



ANFÖRANDE

DATUM: 2009-01-09
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak
PLATS: LO

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

■ Inflationens målspolitiken och den finansiella krisen

Så här i början av ett år är det ju vanligt med tillbakablickar på det gångna året. Tittar vi tillbaka på den ekonomiska utvecklingen 2008 så kan man väl med en lätt underdrift säga att det var ett händelserikt år. Först var det skenande priser på olja och andra råvaror i kombination med ett stigande kostnadstryck och allt svagare konjunktur i omvärlden. Då hördes i den internationella debatten en oro för att ekonomierna kunde hamna i stagflation, det vill säga en kombination av stigande inflation och konjunkturedgång. Oron för stagflation skulle snabbt klinga av. När sedan krisen på de finansiella marknaderna hastigt fördjupades i spåren på Lehman Brothers konkurs och botten snabbt gick ur konjunkturen på de flesta håll blev det snarare deflationstemat som började dyka upp i debatten.

Det är inte så konstigt om situationer som den vi nu befinner oss i väcker funderingar om det penningpolitiska ramverket verkligen är riggat så att det står pall också under sådana här förhållanden. Låt mig först av allt säga att det är viktigt att det förs en diskussion om detta; med nya erfarenheter och kunskaper förändras förutsättningarna för penningpolitiken. Det här är trots allt inte saker som är huggna i sten. Jag tycker också det är viktigt att poängtera att Riksbanken hela tiden jobbar med att försöka förbättra strategi och ramverk och jag inkluderar då allt från prognoserna och beslutsunderlagen till hur vi kommunicerar våra beslut och vår strategi. Det är en ständigt pågående process. Vårt existerande ramverk har tjänat oss väl under krisen. Vilka lärdomar som kommer att dras när den finansiella krisen väl är överstånden och har analyserats får framtiden utvisa.

Samtidigt är det viktigt att diskussionen om eventuella förändringar utgår från en korrekt beskrivning av ramverket och hur penningpolitiken faktiskt bedrivs. Om något skulle behöva ändras ska det beslutet baseras på rätt grunder. Min åsikt är att man ska vara försiktig med att gjuta om fundamentet i vår penningpolitiska regim, det vill säga inflationsmålet och hur det är formulerat – och det gäller speciellt i ett sådant känsligt läge som nu. Men det här väcker ju frågor om hur det nuvarande ramverket och den penningpolitiska strategin faktiskt ser ut och varför det ser ut som det gör.

■ Siffersatt inflationsmål som nominellt ankare

I Sverige var det länge en fast växelkurs som var normen för penningpolitiken och som skulle skapa ett nominellt ankare för ekonomin, det vill säga förankra inflationsförväntningarna så att de inte driver iväg. Tanken var att med en fast växelkurs för kronan så skulle inflationen i Sverige på sikt anpassas till inflationen i länderna vars valutor kronan var knuten till. Med trovärdighet för den fasta växelkursen skulle förväntningarna om inflationen i Sverige bli i stort sett densamma som förväntningarna i länderna vi knutit oss till. Men i Sverige, liksom för övrigt i flera andra länder, visade det sig inte vara möjligt att förhindra att inflationen stack iväg med en fast växelkurs. Andra länder som försökte styra inflationen via mål för penningmängden hade också problem att kontrollera inflationen.

Riksbanken annonserade sitt inflationsmål i januari 1993 efter det att kronan med buller och bång hade släppts fri att flyta tidigare på hösten. Banken annonserade då att målet för penningpolitiken skulle vara att hålla den årliga förändringen i konsumentprisindex på 2 procent. Målet skulle börja gälla officiellt från och med 1995. Sverige blev på så vis ett av de första länderna som valde att formulera penningpolitiken i termer av ett explicit inflationsmål.

Trots att man var medveten om att det skulle bli svårt att uppnå målet exakt så valde Riksbanken alltså att formulera målet med en specifik siffra för inflationen. Ett av de viktigaste skälen för det var just att försöka skapa ett riktmärke – ett ankare – kring vilket inflationsförväntningarna skulle kunna stabiliseras. Öppenhet och tydlighet var redan från början ledord för inflationsmålsregimen och det tror jag har varit en viktig del i att trovärdigheten för inflationsmålet har byggts upp. Den kulturen har därför fortsatt att genomsyra Riksbankens verksamhet. Den är också viktig för att riksdagen, som är vår uppdragsgivare, ska kunna utvärdera och utkräva ansvar av banken. Det motivet blev särskilt viktigt när den nya formuleringen av riksbankslagen 1999 gav Riksbanken en direktion med en självständig ställning.

Varför just 2 procent?

I den nya formuleringen av riksbankslagen från 1999 ändrades målet för Riksbankens verksamhet till att det ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Tidigare fanns en mer allmän formulering om att Riksbanken hade ansvar för valuta- och kreditpolitik. Då den nya formuleringen arbetades fram poängterade man i förarbetena att lagen i princip skulle kunna vara väldigt detaljerad om mål för inflationen och så vidare. Men lagstiftaren bedömde att en sådan precisering inte skulle bli tillräckligt flexibel och inte ge Riksbanken tillräckligt utrymme att anpassa målet till nya omständigheter.

Det väcker ju frågan om vad prisstabilitet egentligen är och om just 2 procents inflation är det bästa för Riksbanken att sikta på. Går man till forskningslitteraturen så får man inget definitivt svar. Att hög inflation är skadligt för ekonomin är alla överens om. Men det går att hitta både argument för att stabilisera inflationen ett par procentenheter över 2 och argument för att målet borde vara lägre och till och med 0 procent.

Ett argument för att inflationsmålet bör vara över 0 är att det minskar sannolikheten att ekonomin hamnar i perioder med deflation. Om målet skulle vara att stabilisera inflationen kring 0 procent innebär det att inflationen antagligen skulle hamna under 0 vissa perioder. Det vill säga periodvis skulle prisnivån falla istället

■ för att öka. Risken blir då större att inflationsförväntningarna – som borde ligga på 0 procent – glider nedåt så att hushåll och företag på ett mer bestående sätt förväntar sig att priserna kommer att falla. Det kan till exempel leda till att hushåll och företag väntar med att konsumera och investera till senare då priserna sjunkit ännu mer. Så efterfrågan minskar. Det i sin tur kan spä på förväntningarna om att priserna ska sjunka och det kan skapas en negativ spiral som blir svår att vända. Att ha ett inflationsmål som är något över 0 ger på så vis ett visst skydd mot detta.

Så, inflationsmålet bör kanske vara större än 0 men inte alltför högt. För några år sedan gjorde professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin en utvärdering av penningpolitiken i Sverige under de tio år som vi haft ett inflationsmål. En av frågorna som de diskuterade var just frågan om storleken på inflationsmålet. Som jag redan antytt kunde några mer precisa slutsatser om en exakt siffra inte dras men deras slutsats var att ett inflationsmål mellan 1 och 3 procent är ett bra val. Är det lägre än 1 procent kan det försämra den ekonomiska utvecklingen. Om det däremot är över 3 procent är det för högt för att de flesta ska uppfatta det som att priserna är stabila. Därför har länder med inflationsmål också ofta valt ett mål på inflationen på cirka 2 procent och så blev det också i Sverige.

Måste inflationsmålet vara definierat i termer av KPI?

En fråga som ofta kommer upp i debatten om penningpolitiken är om det inte skulle vara bättre att ersätta målet för KPI med ett mål för något annat mått på inflationen. Ett förslag som till exempel var på tapeten under hösten då energi- och livsmedelspriserna steg kraftigt var att inflationsmålet bara borde gälla den inhemska inflationen – alltså prisökningar på varor och tjänster som vi producerar inom Sverige. Priserna på energi och många livsmedel bestäms ju ändå på världsmarknaden och är på så vis utanför Riksbankens räckvidd. Det senare är sant, men priset på, säg, ris i våra affärer är inte detsamma som världsmarknadspriset på ris. Priserna på varor som vi importerar påverkas i konsumentledet också de av svenska förhållanden, till exempel via transportkostnader, prispåslag hos grossister och detaljister och även av kronans värde.

När Riksbanken höjer reporäntan dämpas den samlade efterfrågan i ekonomin. Det minskar utrymmet för prisökningar på alla områden. Och det är viktigt att penningpolitiken fokuserar på att hålla nere de allmänna prisökningarna och inte definierar om inflationsmålet bara för att vissa priser stiger mer än andra. Svenska hushålls totala köpkraft minskar även då priserna på importerade produkter stiger. Så risken att sådana prisökningar sprider sig vidare till andra priser och till löner blir knappast mindre bara för att inflationsmålet är definierat i termer av inhemska priser.

Det är också viktigt att skilja på det mått på inflation som vårt mål gäller och mått som från tid till annan är användbara för att *analysera inflationens drivkrafter*. Riksbanken lyfter ofta fram utvecklingen av andra mått för att beskriva inflationens utveckling och förklara penningpolitikens uppläggning bättre. I höstas var till exempel ett mått som KPIX exklusive energi användbart. Det kunde då illustrera att vi räknade med att energipriserna skulle driva upp inflationen tillfälligt men att den mer trendmässiga utvecklingen av inflationen inte skulle påverkas.

Men är då just KPI det bästa måttet för vårt inflationsmål? Olika länder har valt olika lösningar – även om de flesta länder definierar sitt inflationsmål i termer av KPI eller någon modifierad version av KPI. Från direktionsens sida har vi sagt att

Riksbanken självklart inte ska utesluta ett byte till något annat inflationsmått än KPI om det finns goda skäl för det. Men då man diskuterar ett sådant byte tycker jag det är viktigt att ha i minnet det viktigaste skälet till att inflationsmålet infördes, nämligen behovet av ett nominellt ankare. Det talade då, och som jag ser det talar det fortfarande för, att inflationsmålet ska preciseras i termer av ett prisindex som representerar vanliga inköp och som svenska hushåll väl känner till. I alla fall måste ett viktigt kriterium för ett alternativt mått vara att det verkligen kan fungera som ett ankare för inflationsförväntningarna.

Är vi i direktionen "inflationstokar"?

Många förslag om förändringar av inflationsmålspolitiken som har förts fram på senare tid handlar om avvägningen mellan stabilisering av inflationen och stabilisering av den reala sidan av ekonomin. De verkar ibland utgå från att Riksbanken inte får, inte kan eller helt enkelt inte vill bry sig om produktionen och sysselsättningen då vi fattar beslut om reporäntan. Låt mig säga det så klart jag kan: det är fel. När vi fattar beslut om förändringar av reporäntan och gör prognoser för den väger vi *alltid* in hur produktionen och sysselsättningen kommer att utvecklas.

Till att börja med är det viktigt att komma ihåg att det generellt inte är någon motsättning mellan låg och stabil inflation och god tillväxt och sysselsättning. Hela poängen med att ha ett inflationsmål är ju att det ger en stadga till ekonomin som skapar förutsättningar för en långsiktigt hållbar ekonomisk tillväxt.

Så det är riktigt att prisstabilitet är det övergripande målet för Riksbankens verksamhet. Vi har ju inte heller något siffersatt mål för produktionen eller sysselsättningen på samma sätt som vi har ett siffersatt mål för inflationen. Betyder inte det då att vi per definition är, och ska vara, "inflationstokar" som bara bryr oss om inflationsmålet då vi fattar våra beslut om räntan?¹

Då man utarbetade den nya formuleringen av riksbankslagen från 1999 diskuterades faktiskt om inte Riksbanken också borde ha ett mål för den reala sidan av ekonomin. Av olika skäl kom lagstiftaren fram till att det inte vore lämpligt. Till exempel visar både tidigare erfarenheter och ekonomisk teori att en expansiv penningpolitik som eldar på inflationen inte kommer att öka sysselsättningen eller ge en högre tillväxt på sikt. Den har snarare bara negativa konsekvenser för hushåll och företag. Så eftersom penningpolitiken inte kan användas för att åstadkomma en bestående högre nivå på sysselsättningen eller tillväxten i ekonomin vore det inte lämpligt med specifika mål för den reala sidan av ekonomin. På lång sikt kan inte penningpolitiken påverka realekonomin och därför bör det övergripande målet för penningpolitiken vara just prisstabilitet.

Däremot har penningpolitiken en effekt på den reala sidan av ekonomin på kort sikt och på så vis finns det ett utrymme för penningpolitiken att hjälpa till att stabilisera svängningar i bland annat produktionen och sysselsättningen. Lagstiftaren menade därför att Riksbanken bör ha skyldighet att stödja de allmänna ekonomisk-politiska målen som riksdagen lagt fast i den mån de målen inte strider mot målet om prisstabilitet. Man menade att det följer naturligt av att Riksbanken är en myndighet under riksdagen så den skyldigheten behövde inte anges i lagen. Det finns därför ingen hänvisning till det i riksbankslagen, däremot i den proposition som antogs av riksdagen.

¹ Mervyn King, chefen för den brittiska centralbanken Bank of England, myntade uttrycket "inflation nutter" som en beskrivning av en centralbank som bara bryr sig om inflationens utveckling.

■ Så hur gör vi i direktionen för att se till att inflationen hamnar på målet samtidigt som vi beaktar den reala sidan av ekonomin. Jo, helt enkelt genom att inte bete oss som "inflationstokar" som stint stirrar på hur mycket inflationen avviker från målet. Om inflationen hamnat vid sidan av målet har vi normalt inte som ambition att nödvändigtvis få tillbaka inflationen till målet så fort som möjligt. På så sätt skapas ett utrymme att bedriva penningpolitiken så att svängningar i real-ekonomin kan dämpas. Penningpolitiken är på så sätt flexibel.

Samtidigt kan vi givetvis inte tillåta att inflationen driver alltför långt från 2 procent, eller att det dröjer alltför lång tid innan inflationen är tillbaka på målet. Då skulle inflationsmålet riskera att tappa trovärdighet. Så från Riksbankens sida har vi sagt att penningpolitiken normalt inriktas på att inflationsmålet ska vara uppnått på ett par års sikt. Det är givet den ambitionen vår prognos för reporäntan tas fram. Så en lämplig prognos för reporäntan är alltså i normala fall sådan att inflationen enligt vår prognos är nära inflationsmålet på ett par års sikt samtidigt som det inte kommer att vara alltför stora svängningar i den reala ekonomin.

Penningpolitiken beror på typ av störning

Det här innebär alltså att det inte går att beskriva vår strategi med någon mekanisk handlingsregel. För att avgöra om och hur reporäntan behöver förändras nu och framöver måste man analysera orsakerna till att inflationen avviker från målet och även hur räntan, inflationen och den reala sidan av ekonomin samverkar. Vad är det som driver utvecklingen i ekonomin? Vilken typ av störning är det som gjort att inflationen hamnat vid sidan av målet? Hur har det påverkat produktionen, sysselsättningen och så vidare? Och hur kommer de sannolikt att utvecklas framöver? Eftersom penningpolitiken verkar med fördröjning blir prognoserna centrala.

Man behöver ju inte gå längre tillbaka än till förra året för att hitta två helt olika exempel på situationer. Det första exemplet är de kraftiga prisökningarna på olja, el och livsmedel under första halvåret som pressade upp inflationen långt över målet. Det skedde i ett läge där kostnadstrycket i ekonomin steg. Samtidigt gjorde prisökningarna att hushållens köpkraft minskade och tecknen på att konjunkturen var på väg att försvagas både i omvärlden och i Sverige blev tydligare. I bakgrunden fanns också oron på finansmarknaderna. Det var på så vis ett exempel på en situation där penningpolitiken måste göra en avvägning mellan inflationens utveckling och utvecklingen av den reala sidan av ekonomin. Dels måste vi se till att behålla trovärdigheten för inflationsmålet och få tillbaka inflationen till målet inom en rimlig tidsperiod. Men samtidigt också se till att avmattningen av produktionen och sysselsättningen inte blir alltför stor.

Givet den här avvägningen gjorde en majoritet av direktionen i juli och september bedömningen att reporäntan behövde höjas. Samtidigt var det inte på något vis en extremt stram penningpolitik som presenterades då – trots att inflationen var den högsta på över ett decennium och inflationsförväntningarna låg klart över målet. Vi tittade som vanligt både på hur inflationen och den reala ekonomin skulle utvecklas. Och den prognos för räntan som presenterades var sådan att inflationen beräknades vara tillbaka på målet inom två år och BNP-tillväxten beräknades minska till en början men sedan vända upp till en långsiktigt god nivå.

Sedan vet vi vad som hände: investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs i mitten av september, finansmarknaderna tvärstannade och med det ändrades spelplanen. Omständigheterna för penningpolitiken förändrades och vi fick ett

■ exempel på en annan beslutssituation där både utvecklingen av inflationen och utvecklingen av realekonomin talade för samma beslut. Under hösten sänkte vi reporäntan i tre omgångar med sammanlagt 2,75 procentenheter. Det innebär ett avsteg från den penningpolitik vi normalt har bedrivit och som karakteriseras av mindre gradvisa förändringar av räntan. Innan jag berör vårt senaste räntebeslut ska jag gå in lite närmare på hur den finansiella krisen påverkat penningpolitiken och hur också andra åtgärder från Riksbanken aktiverats.

Penningpolitiken och den finansiella krisen

I princip kan man säga att penningpolitiken jobbar på som normalt inom det ramverk som har funnits på plats sedan 1995. Och till skillnad från tidigare kriser, inte minst den i början av 1990-talet, så har vi i stormen som rasar just nu ett trovärdigt nominellt ankare för ekonomin i form av inflationsmålet. Jag tycker det är värt att påminna om det. Det är faktiskt tack vare ett trovärdigt inflationsmål som Riksbanken har flexibiliteten att med kraft motverka finanskrisens negativa effekter på produktionen och sysselsättningen.

Givetvis innebär finanskrisen att omständigheterna under vilka penningpolitiken bedrivs är onormala. Det är till exempel inte många gånger ekonomin har tvärstannat på samma sätt som under de senaste månaderna. Det skapar utmaningar för penningpolitiken.

En sådan utmaning är att historiska samband i ekonomin till viss del ändrats som ett resultat av krisen. En bidragande anledning till att reporäntan behövde sänkas så mycket under hösten var att de korta marknadsräntorna kopplades loss från sin normala relation till reporäntan på grund av stigande riskpremier. Ett tecken på det var reaktionerna efter våra sänkningar av reporäntan med sammanlagt 1 procentenhet i oktober. Marknadsräntorna sjönk då i en betydligt mindre utsträckning. Däremot följde marknadsräntorna med reporäntan ned i december.

Till det här kommer att möjligheterna för hushåll och företag att låna har stramat åt i och med att tillgången till krediter minskat. Svårigheterna för banker och andra utlåningsinstitut att finansiera sig själva blev akut efter det att den finansiella krisen slog in med full kraft också i Sverige. De blev tvungna att finansiera sig på allt kortare löptider eftersom det bara var de marknaderna som fortsatte att fungera. I det läget ingrep Riksbanken genom att bland annat erbjuda bankerna krediter på 3 till 6 månader, alltså betydligt längre krediter än de dags- och övernattslån som normalt erbjuds. De åtgärderna satte vi in för att förbättra marknadernas funktionssätt och göra det lättare för bankerna att fortsätta förmedla krediter till hushåll och företag. Den formen av likviditetsstöd kommer vi att fortsätta med så länge det finns ett behov.

De extraordinära åtgärder som Riksbanken satt in ska alltså underlätta kreditförsörjningen och förbättra marknadens funktionssätt. Även om åtgärderna primärt handlar om att värna den finansiella stabiliteten förbättrar de också penningpolitikens möjligheter att stabilisera inflationen och den reala ekonomin.

Rejäl räntesänkning i december

Den 3 december gjorde vi den enskilt största förändringen av reporäntan sedan inflationsmålet officiellt började gälla 1995. Vi i direktionen bedömde att en sänkning av reporäntan från 3,75 till 2 procent var nödvändig både för att dämpa fallet i produktion och sysselsättning och klara inflationsmålet på 2 procent.

■ Situationen på de finansiella marknaderna både i omvärlden och i Sverige hade inte förbättrats nämnvärt trots att centralbanker och regeringar runtom i världen satt in kraftfulla åtgärder. Marknaderna för medelfristig och lång upplåning fungerade dåligt, ibland inte alls, och likviditetspremierna var fortfarande höga.

Den finansiella krisen hade försämrat tillgången på krediter kraftigt och vi såg tydligt hur det förstärkte nedgången i den ekonomiska utvecklingen. BNP hade börjat falla i viktiga delar av vår omvärld, konjunkturindikatorer var på historiskt låga nivåer och börskurserna hade fallit dramatiskt de senaste månaderna. Visserligen hade energi- och livsmedelspriserna sjunkit kraftigt sedan toppen i mitten av året och det innebar en viss lindring för hushållen. Nedgången bidrog även till att inflationen föll och på så vis blev det ett större utrymme att motverka den negativa utvecklingen med sänkningar av styrräntorna, både i Sverige och i omvärlden.

Vår prognos var redan tidigare att svensk ekonomi skulle drabbas påtagligt av den finansiella krisen och den kraftiga nedgången av den internationella konjunkturen. I oktober hade vi reviderat ned vår tillväxtprognos för omvärlden och Sverige kraftigt. I december gjordes nedrevideringar av samma storleksordning – konjunkturförsvagningen hade slagit till med större kraft än vi väntat oss. Försvagningen av kronan tillsammans med fallet i energi- och livsmedelspriser verkade i någon mån kunna motverka den kraftiga inbromsningen av ekonomin. Enligt vår prognos i december kommer BNP här hemma att minska med 0,5 procent under 2009 men återhämtar sig under 2010 då tillväxten ökar till cirka 2 procent.

Vi reviderade också ned inflationsprognosen kraftigt framförallt på grund av fallande energipriser och sjunkande räntekostnader för hushållen. Enligt vår bedömning kommer KPI-inflationen i genomsnitt att vara drygt 1 procent under 2009. Men inflationen stiger sedan mot målet i slutet av 2010 i takt med att konjunkturen förbättras samtidigt som effekterna från fallande energipriser och räntekostnader inte längre påverkar inflationssiffrorna.

Resursutnyttjandet kommer enligt vår bedömning från december att bli lägre än normalt de närmaste åren samtidigt som inflationen under en tid faller under målet. Mot den bakgrunden var vi i direktionen eniga om att det krävdes en rejäl och varaktig sänkning av reporäntan för att undvika en onödigt lång period med en inflation under målet och en svag utveckling av realekonomin. Det fanns heller inga fördelar med att gradvis justera reporäntan. Tvärtom, en stor sänkning av reporäntan skulle enligt direktionens mening ha en snabbare effekt än en mindre sänkning tillsammans med en nedjustering av prognosen för räntan.

Osäkerhet om vad som väntar om hörnet

En svårighet som penningpolitiken har att brottas med är att osäkerheten om den framtida utvecklingen är osedvanligt stor just nu. Vårt beslut i december att reporäntan behövde sänkas rejält var som jag ser det tämligen enkelt. Men samtidigt var det mycket svårt att bedöma den ekonomiska utvecklingen de närmaste åren och därmed den framtida utvecklingen för reporäntan.

En del av svårigheterna består i att bedöma omfattningen och effekterna av olika finanspolitiska stimulanspaket i omvärlden. Den största svårigheten är ändå att bedöma hur länge den finansiella krisen kommer att pågå och vad den ställer för krav på penningpolitiken. Min bedömning vid det senaste mötet var att en sänkning med 1,75 procentenheter och en reporänta omkring 2 procent under det kommande året var det närmaste vi kunde komma en välavvägd penningpolitik.

■ Men bedömningen, framförallt från 2010 och framåt, såg jag som exceptionellt osäker. Kommer den väntade återhämtningen av ekonomin att manifesteras sig eller blir nedgången mer långdragen? Den frågan får vi nog alla fortsätta att vrida och vända på.

Nästa beslut om reporäntan är planerat till om en dryg månad. Vi får då som vanligt ta ställning till hur den nya statistik som kommer in påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna och prognosen för reporäntan. Samtidigt följer vi givetvis utvecklingen löpande och är beredda att agera om och när det skulle behövas.

Några avslutande reflexioner

Den gångna hösten illustrerar tydligt att det med ett penningpolitiskt ramverk med trovärdighet är möjligt att bedriva en flexibel penningpolitik som snabbt kan anpassas när omständigheterna ändrats tvärt. Att den faktiska inflationen legat långt över målet har inte lagt hinder i vägen för stora och snabba räntesänkningar. Prognoserna för både tillväxt och inflation har justerats ner ordentligt och visat på ett utrymme att sänka räntan för att på ett par års sikt föra tillbaka inflationen till målet. Penningpolitiken är och ska vara framåtblickande.

Som jag inledningsvis antydde har deflationstemat börjat tas upp i den internationella debatten. Vid vårt senaste penningpolitiska möte kommenterade jag det. Min syn var att deflationshotet inte ska överdrivas och att det finns stora skillnader jämfört med 1930-talet som man i sammanhanget ofta refererar till. En viktig skillnad är att centralbanker och regeringar ute i världen genomför kraftfulla åtgärder för att stötta det finansiella systemet och stimulanspaket sätts för att mota konjunkturedgången.

Enligt våra prognoser kommer inflationstakten att snabbt röra sig nedåt 2009 och det kommer nog att innebära att deflationstemat lever kvar i debatten. Men det är då viktigt att komma ihåg *varför* inflationen sjunker. En stor del av förklaringen är fallande energipriser och fallande räntekostnader, alltså faktorer som är gynnsamma för vår tillväxt. Och det är viktigt att komma ihåg att det faktum att inflationen tillfälligt faller mot 0 eller till och med blir negativ inte ska förväxlas med en långdragen process av fallande priser som påverkar de långsiktiga inflationsförväntningarna. I det senare fallet kan konsumtion och efterfrågan stoppa upp vilket kan dra ner inflationsförväntningarna ytterligare vilket påverkar efterfrågan och så vidare i en negativ spiral. Våra och de flesta bedömares prognoser pekar mot att tillväxten återhämtar sig 2010 och att inflationen då ökar. Förväntningar om allmänt fallande priser under en längre tid borde inte frodas i en sådan miljö.

Vi räknar med att den finansiella krisen ebbat ut under loppet av det år vi just gått in i. Men analysen av vad som hänt och av vad som behöver göras i regleringsväg kommer att fortgå. Även diskussionerna om konsekvenserna för penningpolitiken och det penningpolitiska ramverket kommer att fortsätta. En fråga som sannolikt kommer att tas upp igen är om och hur centralbanker ska ta hänsyn till utvecklingen av krediter och tillgångsvärden som fastighetspriser. Det har varit ett kontroversiellt ämne i den internationella debatten under senare år. I ljuset av det som nu skett kommer nog frågan upp till förnyad diskussion.