



# ANFÖRANDE

DATUM: 2009-03-05  
TALARE: Förste vice riksbankschef Svante Öberg  
PLATS: Jönköping

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

## ■ Det aktuella ekonomiska läget

I det penningpolitiska protokollet som publicerades för drygt en vecka sedan redogörs för hur vi i direktionen resonerade när reporäntan sänktes till 1 procent vid det penningpolitiska mötet den 10 februari. Jag tänkte idag ge min syn på konjunkturen och penningpolitiken. Mitt anförande kan sammanfattas i fyra punkter:

- Den finansiella oron förvärrades i höstas och har utvecklats till en global finansiell kris.
- Den internationella utvecklingen blir svag i år och det finns en betydande risk att konjunkturen blir svag även nästa år.
- BNP-tillväxten i Sverige blir negativ i år och inflationen faller.
- Riksbanken har sänkt räntan till 1 procent och kan behöva sänka den ännu mer.

Jag har strukturerat min presentation efter dessa fyra punkter. Först beskriver jag utvecklingen på de finansiella marknaderna. Sedan redogör jag för den internationella ekonomiska utvecklingen och vad vi ser framför oss de närmaste åren. Därefter kommer jag in på den svenska ekonomin. Jag avslutar med några synpunkter på den aktuella penningpolitiken. Jag börjar alltså med utvecklingen på de finansiella marknaderna.

### **Den finansiella oron förvärrades i höstas och har utvecklats till en global finansiell kris**

Den finansiella oron förvärrades i september 2008. Den har nu övergått i en global finansiell kris. Utvecklingen under finanskrisen kan illustreras på flera olika sätt, exempelvis genom den så kallade TED-spreaden. Spreaden visar skillnaden mellan den ränta som banker betalar när de lånar av varandra på den så kallade interbankmarknaden och räntan på riskfria statspapper. Den är därmed ett mått på hur bankerna prissätter kreditrisken. Under början av 2007, och även dessförinnan, låg denna skillnad oftast på mellan 10 och 20 räntepunkter såväl i Sverige som i USA och euroområdet.

I augusti 2007 ökade TED-spreadarna påtagligt. Den stora franska banken BNP Paribas stoppade uttag ur tre av sina investeringsfonder som var exponerade för den amerikanska bolånemarknaden för subprime-lån, det vill säga lån riktade till hushåll med svag betalningsförmåga. Anledningen var att det var omöjligt att beräkna vad tillgångarna i fonderna var värda eftersom handeln med dessa i stort sett upphört. Flera andra stora aktörer varnade samtidigt för förluster kopplade till den amerikanska bolånemarknaden. Bankerna började bli ovilliga att låna till varandra och räntorna på interbankmarknaderna steg påtagligt. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) och den europeiska centralbanken (ECB) agerade i det läget genom att i stor omfattning låna ut pengar till bankerna när dessa inte kunde få låna av varandra.

Graden av finansiell oro varierade därefter under ett helt år. TED-spreadarna nådde en ny topp när bankerna ville säkra sin likviditet inför årsskiftet 2007-2008. Ytterligare en topp nåddes i mars 2008 när den amerikanska investmentbanken Bear Stearns hamnade i akuta likviditetsproblem och ställde in sina betalningar, men det lugnade ner sig igen efter det att Fed hade medverkat till att banken togs över av JP Morgan.

I mitten av september 2008, när den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers ansökte om konkurs, övergick den finansiella oron i en akut finansiell kris. TED-spreadarna drevs upp till mycket höga nivåer. Många banker, institut och fonder hade stora exponeringar mot Lehman Brothers. Få hade väntat sig att en så betydande finansiell aktör skulle tillåtas att gå under. Oron blev stor för att fler aktörer skulle hamna i samma situation. De kvarvarande stora investmentbankerna försvann snabbt som självständiga investmentbanker.

Den finansiella krisen spreds också till andra länder och utvecklades till en global finansiell kris. Tillgången på krediter minskade på de finansiella marknaderna världen över och vissa marknader upphörde mer eller mindre att fungera. Ingen vågade längre låna ut pengar till någon annan på grund av rädsla för att motparten kunde gå i konkurs och de utlånade pengarna försvinna.

Det som utlöste den finansiella oron för nära två år sedan var problem på den amerikanska bostadsmarknaden. Efter flera år av snabbt stigande bostadspriser började priserna falla hösten 2006. Samtidigt började den amerikanska konjunkturen mattas av. Allt fler låntagare fick svårt att betala sina räntor och amorteringar. Det gällde framförallt låntagare till subprime-lån. Bostadslåneinstitutet hade ofta paketerat subprime-lån tillsammans med andra lån i så kallade strukturerade produkter som hade sålts till investerare främst i USA och Europa. När kreditförlusterna ökade var det svårt att bedöma vem som ägde de riskfyllda tillgångarna och hur stora dessa risker var.

Men de bakomliggande orsakerna till den pågående krisen är fler än subprime-lånen och de nya finansiella produkterna. En viktig orsak är de obalanser i det globala finansiella systemet som har byggts upp under lång tid. Sparandet har varit för litet i USA och för stort i Kina och de oljeproducerande länderna. USA har haft stora underskott i sin bytesbalans medan andra länder har haft stora överskott. Samtidigt har penningpolitiken varit mycket expansiv i USA med låga räntor. Andra länder som Kina har knutit sin valuta till dollarn, vilket medförde att penningpolitiken i världen som helhet blev starkt expansiv. Det underbyggde en stark tillväxt i världen under åren 2002-2006 och så småningom stigande priser på olja och andra råvaror.

■ Det finns också fler orsaker som har samverkat till den finansiella krisen. Ratinginstituten har satt för höga betyg på de nya finansiella produkterna i och med att de inte har tagit tillräcklig hänsyn till risken att dessa produkter inte skulle kunna omsättas på marknaden. Tillsynen över de finansiella marknaderna har inte tagit tillräcklig hänsyn till de problem som kan följa av en husprisbubbla. Regelverken på de finansiella marknaderna är procykliska, det vill säga de tenderar att förstärka konjunktursvängningarna. Belöningsstrukturerna bland de privata aktörerna har dessutom uppmuntrat till kortsiktighet och stort risktagande.

### **Massiva åtgärder har gjort att en finansiell härdsmläta har kunnat undvikas**

Massiva åtgärder från regeringar, centralbanker och andra myndigheter världen över har gjort att en finansiell härdsmläta har kunnat undvikas. Centralbankerna har bidragit med stora tillskott av likviditet, det vill säga lånat ut pengar till bankerna mot säkerhet. Flera centralbanker har också gett nödkrediter till enskilda institut. Fed, ECB och andra centralbanker har dessutom genom så kallade swapavtal lånat ut pengar till andra centralbanker för att mildra krisen i andra länder. Centralbankerna har också sänkt styrräntorna snabbt och kraftigt, ibland i samordnade aktioner, för att mildra finanskrisens återverkningar på produktion och sysselsättning. Regeringarna har erbjudit garantier och kapitalinjektioner för att minska risken för fler konkurser i banksektorn. Flera länder har också beslutat om stora finanspolitiska stimulanspaket.

De åtgärder som har vidtagits av centralbanker och regeringar världen över har bidragit till att minska trycket på interbankmarknaderna. Utan dessa åtgärder hade de finansiella marknaderna sannolikt helt upphört att fungera. Ett tecken på att krisen inte är lika akut längre är att TED-spreadarna har fallit tillbaka i såväl Sverige som i USA och euroområdet. Spreadarna är nu tillbaka på ungefär de nivåer som rådde strax innan krisen förvärrades hösten 2008. Men de finansiella marknaderna fungerar fortfarande betydligt sämre än normalt. Det är också fortfarande svårt för företag att finansiera sig på kapitalmarknaden.

Riksbanken har också genomfört en lång rad så kallade okonventionella åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten och mildra de negativa effekterna av finanskrisen. Under andra halvåret 2008 ökade Riksbanken sin utlåning till bankerna med över 450 miljarder kronor. Av detta belopp avsåg närmare 200 miljarder kronor utlåning i dollar. Den har vi till största delen finansierat genom ett swapavtal med Fed. Vår egen valutareserv var inte tillräckligt stor för att klara av en så omfattande utlåning i dollar. Genom den ökade utlåningen har Riksbankens balansräkning under andra halvåret 2008 växt från cirka 200 till cirka 700 miljarder kronor.

Vi har också ändrat våra säkerhetskrav så att bankerna får lämna fler typer av värdepapper som säkerheter och på så sätt lättare kan upprätthålla sina funktioner på marknaden. Vi har gett särskilt likviditetsstöd till Kaupthing och Carnegie för att värna den finansiella stabiliteten och säkerställa funktionssättet på de finansiella marknaderna. Vi har börjat låna ut mot säkerhet i företagscertifikat för att underlätta företagets finansiering. Vi har också slutit swapavtal med Island och Lettland för att stödja krishanteringen i dessa länder. Och vi har sänkt räntan.

■ Sedan det penningpolitiska mötet i februari har vi gått vidare med dessa okonventionella åtgärder. Vi har beslutat om utlåning på längre tider, med rörlig ränta och med mindre påslag och vi har slutit ett swapavtal med Estland.

Även Riksgälden och Finansinspektionen har agerat för att mildra finanskrisen. Och regeringen har höjt den statliga insättningsgarantin och utvidgat den till att täcka alla slag av insättningar på konton, infört ett garantiprogram, inrättat en garantifond och beslutat om möjligheter till kapitaltillskott till banker. Regeringen för samtidigt en mer expansiv finanspolitik än tidigare.

Jag tänkte nu gå över till att redogöra för den internationella utvecklingen.

### **Den internationella utvecklingen blir svag i år**

Världsekonomin befann sig i en avmattningsfas redan innan september 2008. Sedan dess har försämringen i världsekonomin gått fort. Alla de stora utvecklade ekonomierna är nu i recession. Under fjärde kvartalet i fjol föll BNP-tillväxten i USA och euroområdet med cirka 6 procent i uppräknad årstakt. I Japan var fallet ännu större, över 12 procent i uppräknad årstakt.

I spåren av den svaga utvecklingen har hushåll och företag blivit mycket pessimistiska om framtiden. Förtroendeindikatorer har befunnit sig i fritt fall och ligger nu i många länder på historiskt låga nivåer. Inköpschefsindex har exempelvis aldrig tidigare legat på så låga nivåer. Aktiekurser har i stort sett halverats sedan toppnivåerna under 2007. Den stora osäkerheten avspeglas också i kraftigt svängande börskurser.

För världen som helhet räknar vi nu med i stort sett nolltillväxt i år. Tillväxt- och utvecklingsländerna såg länge ut att klara sig relativt väl. Men de har nu också påverkats av krisen. I Kina mattades tillväxten av rejält under sista kvartalet i fjol. Även de oljeproducerande länderna i Mellanöstern och Ryssland har upplevt en kraftig inbromsning av konjunkturen. För några år sedan var BNP-tillväxten i tillväxt- och utvecklingsländerna i genomsnitt cirka 7 procent per år. Nu räknar IMF med att den i år bara uppnår drygt 3 procent.<sup>1</sup>

Hastigheten i den globala konjunkturedgången saknar motstycke i modern tid och har överraskat såväl Riksbanken som många andra prognosmakare. I början av september räknade vi med att tillväxten i världen under 2009 skulle uppgå till närmare 4 procent. I den penningpolitiska rapporten som publicerades i februari räknar vi alltså istället med nära nolltillväxt i år. Utvecklingen i världsekonomin väntas därmed bli den svagaste sedan början av 1980-talet.

Inflationen har minskat markant de senaste månaderna. Den steg snabbt under 2007 och fram till sommaren 2008 främst till följd av stigande priser på energi och råvaror. Sedan dess har oljepriset mer än halverats. Det har lett till ett snabbt omslag från hög till låg inflation. I juli var inflationen i OECD-länderna nära 5 procent. I januari hade den fallit till noll procent i USA och till cirka 1 procent i euroområdet. Under det närmaste halvåret kommer vi antagligen att få se mycket låg eller negativ inflation i vissa industriländer.

Inflationen rensad för energi och livsmedel har varit mer stabil under de senaste åren. I USA har kärninflationen fallit något, men bara från 2,5 procent under första halvan av 2008 till 1,7 procent i januari 2009. I euroområdet ligger kärninflationen på strax under 2 procent.

<sup>1</sup> IMF:s senaste prognosuppdatering från slutet av januari 2009, se <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/01>.

## ■ Vi räknar med att tillväxten kommer igång igen 2010

I den prognos vi redovisade i februarirapporten räknar vi med att tillväxten i såväl USA och Europa som världsekonomin sakta kommer igång igen 2010. Det är främst tre faktorer som talar för en uppgång:

- Den första är den kraft med vilken centralbanker och regeringar har agerat under krisen för att stabilisera finansmarknaderna. Det har gjort att man kan se vissa tecken på att de finansiella marknaderna så smått börjar fungera igen.
- Den andra är den expansiva penning- och finanspolitiken. Styrräntorna är mycket låga i alla de stora länderna och finanspolitiken har lagts om i expansiv riktning främst i USA, men också i Europa och många andra länder.
- Den tredje är att inflationen blir mycket låg, vilket stärker de reala inkomsterna.

### **Men det finns en betydande risk att även 2010 blir ett år med svag tillväxt.**

Men det finns en betydande risk att även 2010 blir ett år med svag tillväxt i världsekonomin. Det som talar för en sämre utveckling är främst att finanskrisen är så kraftig och global. Våra prognosmetoder räcker inte så långt i en så omfattande finansiell kris som den vi nu befinner oss i. Våra omfattande ekonometriska modeller har inte någon sofistikerad finansiell sektor inbyggd och förmår därför inte fånga mekanismerna i en finansiell kris. Våra mer partiella modeller och bedömningar har en viss prognosförmåga på upp till ett år, men osäkerheten är betydande även på ett års sikt. Det visar inte minst revideringarna av prognoserna för i år.

Därför får man ta fasta på erfarenheter av tidigare finansiella kriser. Harvardprofessorn Kenneth Rogoff, som också är en av rådgivarna till Riksbankens direktion, har tillsammans med sin professorskollega Carmen Reinhart studerat effekterna av olika finanskriser. De räknar den svenska bankkrisen under 1990-talet som en av de fem mest allvarliga finansiella kriserna, "the big five".<sup>2</sup> En av deras studier visar att de finansiella kriser som under de senaste decennierna har inträffat i industriländerna har åtföljts av längre perioder med svag tillväxt.<sup>3</sup> I genomsnitt för de 18 redovisade kriserna rör det sig om en period på tre år med låg tillväxt och för "the big five" i genomsnitt tre år med negativ tillväxt.

I sin senaste studie av finanskriser, som presenterades i januari, har Reinhart och Rogoff även valt att inkludera tillväxtländer.<sup>4</sup> De finner tre gemensamma drag vad gäller de finansiella krisernas efterspel:

- För det första faller huspriser och aktiepriser kraftigt och under en längre tid. För huspriser är det genomsnittliga fallet i reala termer 35 procent över en sexårsperiod, medan aktiemarknaden backar i genomsnitt med 55 procent över tre och ett halvt år.

<sup>2</sup> De övriga fyra är Spanien 1977, Norge 1987, Finland 1991 och Japan 1992.

<sup>3</sup> Carmen M. Reinhart, och Kenneth S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison". *American Economic Review* Vol. 98 No. 2: 339-344. (2008).

<sup>4</sup> Carmen M. Reinhart, och Kenneth S. Rogoff, "The Aftermath of Financial Crises." Uppsats förberedd för presentation vid American Economic Association i San Francisco, den 3 januari 2009.

- - För det andra är finanskriserna associerade med stora nedgångar i produktion och sysselsättning. I genomsnitt faller BNP per capita med 9 procent över två år och arbetslösheten stiger med i genomsnitt 7 procentenheter under fyra år.
  - För det tredje fördubblas nästan statsskulderna, men inte främst till följd av kostnaderna för att rekapitalisera det finansiella systemet. Huvudorsakerna är istället minskade skatteintäkter och kostnader för finanspolitiska stimulanser.

Erfarenheterna från tidigare finanskriser visar alltså att kriserna brukar åtföljas av en utdragen period med låg tillväxt och fallande sysselsättning, fallande tillgångspriser och kraftigt försämrade offentliga finanser. Denna gång är krisen global, medan de flesta tidigare kriser har varit av nationell eller regional karaktär. Det talar enligt min bedömning vid det senaste penningpolitiska mötet för att risken är stor att konjunkturedgången blir mer långvarig än vi räknar med och att även 2010 blir ett år med svag tillväxt i världsekonomin.

En viktig förutsättning för att tillväxten i världen ska komma igång igen är att situationen stabiliseras i världens största ekonomi, USA, och särskilt att den amerikanska bostadsmarknaden vänder uppåt igen. De reala huspriserna i USA har varit i stort sett stabila ända sedan 1950-talet fram till mitten av 1990-talet. De steg sedan med cirka 80 procent och faller nu tillbaka snabbt. Så länge de fortsätter att falla minskar hushållens förmögenhet och stiger bankernas förluster.

Jag övergår nu till del tre av mitt anförande, vilken handlar om den svenska ekonomin.

### **BNP-tillväxten i Sverige blir negativ i år**

Sverige är en liten öppen ekonomi. Vi drabbas därför när tillväxten i omvärlden faller. Det ger ett snabbt genomslag på den svenska exporten. Nedgången i varuexporten under fjärde kvartalet 2008 är den största som har uppmätts ett enskilt kvartal. Orderingången på exportmarknaden har också fallit kraftigt och tyder på fortsatt fall i exporten de kommande månaderna.

Industriföretagen är mycket dystra när det gäller utvecklingen framöver. Både Konjunkturinstitutets konfidensindikator för industrin och inköpschefsindex befinner sig på historiskt låga nivåer.

I Riksbankens företagsundersökning, som genomfördes under december och januari, uppger flera företag att man aldrig har varit med om ett sådant tvärstopp i ekonomin som under de sista månaderna 2008. Företagen säger också att de fått det allt svårare att finansiera sin verksamhet. Men i den officiella finansmarknadsstatistiken går det ännu inte att se någon tydlig kreditåtstramning. Utlåningen till företagen ökade i januari med 0,3 procent jämfört med föregående månad och med 10,6 procent jämfört med samma månad förra året.

Vi räknar i vår senaste prognos med att BNP minskar med 1,4 procent i år. Mot slutet av året väntas BNP börja stiga igen. Men liksom för den internationella konjunkturen finns det en betydande risk att även den svenska utvecklingen blir sämre än i vårt huvudscenario.

BNP-prognosen för i år har reviderats ned kraftigt sedan i höstas. I september 2008 prognostiserade Riksbanken en tillväxt i år på 0,9 procent. Det är mycket sällan som prognoserna ändras så kraftigt på så kort tid. Revideringen ligger långt

utanför det 95-procentiga konfidensintervall som erfarenhetsmässigt gäller för våra prognoser. Det är också skälet till att penningpolitiken har ändrats så radikalt sedan i höstas.

Konjunkturavmattningen påverkar nu också allt tydligare arbetsmarknaden. Sysselsättningen har börjat minska och arbetslösheten har börjat öka. Arbetsmarknadsindikatorer såsom varsel och antalet lediga platser pekar på en fortsatt snabb försvagning av arbetsmarknaden. I februarirapporten räknar vi med att sysselsättningen till slutet av 2010 kommer att minska med närmare 200 000 personer från toppnivån 2008 och att arbetslösheten under 2010 kommer att stiga till cirka 9 procent.

Den nuvarande konjunkturedgången beräknas i vår senaste prognos dock inte bli lika djup som 1990-talskrisen. Däremot räknar vi med att den blir djupare än den senaste lågkonjunkturen i samband med IT-kraschen år 2000. Det framgår av de olika mått på resursutnyttjandet som vi regelbundet tar fram.

Sedan det penningpolitiska mötet i februari har Statistiska centralbyrån publicerat nationalräkenskaper för fjärde kvartalet 2008. BNP föll med strax över 9 procent i uppräknad årstakt under fjärde kvartalet 2008. Det är den svagaste förändringstakt som uppmätts under den period för vilken det finns jämförbar statistik, det vill säga sedan 1980. I prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari räknade vi med att BNP skulle falla med knappt 4 procent i uppräknad årstakt under fjärde kvartalet.

### **Inflationen faller snabbt**

Under 2008 steg inflationen mätt med KPI fram till i september. Den toppade då på 4,4 procent. Därefter har inflationen fallit snabbt. I januari 2009 uppgick den till 1,3 procent. Det var någon tiondel mer än vi räknade med vid det senaste penningpolitiska mötet. En stor del av nedgången beror på att bostadsräntorna och energipriserna har fallit. Den underliggande inflationen mätt med KPIF, där förändringen i bostadsräntor räknas bort, uppgick till 2,1 procent i januari. Även denna underliggande inflation har fallit de senaste månaderna men inte lika mycket som KPI-inflationen. Exkluderar man dessutom energipriserna uppgick den underliggande inflationen till 2,4 procent i januari. Livsmedelspriserna ökade med cirka 5 procent i januari och drar fortfarande upp inflationstakten.

Vi ser framför oss att KPI-inflationen fortsätter att falla det närmaste halvåret och att den blir negativ under en stor del av året. Men det kraftiga fallet beror främst på att vi sänker reporäntan, vilket gör att bostadsräntorna faller. Dessutom kommer energipriserna att vara lägre än för ett år sedan, vilket också drar ner inflationen. I början av 2010 stiger ökningstakten i KPI snabbt igen och uppgår till över 3 procent i slutet av 2011. Jag ska återkomma till det lite senare.

Den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi beräknas ligga nära 2 procent under prognosperioden. Den hålls uppe i början av perioden av att enhetsarbetskostnaderna, det vill säga arbetskostnaden per producerad enhet, har ökat relativt snabbt under de senaste åren till följd av en svag produktivitetsutveckling. Nationalräkenskaperna för 2008 tyder på en svagare produktivitet och en större ökning av arbetskostnaderna per producerad enhet än vi räknade med vid det penningpolitiska mötet.

Dessutom har kronan försvagats kraftigt sedan i höstas, vilket väntas leda till högre importerad inflation. För en amerikansk dollar får man nu betala över 9 kronor och för en euro över 11 kronor. Jämfört med en korg av valutor som

■ tillhör våra viktigaste handelspartner, det som brukar kallas för TCW-index, har kronan tappat över 20 procent sedan i september. Kronan har fortsatt att försvagas sedan det penningpolitiska mötet.

Vad den svagare BNP-tillväxten fjärde kvartalet 2008, de ökade kostnaderna per producerad enhet, den svagare kronan och annan ny information sammantaget innebär för vår bedömning av svensk ekonomi kommer vi i direktionen att ta ställning till vid vårt nästa penningpolitiska möte den 20 april.

Jag övergår nu till den fjärde delen om den aktuella svenska penningpolitiken.

### **Riksbanken har sänkt räntan till 1 procent och kan behöva sänka den ännu mer**

Vid det senaste penningpolitiska mötet den 10 februari sänkte Riksbanken räntan till 1 procent. Vi var i direktionen eniga om detta beslut. Inflationen är i nuvarande läge inte en restriktion för att sänka räntan. Samtidigt är den reala utvecklingen så svag att den motiverar en ännu mer expansiv penningpolitik. Sammanlagt har räntan sänkts med 3,75 procentenheter sedan i höstas.

Samtidigt sänktes ränteprognoserna. För egen del tycker jag att det är rimligt med en räntebana som indikerar att vi kommer att ligga kvar med en låg ränta under en längre period. Räntan kan komma att behöva sänkas mer om den ekonomiska utvecklingen blir sämre än vad vi räknade med vid det penningpolitiska mötet. Men det är också viktigt att vara medveten om att räntorna inte kommer att vara så här låga på längre sikt.

I det här sammanhanget skulle jag vilja kommentera några aspekter som har med penningpolitiken att göra: målet för penningpolitiken, inflationsförväntningarna och den svaga kronan.

### ***Målet för penningpolitiken***

Målet för penningpolitiken är uttryckt som att inflationen mätt med KPI ska vara 2 procent. Men med det räntebeslut och den räntebana vi nu har som förutsättning för våra prognoser kommer inflationen mätt med KPI inte att vara nära 2 procent mot slutet av prognosperioden utan istället drygt 3 procent. Det kan ju tyckas vara ett brott mot den penningpolitiska strategi som vi har formulerat. I den skriver vi att penningpolitiken normalt inriktas på att inflationsmålet ska uppnås inom två år. Men situationen är för närvarande inte normal.

I nuvarande situation är det mer rimligt att sikta mot att inflationen mätt med KPIF ska ligga nära 2 procent mot slutet av prognosperioden. Och det gör den enligt våra prognoser. Inflationen mätt med KPI varierar kraftigt över tiden bland annat till följd av våra egna beslut om reporäntan. Det kraftiga fallet i inflationen i år beror främst på våra egna räntesänkningar och fallande energipriser. Inflationen mätt med KPIF är däremot mer stabil och ger en bättre bild av den underliggande trendmässiga inflationen. Inflationen mätt med KPIF har under perioden 1995-2008, då vi har haft ett inflationsmål, i genomsnitt varit nära 2 procent och sällan utanför toleransintervallet 1-3 procent. Målet för penningpolitiken är fortfarande att inflationen mätt med KPI ska vara 2 procent, men vi måste acceptera att den fluktuerar runt 2 procent på grund av ränteförändringar.



■ Vid det senaste penningpolitiska mötet tog min kollega Lars E.O. Svensson upp frågan om att tillfälligt ersätta inflationsmålet med ett prisnivåmål. Lars har tidigare i sin forskning om penningpolitik vid nollränta och erfarenheterna från Japans deflationsproblem under 1990-talet fört fram denna tanke. Om centralbanken har sänkt den nominella styrräntan till noll kan man hamna i en situation där realräntan är för hög för att kunna stimulera ekonomin. Centralbanken måste i det läget få upp inflationsförväntningarna och därigenom få ned realräntan. En sätt att skapa förväntningar om högre inflation och komma ur denna så kallade likviditetsfälla skulle enligt Lars kunna vara att införa ett tillfälligt prisnivåmål, till exempel i form av ett genomsnittligt inflationsmål där inflationen ska hålla sig kring målet under en femårsperiod. Centralbanken får då möjlighet att kompensera för låg inflation eller deflation med motsvarande högre inflation längre fram. Tanken är att om målet är trovärdigt kommer inflationsförväntningarna att stiga och realräntan att falla.

Min uppfattning är att vi inte ska ändra på inflationsmålet. Vi har investerat så mycket i trovärdigheten för det nuvarande inflationsmålet och det har fungerat mycket bra. Inflationen har i genomsnitt varit nära 2 procent under de 14 år vi har haft ett inflationsmål och på längre sikt är inflationsförväntningarna fast förankrade nära 2 procent. Lars föreslår inte heller att vi ska ändra på inflationsmålet. Han diskuterar istället en hypotetisk situation när styrräntan är noll och när inflationsförväntningarna inte längre är fast förankrade vid inflationsmålet utan betydligt lägre. Men även om vi skulle hamna i en sådan situation bör vi inte ändra på inflationsmålet. Det tar lång tid att bygga upp ett förtroende för ett inflationsmål och att tillfälligt byta inflationsmålet mot ett prisnivåmål skulle inte vara trovärdigt.

### ***Inflationsförväntningarna***

Frågan om inflationsförväntningarnas betydelse har fått ökad aktualitet i och med att diskussionen om deflation har tagit fart, särskilt i USA där styrräntan är nära noll. Fed publicerade i februari för första gången sina långsiktiga prognoser för tillväxt, arbetslöshet och inflation. Prognoserna visar att Fed siktar mot att hålla inflationen mellan 1,7 och 2,0 procent per år på längre sikt. Enligt centralbankens chef Ben Bernanke representerar denna inflationsprognos ett de facto inflationsmål. Den ökade klarheten i vad Fed siktar mot ska bidra till att stabilisera inflationsförväntningarna.

För penningpolitiken är det viktigt att inflationsförväntningarna på längre sikt är väl förankrade vid inflationsmålet. Tidigare när inflationen var högre än 2 procent var det viktigt att förväntningarna inte gled upp för mycket ovanför 2 procent. Nu när inflationen är lägre än 2 procent och prognoserna pekar mot att inflationen mätt med KPI blir negativ senare i år är det viktigt att förväntningarna inte glider ner för mycket under 2 procent och i synnerhet att det inte uppstår förväntningar om deflation.

Man ska i och för sig inte fästa för stor vikt vid mätningar av inflationsförväntningar. De har sina begränsningar. Men de är ändå intressanta som ytterligare en pusselbit i underlaget för penningpolitiken. Jag tycker att man kan dra följande slutsatser av Prosperas senaste undersökning i januari:

- För det första har inflationsförväntningarna på fem års sikt minskat från 2,6 procent i oktober till 2,3 procent i januari. Det är bra för de låg väl högt i oktober.

- - För det andra har inflationsförväntningarna på längre sikt inte drivits upp av att vi har sänkt räntan snabbt och kraftigt. De har som sagt istället minskat.
  - För det tredje finns det inga utbredda förväntningar om deflation på längre sikt. Inflationsförväntningarna på fem års sikt ligger nära 2 procent. Normala samband mellan faktisk inflation och förväntad inflation på fem års sikt tyder också på att inflationsförväntningarna kommer att ligga kvar nära 2 procent även om KPI i enlighet med vår prognos minskar under 2009.
  - För det fjärde har inflationsförväntningarna på två års sikt minskat från 2,8 procent i oktober till 1,5 procent i januari. Det är lite mer bekymmersamt. Det är en kraftigare minskning än vad normala samband mellan faktisk inflation och inflationsförväntningar på två års sikt indikerar. Att de ligger väl långt under 2 procent talar också för att räntan bör vara låg en längre period.

Å andra sidan är inflationsförväntningarna på ett års sikt inte så intressanta i detta perspektiv. De säger inte mycket om trovärdigheten i penningpolitiken eftersom inflationen på kort sikt kan avvika ganska mycket från 2 procent även om penningpolitiken är väl avvägd.

### *Den svaga kronan*

Den finansiella krisen har också gett upphov till stora rörelser på de internationella valutamarknaderna. Investerare har sökt sig till stora valutor som upplevs som mer likvida och säkrare. Kronan har i det läget upplevt den kraftigaste försvagningen sedan den rörliga växelkursen infördes i november 1992. Riksbanken har inget mål för kronan men vår bedömning är att försvagningen är tillfällig och i första hand förklaras av den finansiella krisen. Vi räknar med att kronan kommer att förstärkas igen när krisen ebbar ut, bland annat av det skälet att Sverige under en lång period uppvisat stabila överskott i utrikeshandeln.

Men det finns en risk att försvagningen blir mer varaktig. Det skulle i så fall leda till att exporten stärks och importen dämpas samtidigt som det ger en inflationsimpuls. I nuvarande läge kan det på kort sikt vara en fördel eftersom konjunkturen nu är svag och inflationen låg. Men på längre sikt är det ett problem med en valuta som fluktuerar kraftigt. Det ökar osäkerheten.

Vid det penningpolitiska mötet tog Lars E.O. Svensson även upp möjligheten att som en sista utväg, i ett hypotetiskt läge med nollränta och mycket låga inflationsförväntningar, införa ett tillfälligt växelkursmål för att få upp inflationsförväntningarna. Denna metod skulle gå ut på att först införa ett prisnivåmål och sedan depreciera valutan för att uppnå detta prisnivåmål. Det skulle enligt teorin få inflationsförväntningarna att stiga och inflationen att ta fart. Den reala räntan skulle därmed bli lägre, vilket skulle stimulera produktion och sysselsättning.

Min egen uppfattning är att Riksbanken inte ens tillfälligt bör hålla kronans växelkurs på en konstlat låg nivå. När räntan sänks så innebär det visserligen normalt att kronan försvagas. Men den nuvarande försvagningen av kronan inleddes redan i augusti i fjol innan reporäntesänkningarna genomfördes och försvagningen torde främst bero på finanskrisen. Det är främst tre skäl som talar emot tillfälliga interventioner för att hålla kronan på en låg nivå. Det första skälet

■ är att det inte finns någon anledning att göra det eftersom den underliggande inflationen och inflationsförväntningarna är nära 2 procent. Det andra skälet är att det nuvarande problemet är en global kris och alla länder inte kan depreciera sina valutor samtidigt för att stimulera produktionen och få upp inflationen. Det tredje skälet är att våra erfarenheter av att försöka lösa problem genom att depreciera valutan inte är goda.

Däremot kan det finnas anledning att gå vidare med den typ av okonventionella åtgärder som jag tidigare har pratat om och göra det i den takt som problemen motiverar.

## Avslutning

Låt mig nu sammanfatta min bild av det aktuella ekonomiska läget.

Den finansiella oron förvärrades i höstas och har sedan dess utvecklats till en global finansiell kris. Till följd av händelseutvecklingen på de finansiella marknaderna blir den internationella utvecklingen svag i år. Det finns också en betydande risk att konjunkturen förblir svag även nästa år. BNP-tillväxten i Sverige blir negativ i år och inflationen faller. Riksbanken har därför sänkt räntan till 1 procent och kan behöva sänka räntan ännu mer.

På Riksbanken börjar vi nu arbeta med att ta fram nya prognoser för de kommande åren. Den 20 april fattar jag och mina kollegor ett nytt penningpolitiskt beslut. Då får vi på nytt ta ställning till den ekonomiska utvecklingen och hur räntan bör sättas för att på lång sikt nå vårt inflationsmål på 2 procent.

Tack för uppmärksamheten!