut, SEB, Swedbank, Handelsbanken, Nordea, Konjunkturinstitutet och Finansdepartementet.

*Källa:* Respektive institut, SCB och Riksbanken.

rit begränsat under åren 2006 till 2016. Denna slutsats, som kan te sig oväntad givet argumentationen i Goodfriend och King (2016), är vid närmare eftertanke den enda rimliga eftersom det i Riksbankens prognosprocess inte finns någon regel för hur modellerna ska inkorporeras i de publicerade prognoserna.

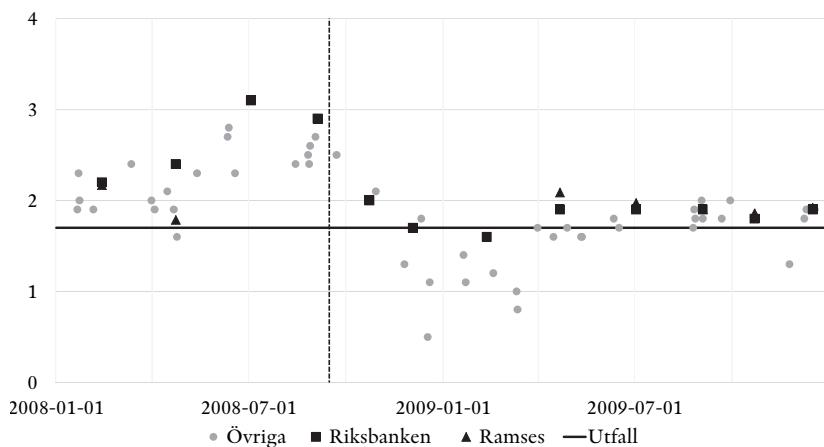
### Prognoserna under finanskrisen och återhämtningen

För att belysa den andra frågan, om modellernas prognosförmåga, visar figur 1 prognoserna gjorda för den svenska BNP-tillväxten 2009 av Riksbanken, Riksbankens makromodell Ramses (betingad på stabens nulägesbedömning och omvärldsprognos) samt andra prognosmakare. I figuren visas prognoserna tillsammans med utfallet samt tidpunkten för Lehman Brothers konkurs den 15 september (vertikala linjen). Riksbankens officiella prognoser representeras av de svarta kvadraterna, Ramses prognoser av trekanter och de övriga instituten av ljusgrå cirkelar.

Vi kan dra två intressanta slutsatser

från figuren. För det första: Med tanke på att utfallet för BNP-tillväxten 2009 var  $-5,2$  procent, så är det i ett bredare perspektiv ingen avgörande skillnad på prognoserna gjorda under 2008. Varken Ramses, Riksbanken eller någon av de övriga institutens prognoser är i närheten av det faktiska utfallet. Riksbankens officiella prognoser för 2009 har tenderat att ligga nära de övriga institutens prognoser, både före och efter Lehman Brothers kollaps. För det andra ser vi att Ramses under 2008 systematiskt hade en högre skattning av tillväxten för 2009 än Riksbankens officiella prognos. Detta är återigen *prima facie*-bevis för att Riksbanken inte mekaniskt tar prognoserna från makromodellerna: Även om modellprognoser självklart är en del av Riksbankens prognosprocess är de officiella prognoserna till en stor del baserade på bedömningar, vilket diskuteras mer ingående av Nyman och Söderström (2016). Det är således inte rimligt att förfäktat synen att Riksbanken blivit förledd att ha en så positiv syn på BNP-tillväxten för 2009 eftersom prognosen i Ramses tenderat att vara något högre.

Figur 2  
 Prognoser för KPIF-  
 inflationen 2009  
 gjorda 2008-09



*Anm:* Streckad vertikal linje visar tidpunkten för Lehman Brothers kollaps (15 september). Övriga avser prognoser från LO, Svenskt Näringsliv, SEB, Swedbank, Handelsbanken, Nordsea, Konjunkturinstitutet och Finansdepartementet.

*Källa:* Respektive institut, SCB och Riksbanken.

Under denna period, precis som för de flesta andra perioder, så gjorde de flesta prognosmakare (inklusive Riksbanken) på det stora hela liknande bedömningar. Först när BNP-utfallet för det fjärde kvartalet 2008 blev känt i februari 2009 kom prognoserna för 2009 att närma sig det faktiska utfallet.

I figur 2 visar vi motsvarande övning för inflationen mätt med konsumentprisindex med fast ränta (KPIF). Tyvärr finns inte här lika många modellprognoser sparade i realtid under 2008. Men i stort sett är bilden densamma: Riksbanken gjorde liknande inflationsprognoser för 2009 som andra prognosmakare, och det var inte så att man mekaniskt baserade sina bedömningar på Ramses prognoser, vilket framgår från t ex skillnaden mellan Ramses och den officiella prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april 2008.<sup>1</sup> KPIF-utfallet för 2009 var 1,7 procent, så prognosfelet

var betydligt mindre för inflationen än för BNP-tillväxten.

Man kan förstås anföra att det är en besvikelse att Ramses inte förmådde att göra bättre prognoser under 2008 och därmed hjälpa Riksbankens direktion att fatta bättre penningpolitiska beslut. Lönnroth har helt rätt i att modellen innehöll en alltför rudimentär modellering av den finansiella sektorns betydelse i ekonomin, men få ekonomer insåg detta innan krisen.<sup>2</sup> Man har senare försökt åtgärda denna brist, även om detta är svårt (forskningen ger inget entydigt stöd för hur detta ska göras). Men det är likväl viktigt att komma ihåg att den huvudsakliga nyttan av en strukturell makroekonomisk modell inte är att göra prognoser, utan möjligheten att göra olika kontrafaktiska simuleringar av annorlunda förlopp i ekonomin än vad beslutsfattarna tror på i huvudskenariot.

<sup>1</sup> Man ska komma ihåg att modellprognoserna är betingade på stabens bedömning av nuläget. Detta gör att modellprognoserna för 2009 gjorda under slutet av 2009 per automatik sammanfaller med de publicerade prognoserna.

<sup>2</sup> En av de som gjorde det var Raghuram Rajan (2006) i sitt berömda Jackson Hole-anförande.

	Riksbanken	Ramses	BVAR
2 års horisont	1,84	1,33	1,03
3 års horisont	2,02	1,96	1,29

Tabell 1  
Genomsnittlig prognos för KPIF-inflationen 2010–15

*Anm:* Genomsnittlig KPIF-prognos (årlig procentuell förändring) för åtta respektive tolv kvartals horisont 2010–15.

*Källa:* Lindé och Reslow (2016) och Riksbanken.

Väl medvetna om prognosbristerna hos Ramses använder Riksbanken också en mer prognosorienterad makromodell, en så kallad Bayesianisk vektorautoregression, i prognosprocessen (BVAR hädanefter).<sup>3</sup> Om man beräknar den genomsnittliga prognosen för KPIF-inflationen två och tre år framåt för denna modell under perioden 2010 till 2015 (Goodfriends och Kings utvärderingsperiod) så erhålls värdena 1,03 och 1,29. Motsvarande genomsnittliga prognoser från Ramses är 1,33 och 1,96. Genomsnittet av dessa modellprognoser är betydligt *lägre* än Riksbankens officiella prognoser på samma horisont (se tabell 1). Allt detta ska sedan relateras till att genomsnittlig KPIF-inflation 2010–15 var 1,08 procent. Alltså är Goodfriends och Kings påstående att Riksbanken överskattat inflationens återhämtning på grund av att dess makromodeller överskattat inflationstrycket i ekonomin bara en skröna utan uppbackning i faktiska data. När Riksbanken utvecklade sina första egna makromodeller studerades deras empiriska egenskaper noggrant i förhållande till de officiella prognoserna; se Adolfson m fl (2007). Iversen m fl (2016) är en senare studie av prognosförmågan hos Riksbankens allmän-jämviktsmodell Ramses, Riksbankens statistiska tidsseriemodell BVAR samt de officiella prognoser som Riksbanken publicerat under perioden

2007–13. *I studien visar de att modellernas prognoser ofta varit mer träffsäkra än de publicerade prognoserna.* I synnerhet visar det sig att prognoserna för inflation och reporänta från BVAR-modellen varit avsevärt bättre på att förutspå utvecklingen i förhållande till Riksbankens publicerade prognoser 2007–13.

#### Slutsatser

Tvärtemot vad Goodfriend och King (2016) hävdade har inte Riksbankens prognoser mekaniskt baserats på modeller. Således är det inte modellernas fel att Riksbanken överskattade inflationstrycket i ekonomin 2010–16, vilket är en felaktig historiebeteckning som tyvärr fått bred spridning. Slutsatsen att mindre vikt bör fästas vid modellerna framöver följer således inte. Det är sant som Lönnroth skriver att Riksbanken i likhet med andra prognosmakare inte insåg de djupgående effekterna av den finansiella turbulensen som utvecklade sig till en fullskalig global finanskris under hösten 2008. Men detta berodde inte på en felaktig övertro på modeller som inte inkorporerade finansiella friktioner. Snarare gjorde man i likhet med alla andra prognosmakare – nationella såväl som internationella – bedömningen att Sverige stod starkt och kunde hantera situationen. Man underskattade Sveriges utsatthet som en liten öppen ekonomi med stark handel

<sup>3</sup> Riksbanken har fler modeller än Ramses och BVAR, och även de andra modellerna kan ha ett inflytande i prognosprocessen. De modellerna används dock oftast på kortare sikt, framför allt i nulägesprognosen, men även till viss del upp till ett års horisont för en del variabler.

och finansiella kopplingar till omvärlden. Det finns viktiga lärdomar att dra från detta, men tillgänglig information ger inget som helst stöd för synsättet att man framgent enbart ska förlita sig på bedömningar och helt bortse från makromodeller som innehåller historiska samband. Med vissa mellanrum tenderar (tyvärr) historien att upprepa sig.

#### REFERENSER

Adolfson, N, M K Andersson, J Lindé, M Viliani och A Vredin (2007), "Modern Forecasting Models in Action: Improving Macroeconomic Analyses at Central Banks", *International Journal of Central Banking*, vol 3, s 111-144.  
Goodfriend, M och M King (2016), "Utvär-

dering av Riksbankens penningpolitik 2010-2015", Riksdagsstryckeriet, Stockholm.

Iversen, J, S Laséen, H Lundvall och U Söderström (2016), "Real-Time Forecasting for Monetary Policy Analysis: The Case of Sveriges Riksbank", Working Paper 16/318, Sveriges riksbank, Stockholm.

Lindé, J och A Reslow (2016), "En myt att Riksbankens prognoser styrs av modeller", *Ekonomisk Debatt*, årg 44, nr 8, s 18-30.

Lönnroth, J (2018), "Ett brev till den parlamentariska riksbankskommittén", *Ekonomisk Debatt*, årg 46, nr 3, s 40-51.

Nyman, C och U Söderström (2016), "Prognoser och penningpolitik", *Ekonomiska Kommentarer*, nr 6, Sveriges riksbank, Stockholm.

Rajan, R G (2006), "Has Finance Made the World Riskier?", *European Financial Management*, nr 4, s 499-533.