

ANFÖRANDE

DATUM: 2012-06-08
TALARE: Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson
PLATS: SNS, 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

■ Olika syn på penningpolitiken*

Jag anser att penningpolitiken ska stabilisera inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Detta mandat för penningpolitiken följer enligt min mening av riksbankslagen och den regeringsproposition som innehöll förslaget till riksbankslagen.¹ Enligt riksbankslagen ska målet för penningpolitiken vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Enligt regeringspropositionen ska Riksbanken utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hög sysselsättning. Det innebär att mandatet är att upprätthålla prisstabilitet och uppnå högsta hållbara sysselsättning. I praktiken är det samma sak som att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Vid varje penningpolitiskt beslut gäller det då att välja den räntebana som med motsvarande prognos för inflation och arbetslöshet bäst stabiliserar dessa runt inflationsmålet respektive den långsiktigt hållbara nivån för arbetslösheten. Under de senaste åren har jag därför reserverat mig till förmån för en lägre räntebana eftersom en sådan skulle ha lett till bättre måluppfyllelse för inflation och arbetslöshet.

Flera invändningar mot min syn på penningpolitiken har framförts i den penningpolitiska diskussionen. Såvitt jag förstår innebär dessa invändningar att penningpolitiken bör ha fler mål än att stabilisera inflation och arbetslöshet eller andra realekonomiska mål än att stabilisera arbetslösheten. Målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning – från vilket stabilisering av inflation och arbetslöshet följer – kan enligt dessa invändningar åsidosättas under en tid för att man vill bromsa bolånetillväxten eller för att man vill hålla en högre ränta, eftersom låga räntor antas bygga upp obalanser. Men flera och otydliga mål riskerar att göra penningpolitiken godtycklig och spretig. Detta strider mot regeringspropositionen, enligt vilken en delegering av penningpolitiken till en självständig Riksbank kräver att målet för penningpolitiken är tydligt. Detta för att det inte ska finnas utrymme för en godtycklig penningpolitik

* Jag vill tacka Hans Dellmo, Karolina Ekholm, Gabriela Guibourg, Per Jansson, Stefan Laséen, Ulf Söderström, Staffan Viotti och Anders Vredin för värdefulla diskussioner och synpunkter. Pernilla Johansson har liksom Joanna Gerwin och Marianne Sterner vid Sveriges riksbank bidragit till detta tal. De synpunkter som framförs är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare.

¹ Lag 1988:1385 om Sveriges riksbank och proposition 1997/98:40.

och för att riksdagen ska kunna utvärdera penningpolitiken utifrån det mål som fastställts. Enligt min mening bör målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning kunna åsidosättas under begränsad tid bara om det finns tydliga tecken på problem med den finansiella stabiliteten, om det saknas medel för att hantera dessa problem utan att åsidosätta målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning samt om det kan göras troligt att en annan – till exempel högre – räntebana ger en bättre måluppfyllelse för inflation och arbetslöshet på längre sikt. Det sista villkoret är viktigt. Den regeringsproposition som innehöll förslaget till riksbankslagen säger nämligen att styrräntan enbart får användas för att avvärja en finansiell kris om en sådan hotar målet om ett fast penningvärde.

Enligt min mening finns det i nuläget inga tydliga tecken på problem med den finansiella stabiliteten, det saknas inte medel för att upprätthålla den finansiella stabiliteten och vid behov begränsa bolånetillväxten, och det finns heller inget teoretiskt eller empiriskt stöd för att en låg styrränta skulle leda till obalanser i Sverige. Om något, skulle i stället en lägre styrränta göra att bankerna får mindre anledning att finansiera sig kortfristigt i utländsk valuta och då skulle de risker som är förknippade med denna finansiering minska.

Om Riksbanken lyckas stabilisera inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå bör den genomsnittliga inflationen under en längre period hamna i linje med målet. Den genomsnittliga inflationen i Sverige har dock under de senaste 15 åren skjutit betydligt under målet på 2 procent. I andra länder som haft ett fast inflationsmål lika länge som Sverige har den genomsnittliga inflationen i stället hamnat på målet. Samtidigt har inflationsförväntningarna i Sverige förankrats vid målet. Detta leder enligt etablerad ekonomisk analys till en negativ relation mellan den genomsnittliga inflationen och den genomsnittliga arbetslösheten. Den långsiktiga så kallade Phillipskurvan är nämligen då inte längre vertikal utan lutande, vilket bekräftas av data. Att den svenska genomsnittliga inflationen legat under målet har alltså sannolikt gett upphov till en betydande realekonomisk kostnad i form av högre genomsnittlig arbetslöshet. Detta gör det viktigt att fortsättningsvis se till att den genomsnittliga inflationen under en längre period ligger på målet. Den för höga genomsnittliga arbetslösheten innebär också att den långsiktigt hållbara arbetslösheten i Sverige kan ha systematiskt överskattats.

Riksbankens mandat för penningpolitiken

Prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning

Jag anser alltså att Riksbankens mandat för penningpolitiken innebär att penningpolitiken ska stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Detta följer enligt min mening av riksbankslagen och den regeringsproposition som innehöll förslaget om den nuvarande riksbankslagen. I riksbankslagen anges ju att målet för penningpolitiken ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde. I regeringspropositionen står det dessutom att Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Den allmänna ekonomiska politik som Riksbanken ska stödja är i allra högsta grad en politik för full sysselsättning. Enligt 2012 års ekonomiska vårproposi-

tion är det viktigaste målet för den nuvarande regeringens ekonomiska politik just full sysselsättning.² Tidigare regeringar har också haft full sysselsättning som ett viktigt mål.

Hög sysselsättning är detsamma som *högsta hållbara* sysselsättning. I början av varje penningpolitisk rapport skriver Riksbanken därför att den strävar efter att stabilisera sysselsättningen runt en långsiktigt hållbar utvecklingsbana. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik.

Riksbankens mandat för penningpolitiken är således enligt detta resonemang prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning. I detta sammanhang kan det vara intressant att notera att Riksbanken i princip har samma mandat som Federal Reserve. Enligt Federal Reserve Act ska den amerikanska centralbanken "promote effectively the goals of maximum employment and stable prices". Även här betyder *maximum employment maximum sustainable employment*.

Ibland hävdas det att Riksbankens mandat är ett så kallat hierarkiskt mandat medan Federal Reserves mandat är ett så kallat dualt mandat. Med ett hierarkiskt mandat är inflationsmålet ett överordnat mål och högsta hållbara sysselsättning ett underordnat mål medan med ett dualt mandat är prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning likvärdiga mål. Som jag hävdar i Svensson (2004) är det i praktiken ingen skillnad mellan dessa målformuleringar. Det gäller nämligen att skilja på genomsnitt och variabilitet, det som i statistiken kallas första- och andramoment. När det gäller genomsnittlig inflation och genomsnittlig sysselsättning är målformuleringen hierarkisk. Centralbanken bestämmer nämligen bara ett mål, vilket är inflationsmålet. Vad som är högsta hållbara sysselsättning bestäms inte av centralbanken, det bestäms av ekonomins struktur och funktionssätt och kan ändras över tiden. Den kan bara skattas, inte bestämmas, av centralbanken. Att inte åsidosätta prisstabilitetsmålet innebär då att se till att den genomsnittliga inflationen under en längre period är nära målet. När det gäller variabiliteten för inflationen och sysselsättningen är målformuleringen dual. Där gäller det att stabilisera båda i lämplig avvägning. Detta gäller för såväl Riksbanken som Federal Reserve.

Att stabilisera sysselsättningen runt en långsiktigt hållbar utvecklingsbana är i praktiken samma sak som att stabilisera arbetslösheten runt en skattad långsiktigt hållbar nivå.³ Man kan därför se stabilisering av arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå som ett operativt mål för att stabilisera sysselsättningen runt en långsiktigt hållbar utvecklingsbana.

Enligt regeringspropositionen ska Riksbanken stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå inte bara hög sysselsättning utan även hållbar tillväxt. Tanken är dock knappast att hållbar tillväxt skulle stå i motsättning till hög sysselsättning. I början av varje penningpolitisk rapport skriver Riksbanken också att den strävar efter att stabilisera inte bara sysselsättningen utan även produktionen runt en långsiktigt hållbar utvecklingsbana. Inte heller där är tanken att det skulle vara någon motsättning mellan att stabilisera produktionen och att stabilisera sysselsättningen runt en långsiktigt hållbar bana. Men för att skatta en hållbar bana för produktionen krävs i praktiken inte bara en skattning av en hållbar bana för sysselsättningen utan också att man gör

² Prop. 2011/12:100 sid. 29.

³ Sysselsättningsgapet är lika med arbetskraftsgapet minus arbetslöshetsgapet, där "gapet" avser skillnaden mellan faktisk och långsiktigt hållbar nivå. Om arbetskraftsgapet inte är så litet att det kan försummas ska man för att stabilisera sysselsättningsgapet, noga räknat, stabilisera arbetslösheten runt den hållbara arbetslöshetsnivån minskad med arbetskraftsgapet.

■ antaganden om och skattningar av hållbar medelarbetstid, hållbar så kallad total faktorproduktivitet och en hållbar utvecklingsbana för kapitalstocken. Dessa antaganden och skattningar introducerar så stora felkällor och ett så stort godtycke i en hållbar utvecklingsbana för produktionen att denna i praktiken inte ger någon vägledning för penningpolitiken. Det är bättre att hålla sig till att stabilisera arbetslösheten runt en skattad långsiktigt hållbar nivå. Att skatta den långsiktigt hållbara arbetslösheten är inte lätt, men det är mycket lättare än att skatta en hållbar bana för produktionen. Skattningar av den långsiktigt hållbara arbetslösheten kan också granskas och utvärderas, medan skattningar av en hållbar bana för produktionen i praktiken blir mer eller mindre omöjliga att verifiera.

När det gäller att precisera prisstabiliteten, vilket inflationsmått bör användas? Det finns en allmänt vedertagen princip att det på några års sikt är KPIF-inflationen som är relevant som operativt mått på inflationen. Skälet är att KPI-inflationen på kort sikt påverkas direkt av Riksbankens egna ränteändringar och att penningpolitiken inte bör reagera på dessa tillfälliga effekter. KPIF-inflationen tar bort dessa effekter. På längre sikt tar effekterna dock i stort sett ut varandra och då är det KPI-inflationen som är relevant.⁴

Syftet med att använda KPIF-inflationen som operativt mått är alltså att bäst stabilisera KPI-inflationen på längre sikt. På längre sikt bör därför penningpolitiken utvärderas med hänsyn till hur väl den stabiliserar KPI-inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå.

En mer expansiv penningpolitik ger bättre måluppfyllelse

Mitt synsätt innebär att det vid varje penningpolitiskt möte gäller att välja den räntebana som med motsvarande prognos för inflation och arbetslöshet bäst stabiliserar inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Det ska inte vara så att en lägre eller en högre räntebana leder till bättre måluppfyllelse för både inflation och arbetslöshet. Det ska med andra ord inte vara så att inflationen och inflationsprognosen ligger under målet samtidigt som arbetslösheten och arbetslöshetsprognosen ligger över en långsiktigt hållbar nivå. Med en omformulering av norske vice centralbankschefen Jan Qvigstads (2005) kriterium för en bra räntebana kan detta uttryckas på följande sätt: För att penningpolitiken ska vara väl avvägd bör inflationsgapet (alltså gapet mellan inflationen och målet) och arbetslöshetsgapet (alltså gapet mellan arbetslösheten och den långsiktigt hållbara arbetslösheten) ha samma tecken.

Mitt synsätt innebär också att det är måluppfyllelsen för inflation och arbetslöshet under hela prognosperioden som räknas, inte bara måluppfyllelsen vid prognosperiodens slut. För en arbetslös är det stor skillnad mellan att få ett jobb inom ett eller två år i stället för efter tre år.

Dessa saker kan man bedöma med hjälp av de så kallade fyrfältsdiagram som jag brukar hänvisa till på de penningpolitiska mötena och som finns med i de penningpolitiska protokollen. Dessa diagram är centrala i penningpolitiken eftersom de gör det möjligt att jämföra olika räntebanor och vilken måluppfyllelse för inflation och arbetslöshet de resulterar i. Diagrammen är enligt min

⁴ Detta är helt i linje med en av rekommendationerna i Goodhart och Rochets (2011) utvärdering, en rekommendation som Riksbanken i sitt remissvar instämde i.

mening mycket användbara när man ska välja räntebana, när man ska motivera valet av räntebanan och när penningpolitiken ska utvärderas.

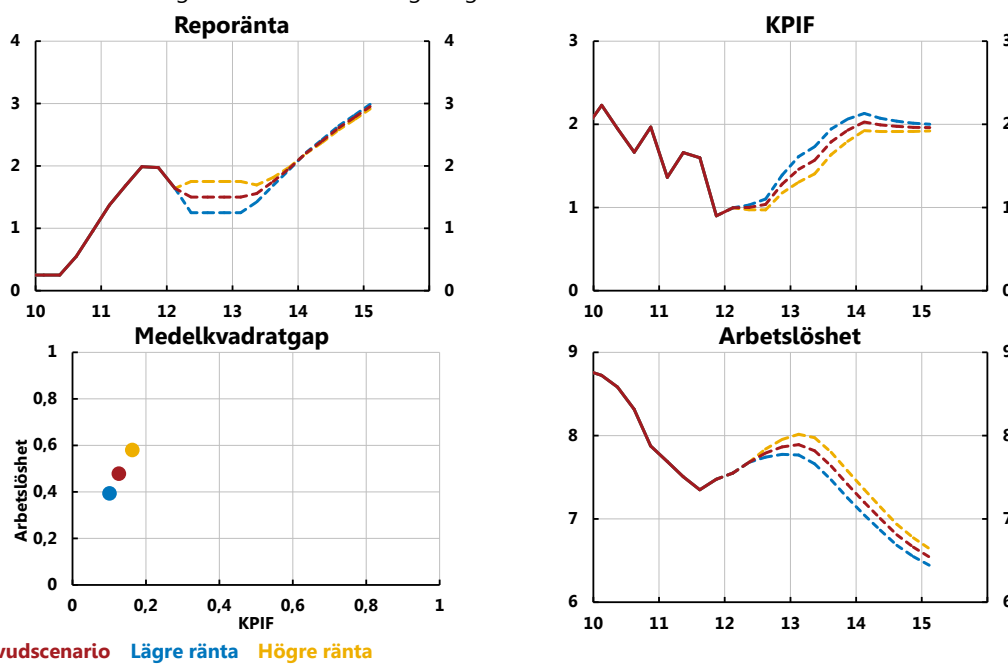
I diagram 1 sammanfattar jag några valmöjligheter vid det penningpolitiska mötet i april. Fyrfältsdiagrammet bygger på bedömningen av nuläget och de ekonomiska utvecklingstendenserna som presenterades i den penningpolitiska uppföljningen i april (Sveriges riksbank 2012c). Diagrammet visar tydligt att en lägre räntebana ger bättre måluppfyllelse, med inflationen närmare målet och arbetslösheten närmare en långsiktigt hållbar nivå.⁵

Vid det penningpolitiska mötet i april ansåg jag att prognosen för utländska styrräntor som presenterades i uppföljningen var för hög och att en betydligt lägre prognos i linje med de implicita terminsräntorna var mer realistisk. Jag ansåg också att prognosen för eurozonens tillväxt var för optimistisk. Som jag visade i ytterligare ett diagram vid mötet behövs då en ännu lägre räntebana för att bäst stabilisera inflationen och arbetslösheten (Sveriges riksbank 2012c).

Mot bakgrund av detta reserverade jag mig till förmån för en betydligt lägre räntebana än den som majoriteten föredrog. Vid nästa penningpolitiska möte i juli blir det fråga om en ny bedömning, med nya fyrfältsdiagram.

Diagram 1. Penningpolitiska alternativ, april 2012

Utländska räntor enligt huvudscenariot. Långsiktigt hållbar arbetslöshet 6,5 %



Källor: SCB och Riksbanken

⁵ Så kallade medelkvadratgap redovisas också i fyrfältsdiagrammet, men i detta fall behövs de inte för att avgöra vilken av de alternativa räntebanorna som leder till bäst måluppfyllelse.

■ **Invändningar mot att penningpolitiken ska fokusera på inflation och arbetslöshet**

Riksbankslagen, den tillhörande regeringspropositionen och ekonomisk analys ger alltså enligt min mening ett starkt stöd för att penningpolitiken ska fokusera på att stabilisera inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Samtidigt synes det vara klart att majoriteten i direktionen fört en penningpolitik som syftat till något annat än detta. Som jag diskuterar utförligt i Svensson (2011) började direktionens majoritet höja styrräntan i juli 2010 trots att prognosen för KPIF-inflationen låg under målet och prognosen för arbetslösheten låg över varje rimlig långsiktigt hållbar nivå. Under de senaste åren hade en lägre räntebana än den majoriteten valt lett till bättre målluppfyllelse för inflation och arbetslöshet, givet de prognoser som då gjordes vid varje penningpolitiskt möte. Hade det i stället förts en mer expansiv penningpolitik, i linje med vad min kollega Karolina Ekholm och jag har förespråkat, hade inflationen i dag varit högre och närmare målet och arbetslösheten varit lägre och närmare en långsiktigt hållbar nivå.

Vilka är då de viktigaste invändningar mot att penningpolitiken ska stabilisera inflationen och arbetslösheten som framförts i den penningpolitiska diskussionen i Riksbanken och som således kan motivera att en annan politik förts?

En övergripande invändning tycks vara att penningpolitiken bör ha fler mål än att stabilisera inflationen och arbetslösheten, eller andra realekonomiska mål än att stabilisera arbetslösheten. Mål som således kan motivera ett åsidosättande av målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning.

I linje med detta har det hävdats att det blir för snävt att enbart fokusera på arbetslösheten, det vill säga att det finns andra eller fler storheter än arbetslöshet och sysselsättning som ska vara realekonomiska målvariabler. Det har hävdats att det är resursutnyttjandet mer allmänt som ska stabiliseras och att det behövs en bred ansats med flera olika mått för bedömningen av resursutnyttjandet. Det innebär att resursutnyttjandet i mer allmän och abstrakt mening ska vara målvariabeln, inte arbetslösheten. Att använda flera olika mått på resursutnyttjandet lyfts fram som önskvärt eftersom enskilda skattningar är osäkra och ett enskilt mått inte fångar resursutnyttjandets olika dimensioner.

Det har även förts fram att det inte är självklart vilket mått på inflationen som bör användas, det vill säga att något annat index än KPIF, till exempel KPI, kan vara lämpligt som operativ målvariabel inom prognosperioden.

En annan invändning är att penningpolitiken också ska inriktas på att upprätthålla den finansiella stabiliteten, som då rimligtvis blir ett separat mål för penningpolitiken. Målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning skulle då kunna åsidosättas under en viss tid i syfte att till exempel undvika att ohållbara finansiella obalanser byggs upp.

En mer precis invändning är att penningpolitiken bör motverka en ohållbar utveckling av hushållens skuldsättning. Då blir en hållbar utveckling av hushållens skuldsättning ett separat mål för penningpolitiken som kan motivera att målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning kan åsidosättas.

En mer konkret variant av dessa invändningar utgår från att det finns ett samband mellan låg styrränta och uppbyggnaden av ohållbara finansiella obalanser. En normal nivå på styrräntan blir då ett separat mål för penningpolitiken

och kan motivera att målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning åsidosätts.⁶

En typ av invändningar handlar således om att det, vad gäller prisstabiliteten, inte är så enkelt som att bara fokusera på KPIF inom prognosperioden och KPI på längre sikt. Det är nämligen inte klart vilken målvariabel för inflationen man ska använda. Vad gäller den realekonomiska stabiliteten är det inte så enkelt som att bara fokusera på sysselsättning och arbetslöshet. Det är nämligen inte klart vilken realekonomisk målvariabel man ska använda.

Den andra typen av invändningar innebär i förlängningen att hållbar bolånetillväxt och finansiell stabilitet bör vara separata mål för penningpolitiken. Man kan då åsidosätta målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning för att försöka bromsa bolånetillväxt och främja finansiell stabilitet och för att hålla en högre ränta, eftersom låga räntor antas bygga upp ohållbara finansiella obalanser.

Med tydligt mål blir penningpolitiken mindre godtycklig och lättare att utvärdera

Mot dessa invändningar vill jag anföra att flera och otydliga mål för penningpolitiken riskerar att göra den godtycklig och svår att utvärdera, något som man i arbetet med att utforma riksbankslagen avsåg att motverka. En delegering av penningpolitiken till en självständig Riksbank kräver nämligen att målet för penningpolitiken är tydligt.⁷

Jag anser därför att det är viktigt att penningpolitiken bedrivs på ett klart och begripligt sätt så att det blir möjligt att utvärdera den på ett enkelt och rättvisande sätt. I dagsläget gör Riksbanken en kvalitativ bedömning av resursutnyttjandet baserad på ett antal olika mått. Detta bidrar till att grunderna för de penningpolitiska besluten blir oklara och försvårar utvärdering och utkrävande av ansvar.

Jag vill således i stället fokusera på att stabilisera arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå och inte på att försöka stabilisera ett antal andra, tämligen skakiga mått på resursutnyttjandet i ekonomin, som till exempel produktionsgapet. Jämfört med andra mått på resursutnyttjandet har arbetslösheten större samband med hushållens välfärd, är bättre förstådd och känd bland allmänheten, mäts ofta och med mindre mätfel samt revideras sällan. Att andra mått på resursutnyttjandet inte är lämpliga som mål för penningpolitiken hindrar förstås inte att de kan ha en viktig roll som indikatorer för att bedöma inflationstrycket och göra inflationsprognosen.

Jag ser inte heller att det finns något stöd för en kvalitativ bedömning av resursutnyttjandet i stället för en kvantitativt mätbar måluppfyllelse. I ekonomisk politik är det numera välkänt att mål måste mätas kvantitativt för att få tillräck-

⁶ Se diskussionen av "normaliseringsargumentet" i de penningpolitiska protokollen och Svensson (2011).

⁷ "Enligt regeringens uppfattning bör en delegering av penningpolitiken till en självständig Riksbank inte ske utan att målet för verksamheten är tydligt. En självständig Riksbank måste därför ges ett demokratiskt förankrat mål för verksamheten. Om inget mål formuleras, skulle det ge utrymme för en godtycklig utformning av penningpolitiken.

...

Ett ytterligare motiv [för ett tydligt mål] är att en långtgående delegering av penningpolitiken bör kombineras med uppföljning och kontroll. Riksdagen som Riksbankens huvudman måste därför ha möjlighet att utvärdera verksamheten utifrån ett mål som fastställts för verksamheten." (prop. 1997/98:40 sid. 52)

lig vikt och bli uppfyllda i praktiken. "What is measured gets done", som det brukar sägas. Därför finns det inflationsmål och inom finanspolitiken en strävan mot att ha mätbara överskottsmål för de offentliga finanserna. Det är således viktigt med en mätbar kvantitativ målnöjdhetsfyllelse inte bara för inflationen utan även för resursutnyttjandet, och då i form av arbetslösheten.

Penningpolitiken bör inte fokusera på finansiell stabilitet eftersom det finns bättre instrument

När det gäller uppfattningen att penningpolitiken också ska inriktas på att begränsa bolånetillväxten, och mer allmänt på att upprätthålla den finansiella stabiliteten, vill jag anföra följande: Styrräntan är ett trubbigt, indirekt och olämpligt medel för att påverka den finansiella stabiliteten i Sverige och den har en direkt påverkan på inflation och arbetslöshet. Som jag sa inledningsvis ska målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning inte kunna åsidosättas med hänsyn till den finansiella stabiliteten annat än under extrema omständigheter och då bara under en begränsad tid. Det ska endast handla om sådana situationer då det finns tydliga indikationer på hot mot den finansiella stabiliteten och då det saknas medel för att hantera dessa hot utan att åsidosätta målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning. Samtidigt ska det finnas tilltro till att ett sådant temporärt åsidosättande på längre sikt ger bättre utveckling för inflation och arbetslöshet. Det sista villkoret är viktigt. Enligt regeringspropositionen ska de penningpolitiska instrumenten bara användas för att upprätthålla ett fast penningvärde och de får enbart användas för att avvärja en finansiell kris om en sådan hotar målet om ett fast penningvärde.⁸

Under nuvarande förhållanden i Sverige ser jag alltså inga tydliga tecken på problem med den finansiella stabiliteten, det saknas inte medel att hantera den finansiella stabiliteten och det finns ingen anledning att tro att högre styrräntor skulle ge bättre utfall för inflation och arbetslöshet på längre sikt. Låt mig utveckla detta närmare.

Finansiell stabilitet kan definieras som en situation där det finansiella systemet kan fullgöra sina viktigaste funktioner – att omvandla sparande till finansiering, att möjliggöra riskhantering och att förmedla betalningar – och har tillräckligt stor motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner. Man kan under normala omständigheter värna den finansiella stabiliteten med hjälp av tillsyn och reglering samt genom att publicera analyser och ledande indikatorer som i ett tidigt skede kan varna för hot mot stabiliteten. När det gäller den finansiella stabiliteten bör penningpolitiken därför utgöra den sista försvarslinjen, inte den första. I Sverige ger skärpta kapitalkrav för bankerna och miniminivåer för likviditeten mätt med Liquidity Coverage Ratio (LCR) och andelen stabil finansiering mätt med Net Stable Funding Ratio (NSFR), i enlighet med Basel III-

⁸ "Riksbanken skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Detta är en grundläggande uppgift för Riksbanken och är inget egentligt mål för verksamheten. Motsvarande uppgift gäller för ECB. Det skulle kunna hävdas att denna uppgift kan komma i konflikt med Riksbankens mål om ett fast penningvärde eftersom Riksbanken i vissa situationer skulle kunna använda styrräntan för att undvika en kris i banksystemet. *De penningpolitiska instrumenten skall dock, enligt regeringens förslag, endast användas för att upprätthålla ett fast penningvärde.* Riksbanken förfogar dock över andra instrument för att hantera sådana situationer, exempelvis möjlighet att bevilja nödkrediter (lender of last resort). *Det kan emellertid uppkomma situationer där en kris i betalningssystemet hotar att riskera målet om ett fast penningvärde. I sådana situationer bör naturligtvis de penningpolitiska instrumenten kunna användas för att avvärja en kris.*" (prop. 1997/98:40 sid. 54, kursivering tillagd)

■ överenskommelsen och Riksbankens rekommendationer i den senaste stabilitetsrapporten (Sveriges riksbank 2012a), bättre medel att hantera den finansiella stabiliteten än styrräntan.

I den penningpolitiska diskussionen förs det ibland fram en åsikt om att penningpolitiken bör ta hänsyn till riskerna för obalanser till följd av låg realränta under en längre tid. Det talas mycket om att en låg styrränta medför risker för en snabb kredittillväxt som leder till en hög belåningsgrad och ökade risker inom finanssektorn. Jag menar dock att det inte finns något teoretiskt eller empiriskt stöd för att en låg styrränta i sig skulle orsaka till exempel för hög belåningsgrad, så kallad leverage, i det svenska finansiella systemet. Detta eftersom det svenska systemet domineras av några få storbanker och inte har någon svårreglerad stor finansiell sektor med finansiella institut och mellanhänder utanför affärsbankerna (det som brukar kallas "a shadow-banking system of financial intermediaries and broker-dealers").

Erfarenheter från olika kriser tyder på att det inte är låga styrräntor i sig som leder till obalanser och hot mot den finansiella stabiliteten. Det är om låga styrräntor leder till en överhettad ekonomi som det uppstår problem, som i Sverige fram till krisen i början på 1990-talet och nyligen i Grekland, Portugal, Irland och Spanien. Det är den överhettade ekonomin som medför överdriven optimism med till exempel fastighetspriser uppdrivna över fundamentalt motiverade nivåer, överdriven byggverksamhet och riskfyllda investeringar. Inte de låga räntorna i sig. Låga räntor som inte leder till en överhettad, utan till en balanserad, utveckling av realekonomin och inflationen synes inte i sig medföra obalanser. Det finns alltså knappast stöd för att anta att låga räntor i sig skulle orsaka problem med den finansiella stabiliteten eller att höga räntor i sig skulle förbättra den finansiella stabiliteten.⁹

I Sverige är det i nuläget snarare så att högre styrräntor kan försämra den finansiella stabiliteten. Svenska banker väljer i nuläget att finansiera sig med kortfristig upplåning i utländsk valuta, vilket är billigare än upplåning i Sverige eftersom svenska räntor är högre än utländska räntor. Men det innebär vissa risker eftersom utländska investerare är flyktiga (Sveriges riksbank 2012a). När den svenska styrräntan höjs i förhållande till utländska räntor blir det än mer attraktivt för bankerna med upplåning i utländsk valuta. Detta är alltså ett exempel på en situation där en höjning av styrräntan om något ökar riskerna för den finansiella stabiliteten.¹⁰

Att påverka bostadspriserna med styrräntan är kostsamt

I den penningpolitiska diskussionen förekommer det också många referenser till utvecklingen av bostadspriserna. Penningpolitiken har dock av allt att döma små effekter på bostadspriserna. Om man ändå använder styrräntan för att påverka bostadspriserna (och därmed bolånetillväxten) leder detta till stora real-

⁹ Skulle USA vara ett undantag? Knappast. Där utvecklades en stor och mycket bräcklig finansiell sektor utan motståndskraft till följd av bristande reglering, överdriven tilltro till riskhantering, extremt överdriven leverage, gigantiska dolda skulder utanför balansräkningen och stora informationsproblem vid omfattande spridning av osäkra tillgångar. En måttlig störning i form av kreditförluster på grund av ohållbara subprimelån med bristande kreditvärdering ledde då till en stor finansiell kris. Det var inte låga räntor som var orsaken till denna brist på motståndskraft och dessa ohållbara subprimelån och det är svårt att se att högre räntor skulle ha hindrat krisen.

¹⁰ Risker med utlandsupplåningen kan dock i betydande omfattning hanteras med miniminivåer för Liquidity Coverage Ratio och Net Stable Funding Ratio i varje valuta för sig, i enlighet med rekommendationerna i Riksbankens senaste stabilitetsrapport (2012a).

ekonomiska kostnader. En studie av Claussen, Jonsson och Lagerwall (2011), som ingår i Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, visar till exempel att det hade blivit mycket kostsamt i termer av både produktion och inflation att med penningpolitiken hindra uppgången i bostadspriserna från 2004. Att hålla bostadspriserna på en långsiktig trend 2004–2010 skulle ha krävt räntehöjningar under flera år med upp till 5 procentenheter under både 2006 och 2007. Då skulle BNP-tillväxten i genomsnitt ha blivit nästan 2 procentenheter lägre fram till 2010, vilket motsvarar en ackumulerad BNP-förlust på cirka 12 procent. KPIF-inflationen skulle i genomsnitt ha blivit 3 procentenheter lägre under samma period. Studien bekräftar för Sverige vad flera andra internationella studier kommit fram till, till exempel Assenmacher-Wesche och Gerlach (2010).

Som ett argument för att försöka bromsa en ökning av bostadspriserna genom att höja styrräntan har man framfört att ett framtida fall i bostadspriserna skulle få negativa effekter på framtida inflation och realekonomi. Claussen, Jonsson och Lagerwall visar dock att de makroekonomiska effekterna av ett fall i bostadspriserna på 20 procent blir tämligen små och går att motverka med en mer expansiv penningpolitik. Detta framgår i mer detalj av protokollet från det penningpolitiska mötet i juni 2010, där jag visade simuleringar av hur en expansiv penningpolitik kan stabilisera KPIF-inflationen och BNP-tillväxten efter ett sådant prisfall (Sveriges riksbank 2010).

Enligt Finansinspektionens rapport om bolånemarknaden (Finansinspektionen 2012) medför de svenska bolånen i nuläget inget hot mot den finansiella stabiliteten. Bolånetagarnas betalningsförmåga är god och klarar svåra stresstester, kreditprövningen är noggrann, belåningsgraden för nya bolån minskar och bolånetaket har av allt att döma haft effekt. Om bolånetillväxten eller belåningsgraden i framtiden skulle utvecklas på ett problematiskt sätt kan bolånetaket sänkas. Det är ett bättre sätt att påverka bolånetillväxten och belåningsgraden än att använda styrräntan.

Sammantaget anser jag alltså att det inte finns skäl att åsidosätta målet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning för att bedriva någon slags "leaning against the wind"-politik med en stram penningpolitik, i tron att man då förbättrar den finansiella stabiliteten till exempel genom att begränsa bolånetillväxten. Jag kan inte se att det finns något teoretiskt eller empiriskt stöd för att en högre styrränta under nuvarande förhållanden på något signifikant sätt skulle förbättra den finansiella stabiliteten i Sverige. För att åstadkomma detta finns det i dag bättre verktyg inom makrotillsynen, såsom kapitalkrav, bolånetak samt miniminivåer för LCR och NSFR. Dessa instrument har större och mer riktad effekt på den finansiella stabiliteten och bolånetillväxten. I och med Riksbankens arbete med stabilitetsrapporterna och Finansinspektionens arbete med rapporten om bolånemarknaden finns det också mycket god information om eventuella risker.

Jag tycker alltså att man i Sverige ska göra som man nu tycks göra i Storbritannien och bedriva penningpolitik och politik för finansiell stabilitet separat, med separata beslutsfattande kommittéer, separata mål och separata instrument men, särskilt eftersom några ledamöter deltar i båda kommittéerna, med full information om vilken politik som bedrivs på varje område. Detta är också naturligt eftersom utvecklingen inom finansiell stabilitet har en längre cykel och därmed motiverar att beslut fattas mer sällan än inom penningpolitiken. Det välfungerande förhållandet mellan separat bedriven penningpolitik och finanspolitik i Sverige kan enligt min mening tjäna som

■ mönster för hur förhållandet mellan penningpolitik och politik för finansiell stabilitet bör vara.

Om man blandar ihop penningpolitik och finansiell stabilitet blir det också mer eller mindre omöjligt att utvärdera penningpolitiken. Då kan en för stram penningpolitik skyllas på en strävan att upprätthålla finansiell stabilitet.

Inflation och arbetslöshet på längre sikt

Den genomsnittliga inflationen har understigit målet

Om Riksbanken lyckas stabilisera inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå bör den genomsnittliga inflationen hamna i linje med målet under en längre period. "Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet" kan ses just som att se till att den genomsnittliga inflationen under en längre period ligger nära målet på 2 procent. Men under perioden 1997–2011 har den genomsnittliga KPI-inflationen i Sverige legat på 1,4 procent mätt med realtidsdata.¹¹

Man kan förstås inte förvänta sig att den genomsnittliga inflationen de senaste 15 åren ska ligga exakt på målet. För att få en uppfattning om vad som är möjligt kan man dock jämföra med andra länder som haft ett fast inflationsmål lika länge som Sverige, det vill säga från första halvan av 1990-talet. Liksom för Sverige är det också rimligt att undanta de allra första åren av den nya inflationsmålsregimen. Kanada har sedan 1991 ett inflationsmål som från slutet av 1995 är 2 procent och dess genomsnittliga inflation under 1996–2011 uppgår till 2,0 procent. Storbritannien har haft ett inflationsmål från slutet av 1992 som dock modifierades 2003/2004. Fram till och med 2003 var det brittiska inflationsmålet 2,5 procent mätt med prisindexet RPIX, och den genomsnittliga inflationen 1996–2003 blev 2,5 procent. Från och med 2004 har Storbritannien ett inflationsmål på 2 procent mätt med KPI, som dock inte kan betraktas som något nivåskift av betydelse eftersom inflationen mätt med KPI i genomsnitt är 0,75 procentenheter lägre än mätt med RPIX.¹² Den genomsnittliga inflationen för perioden 2004–2007 blev 2,0 procent, medan genomsnittet för krisåren 2008–2011 är högre och ligger på 3,4 procent. Med den höga arbetslöshet som krisen medfört för Storbritannien innebär dock en väl avvägd penningpolitik att inflationen ska skjuta över målet. Australien har sedan 1993 ett inflationsmål på mellan 2 och 3 procent över en konjunkturcykel mätt med KPI, och dess genomsnittliga inflation för perioden 1996–2011 uppgår till 2,7 procent.¹³

Hur har det gått för de stora ekonomierna eurozonen och USA? Eurozonen har haft ett mål för inflationen, dock under en kortare tid än de nämnda länderna. Målet är att inflationen ska vara under men nära 2 procent. Den genomsnittliga inflationen i eurozonen för perioden 2000–2011 uppgick till 2,1 procent. USA har däremot inte haft något explicit inflationsmål förrän Federal Reserve i

¹¹ För realtidsdata används före 2005 en äldre metod att beräkna årlig inflationstakt med oförändrad konsumtionskorg. Med nuvarande metod att beräkna inflationstakten som procentuell förändring av KPI blir den genomsnittliga inflationen 1,3 procent under 1997–2011, men realtidsdata är mer relevanta vid utvärdering av penningpolitiken. Se Sveriges riksbank (2004).

¹² Under perioden 1992–1996 uttrycktes det brittiska målet som 2,5 procent eller lägre i termer av RPIX. RPIX avser "Retail Price Index". I Storbritannien motsvarar KPI prisindexet HIKP. Sedan 1993 har genomsnittet av HIKP-inflationen blivit 0,75 procentenheter lägre än RPIX-inflationen.

¹³ Nya Zeeland har haft ett inflationsmål sedan 1990 men målet har justerats uppåt två gånger och Nya Zeeland har således inte haft ett fast inflationsmål.

januari 2012 annonserade ett mål på 2 procent för PCE-inflationen.¹⁴ En vanlig uppfattning är dock att Federal Reserve även tidigare siktat på en underliggande inflation på 2 procent eller något lägre. Genomsnittet för underliggande KPI-inflation i USA under perioden 2000–2011 är 2,0 procent, och för underliggande PCE-inflation 1,9 procent.

Sverige skiljer sig från dessa exempel genom att den svenska inflationen både fallit under och avvikit mer från målet. Av diagram 2 framgår att ett glidande femårsmedelvärde av KPI-inflationen ligger ett gott stycke under 2 procent. Även femårsmedelvärden av KPIX/KPIF-inflationen ligger ett gott stycke under målet, med undantag för perioden 2003–2004.¹⁵ Eftersom genomsnittet för KPI-inflationen ligger så pass långt under 2 procent, särskilt jämfört med andra länder som haft inflationsmål under lika lång tid som Sverige, skulle man kanske kunna hävda att Riksbanken åsidosatt prisstabilitetsmålet. En ännu viktigare fråga är dock om det missade målet också medfört realekonomiska kostnader.

Inflationsförväntningar förankrade vid målet medför en lutande långsiktig Phillipskurva

Standardsvaret på frågan om det missade målet medfört realekonomiska kostnader är nej. Detta eftersom den genomsnittliga arbetslösheten är oberoende av penningpolitiken och inflationstakten. Det beror i sin tur på att inflationsförväntningarna antas anpassa sig till den faktiska inflationen. Den långsiktiga Phillipskurvan, som illustrerar relationen mellan den genomsnittliga inflationen och den genomsnittliga arbetslösheten, blir då vertikal, och den genomsnittliga arbetslösheten blir alltså oberoende av den genomsnittliga inflationstakten.

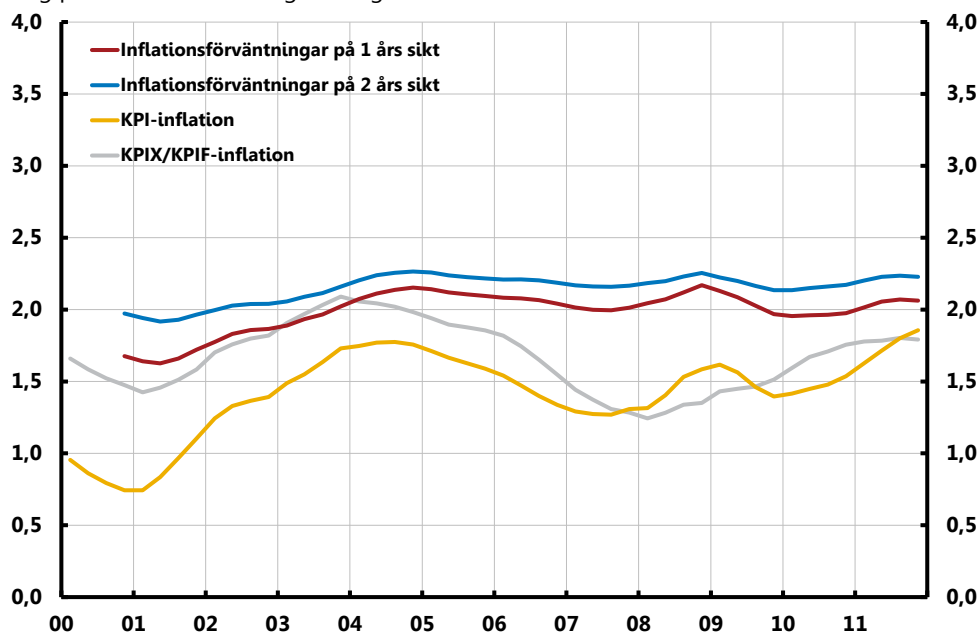
I Sverige har dock inflationsförväntningarna enligt TNS Sifo Prosperas enkät stabiliserats runt 2 procent, trots att den genomsnittliga inflationen varit lägre. Detta framgår av diagram 2, som visar femårsgenomsnitt av inflationsförväntningarna om ett och två år för samtliga intervjuade från och med 1996. Riksbanken har alltså lyckats förankra inflationsförväntningar vid 2 procent trots att den faktiska inflationen i genomsnitt varit lägre. Att inflationsförväntningarna är förankrade vid målet är i sig bra och gör det möjligt för Riksbanken att bättre stabilisera arbetslösheten utan att inflationen varierar för mycket.

¹⁴ PCE står för "personal consumption expenditure" och avser hushållens konsumtionsdeflator.

¹⁵ KPIX/KPIF avser KPIX-inflationen till och med första kvartalet 2008 och KPIF-inflationen från och med andra kvartalet 2008. KPIX rensar bort effekter av indirekta skatter och subventioner och räntekostnader för egna hem från KPI. KPIF exkluderar de direkta effekterna på KPI av förändringar i bolåneräntor. Genomsnittet av KPIX/KPIF-inflationen är 0,4 procentenheter lägre än målet mätt med realtidsdata för perioden 1997–2011.

Diagram 2. Inflationsförväntningar och inflation

Årlig procentuell förändring, 5-års glidande medelvärde



Anm. KPIX/KPIF-serien anger KPIX-inflationen till och med första kvartalet 2008 och KPIF-inflationen från och med andra kvartalet 2008. KPI- och KPIX/KPIF-inflationen mäts med realtidsdata.

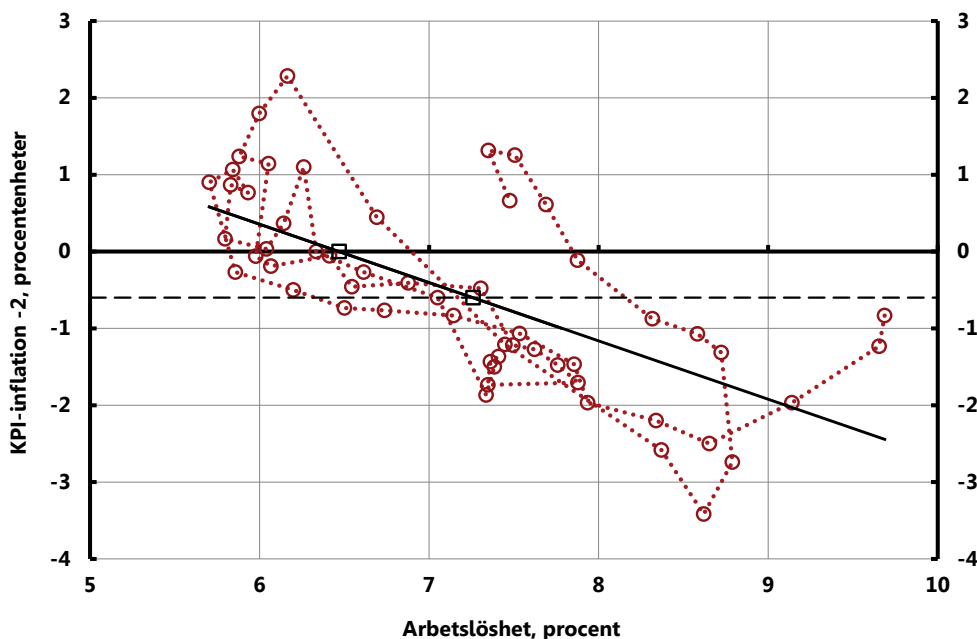
Källor: SCB och TNS SIFO Prospera.

Men om inflationsförväntningarna är förankrade vid målet samtidigt som den genomsnittliga inflationen avviker från målet innebär detta att den långsiktiga Phillipskurvan inte längre är vertikal utan nedåtlutande. Detta förhållande stöds av data och visas i diagram 3. De rödfärgade cirkarna visar utfallet för arbetslösheten och gapet mellan KPI-inflationen och målet på 2 procent från första kvartalet 1998 till och med fjärde kvartalet 2011. Den svarta linjen är en skattad långsiktig Phillipskurva.

Om den genomsnittliga inflationen skulle avvika kraftigt från målet är det knappast troligt att inflationsförväntningarna fortfarande skulle vara förankrade vid målet. Därför är den skattade långsiktiga Phillipskurvan rimligtvis bara relevant vid måttliga avvikelser från målet. Den anges därför med hjälp av en streckad linje för genomsnittlig inflation som avviker mer än 1 procentenhet från målet. Att den långsiktiga Phillipskurvan inte längre är vertikal när inflationsförväntningarna är förankrade vid målet har noterats även för USA för perioden 2000–2011 i en uppsats av Jeffrey Fuhrer (2011) vid Federal Reserve Bank of Boston.

Diagram 3. Nedåtlutande långsiktig Phillipskurva

1998 kvartal 1 – 2011 kvartal 4



Källor: SCB och egna beräkningar

Högre genomsnittlig arbetslöshet när genomsnittlig inflation understiger målet

Den högra fyrkanten på den långsiktiga Phillipskurvan i diagram 3 visar en genomsnittlig inflation som ligger 0,6 procentenheter under målet, vilket alltså motsvarar avvikelsen i Sverige under perioden 1997–2011. Denna avvikelse ger en genomsnittlig arbetslöshet på 7,3 procent. Den vänstra fyrkanten motsvarar en genomsnittlig inflation på målet om 2 procent, vilket ger en genomsnittlig arbetslöshet på 6,5 procent. Skillnaden mellan dessa noteringar är alltså 0,8 procentenheter. För Sverige tycks alltså 0,6 procentenheters lägre genomsnittlig inflation än målet ha gett upphov till 0,8 procentenheters högre genomsnittlig arbetslöshet under de senaste 15 åren än vad som hade varit fallet om den genomsnittliga inflationen legat på målet.¹⁶ Skattningen verkar ganska robust för olika antaganden. Om man till exempel använder KPIX- och KPIF-inflationen, som i genomsnitt understiger målet något mindre än KPI-inflationen, blir den skattade långsiktiga Phillipskurvan något flackare och ger då fortfarande ungefär lika stor ökad genomsnittlig arbetslöshet.

Att den genomsnittliga arbetslöshet som är förenlig med en genomsnittlig inflation på målet är så mycket lägre än den faktiska genomsnittliga arbetslösheten indikerar också att skattningar av den långsiktigt hållbara arbetslösheten som bygger på historiska genomsnitt kan leda till en betydande systematisk överskattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten.

¹⁶ Ett 95-procentigt konfidensintervall för den ökade genomsnittliga arbetslösheten begränsas av $0,8 \pm 0,3$ procentenheter och ligger således mellan 0,5 och 1,1 procentenheter. Alternativa antaganden och urvalsperioder ger ungefär samma eller större ökning av den genomsnittliga arbetslösheten. För detaljer, se Svensson (2012).

En ökad genomsnittlig arbetslöshet på 0,8 procentenheter under 15 år är förstås en mycket stor real kostnad av att hamna under inflationsmålet. För närvarande motsvarar 0,8 procentenheters högre arbetslöshet cirka 40 000 färre jobb. Som jämförelse kan nämnas att regeringens egna beräkningar visar att de fyra stegen i jobbskatteavdraget och förändringen av arbetslöshetsförsäkringen sänker arbetslösheten på lång sikt med 0,6 respektive 0,7 procentenheter.¹⁷ Respektive reform förväntas alltså ha en något mindre effekt på arbetslösheten än den beräknade realekonomiska kostnaden av att inflationen i genomsnitt har understigit målet under de senaste 15 åren.

Implikationer för den framtida penningpolitiken

Varför den genomsnittliga inflationen i Sverige understigit målet under de senaste 15 åren är en separat och viktig fråga som kräver en utförlig genomgång. Jag tänker inte ta upp den här. Men en tydlig slutsats för den framtida penningpolitiken är att det är viktigt att Riksbanken ser till att den genomsnittliga inflationen under en längre period verkligen blir nära 2 procent och att den inte hamnar så lågt som under de senaste 15 åren. Det betyder att inflationsmålet måste ses som symmetriskt och därmed blir en mittpunkt för fluktuationerna i inflationen. Man får alltså inte vara mer rädd för att skjuta över målet under en begränsad period än att skjuta under det. I synnerhet är det lämpligt att skjuta över målet när arbetslösheten är högre än sin långsiktigt hållbara nivå, eftersom den då snabbare kan nå den långsiktigt hållbara nivån.

Det vanliga sättet att tillämpa nuvarande inflationsmål innebär att även om målet råkar underskridas under en period strävar centralbanken fortsättningsvis bara efter att upprätthålla inflationen i linje med målet. Centralbanken försöker således inte kompensera den tidigare låga inflationen med en period med inflationen över målet. För att säkert se till att den genomsnittliga inflationen under en längre period ska hamna på målet skulle centralbanken i stället kunna ha ett så kallat prisnivåmål som innebär att prisnivån ska stabiliseras runt en prisnivåbana som stiger med 2 procent per år. Ett sådant prisnivåmål medför att den genomsnittliga inflationen under en längre period hamnar på 2 procent. För och nackdelarna med ett sådant prisnivåmål har diskuterats mycket i litteraturen (se till exempel Bank of Canada 2011). Eftersom den lutande långsiktiga Phillipskurvan gör det viktigt att hålla den genomsnittliga inflationen under en längre period på målet stärks argumenten för ett prisnivåmål.

En mindre dramatisk förändring vore att införa ett mål för ett glidande medelvärde av inflationen under en längre period, till exempel fem eller tio år (Nessén och Vestin 2005). Den australiensiska centralbanken har just ett sådant mål för penningpolitiken: att uppnå en genomsnittlig inflation på mellan 2 och 3 procent över konjunkturcykeln. Centralbankerna i Kanada och Storbritannien har dock som jag nämnt lyckats väl med att hålla den genomsnittliga inflationen nära inflationsmålet utan att precisera ett mål för en längre period.¹⁸

¹⁷ Sveriges regering (2012, sid. 121, tabell 5.2).

¹⁸ I sin utvärdering av penningpolitiken under 1995–2005 noterade Giavazzi och Mishkin (2006, sid. 80): "De senaste åren har inflationen emellertid konsekvent underskridit Riksbankens inflationsmål, vilket har varit förknippat med produktionsbortfall och högre arbetslöshet." De rekommenderade att Riksbanken skulle se till att inflationsmålet varken varaktigt under- eller överskrids, det vill säga att den genomsnittliga inflationen under en längre period ska vara i linje med målet.

Eftersom ett varaktigt underskridande av inflationsmålet av allt att döma får stora realekonomiska kostnader i form av ökad genomsnittlig arbetslöshet är det således angeläget att penningpolitiken fortsättningsvis bedrivs så att den genomsnittliga inflationen under en längre period hålls närmare målet. Det är en öppen fråga om detta kräver någon ytterligare precisering eller förändring av nuvarande inflationsmål.

Sammanfattningsvis har jag i detta tal framfört att det följer av Riksbankslagen och dess förarbeten att mandatet för penningpolitiken är prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning. Jag har också förklarat att det innebär att Riksbanken ska stabilisera inflationen runt målet på 2 procent och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. En lägre reporänta under de senaste åren skulle ha lett till bättre måluppfyllelse för både inflation och arbetslöshet. Samtidigt är finansiell stabilitet och bolånetillväxt under nuvarande omständigheter inga skäl till att hålla inflationen under målet och arbetslösheten över en hållbar nivå. Finansiell stabilitet och bolånetillväxt hanteras bättre med de medel som finns inom makrotillsynen. Det är dessutom sannolikt att den genomsnittliga arbetslösheten blivit högre under de senaste 15 åren till följd av att inflationen under samma period har skjutit under målet. Därför är det viktigt att i fortsättningen hålla genomsnittlig inflation på målet under en längre period.

Referenser

Assenmacher-Wesche, Katrin, och Stefan Gerlach (2010), "Monetary policy and financial imbalances: Facts and fiction", *Economic Policy*, July 2010, 439–482.

Bank of Canada (2011), "Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information – November 2011", www.bankofcanada.ca.

Claussen, Carl Andreas, Magnus Jonsson och Björn Lagerwall (2011), "En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige", *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, april 2011, s. 67–95.

Fuhrer, Jeffrey (2011), "Inflation Expectations and the Evolution of U.S. Inflation", Policy Brief No. 11-4, Federal Reserve Bank of Boston, www.bos.frb.org.

Giavazzi, Francesco och Frederic S. Mishkin (2006), *En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005*, 2006/07:RFR 1.

Goodhart, Charles, och Jean-Charles Rochet (2011), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010*, 2010/11:RFR 5.

Nessén, Marianne och David Vestin (2005), "Average Inflation Targeting", *Journal of Money, Credit and Banking*, 37(5), 837–63.

Qvigstad, Jan F. (2005), "When does an interest rate path 'look good'? Criteria for an appropriate future interest rate path – A practitioner's approach", Staff Memo No. 2005/6, Norges Bank.

SFS 1988:1385, Lag om Sveriges riksbank i dess lydelse den 1 juli 2011, Sveriges riksdag.

Svensson, Lars E.O. (2004), "Commentary" [on Laurence H. Meyer, "Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting"], *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 84(4) (July/August 2004), 161–164.

■ Svensson, Lars E.O. (2011), "Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United States," *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, 289-332.

Svensson, Lars E.O. (2012), "The possible unemployment cost of average inflation below a credible target", working paper, www.larseosvensson.net.

Sveriges regering (1997), *Riksbankens ställning*, proposition 1997/98:40.

Sveriges regering (2012), *2012 års ekonomiska vårproposition*, proposition 2011/12:100.

Sveriges riksbank (2004), "Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten", *Inflationsrapport* 2004/2, 45-48.

Sveriges riksbank (2010), "Penningpolitiskt protokoll, nr 3", 2010-06-30.

Sveriges riksbank (2012a), "Finansiell stabilitet 2012:1", 2012-06-01.

Sveriges riksbank (2012b), "Penningpolitiskt protokoll, nr 2", 2012-04-17.

Sveriges riksbank (2012c), "Penningpolitisk uppföljning april 2012", 2012-04-18.