

# 30 år med inflationsmålspolitik: från enkelt till komplext

Magnus Jonsson och Anders Vredin \*

Magnus Jonsson är rådgivare på Riksbankens avdelning för penningpolitik och Anders Vredin är senior rådgivare på Riksbankens avdelning för penningpolitik.

---

Ett nytt ramverk för penningpolitik, så kallad inflationsmålspolitik, infördes i flera länder under 1990-talet. Det nya ramverket har visat sig vara framgångsrikt i att uppnå prisstabilitet och det framstod även som förhållandevis enkelt vid införandet. Det huvudsakliga penningpolitiska verktyget var en kort ränta och penningpolitiken verkade främst genom den så kallade räntekanal. Trettio år senare framstår inflationsmålpolitiken som mer komplex. Den utlösande faktorn var den globala finanskrisen 2008, men djupare och mer strukturella förändringar hade pågått i bakgrunden: Ett större och mer riskfyllt finansiellt system hade växt fram, de finansiella stabilitetsriskerna hade blivit större, det nationella självbestämmandet i penningpolitiska och finansiella stabilitetsfrågor hade minskat, olika utbudsfaktorer hade ökat i betydelse, ny finansiell teknik hade utvecklats som skulle kunna påverka centralbankernas kontroll över likviditetsförsörjningen, och det hade börjat ske en omprövning av gällande finanspolitikens roll för penningpolitiken. Denna utveckling har bland annat inneburit att penningpolitiska kanaler som verkar genom kreditgivning och risktagande har ökat i betydelse. Penningpolitiska verktyg som tillgångsköp, lån och strukturen på centralbankernas balansräkningar har dessutom blivit viktiga delar av centralbankernas verktyglåda.

---

## 1 Inledning

Efter de turbulenta makroekonomiska perioderna under 1970-, 1980- och början av 1990-talet följde en period med måttliga konjunktursvängningar, låg och stabil inflation samt en mer trovärdig ekonomisk politik. Denna period kallas ofta för "the Great Moderation".<sup>1</sup> En viktig faktor bakom den gynnsamma utvecklingen var ett nytt

---

\* Artikeln bygger på tidigare arbete med Stefan Ingves under hans tid som riksbankschef. Vi är tacksamma för hans viktiga bidrag. Vi vill också tacka Claudio Borio och Martin Ellison för många användbara kommentarer, kritik och råd i ett tidigt skede av projektet. Slutligen vill vi tacka Hanna Armelius, Aino Bunge, Carl Andreas Claussen, Daniel Hansson, Jens Iversen, Martin Kornejew, Anders Lindström, Stefan Laséen, Jesper Lindé, Marianne Nessén, Charlie Nilsson, Johan Schmalholz och Ulf Söderström för värdefulla kommentarer, synpunkter och andra bidrag. De åsikter som framförs i denna artikel är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

<sup>1</sup> "The Great Moderation" brukar tolkas som en period i USA från mitten av 1980-talet fram till starten av den globala finanskrisen 2008. Vi använder begreppet för att spegla perioden från mitten av 1990-talet till

penningpolitiskt ramverk – så kallad inflationsmålspolitik – men också finanspolitiska och andra ekonomiska reformer var bidragande faktorer. Dessutom var med all sannolikhet frånvaron av stora makroekonomiska chocker viktig.

Under the Great Moderation såg inflationsmålspolitiken ut att fungera väl och penningpolitiken framstod som förhållandevis enkel. En kort ränta var det huvudsakliga penningpolitiska verktyget och penningpolitiken verkade främst via räntekanalerna, se till exempel Clarida m.fl. (1999).<sup>2</sup>

Efter några år med växande finansiella obalanser och störningar fick the Great Moderation ett abrupt slut i september 2008 när investmentbanken Lehman Brothers kollapsade och den globala finanskrisen bröt ut. Lågkonjunkturen som följde blev den största ekonomiska nedgången sedan den stora depressionen. Detta initierade en debatt om penningpolitiken och hur den bäst bör ta hänsyn till finansiella stabilitetsrisker. Finanskrisen gav också upphov till nya regleringar för att mildra de negativa effekterna av olika friktioner och risker i det finansiella systemet.

I spåren av finanskrisen följde mer än ett decennium med ihållande låg inflation och låga realräntor. Detta innebar att centralbankerna sänkte sina styrräntor till nivåer nära den effektiva nedre gränsen – och i vissa fall till och med till negativa nivåer – och man vidtog även andra "okonventionella" åtgärder som storskaliga tillgångsköp. När pandemin bröt ut i början av 2020 genomfördes återigen stora tillgångsköp.

Liberaliseringen av finans- och kapitalmarknaderna under 1980- och 1990-talen ledde till en snabb globalisering av finansiella tjänster. Dessutom ökade efterfrågan på finansiella tjänster allteftersom hushållens och företagens förmögenheter steg i värde. Dessa faktorer bidrog till att det finansiella systemet växte snabbt. Det har i stort sett fördubblat sin storlek från mitten av 1990-talet till början av 2020-talet i flera av de utvecklade ekonomierna. I bakgrunden ökade riskerna i det finansiella systemet, bland annat på grund av att de finansiella instituten försökte kringgå nya och gamla regleringar, se Rajan (2005). Samtidigt bidrog nya finansiella verktyg, nya former av finansiell förmedling och den internationella integrationen av finansmarknaderna till ett ökat risktagande. Denna utveckling gav centralbankerna anledning att ompröva användningen av sina verktyg och valet av motparter, se till exempel Buiters m.fl. (2023).

Den ökade finansiella integrationen mellan länder har medfört mindre utrymme för nationellt självbestämmande i penning- och finansiella stabilitetspolitiken. Ett ökat internationellt samarbete mellan centralbankerna kan vara ett sätt att möta detta. Det har också noterats att centralbanker ofta analyserar den samlade efterfrågans roll för inflationen och penningpolitiken noggrant, medan förändringar på ekonomins utbudssida inte fått samma uppmärksamhet. Systematiska överraskningar med låg

---

2008, eftersom inflationsmål infördes i flera länder under 1990-talet. Europa upplevde inte heller någon "Great Moderation" förrän i mitten av 1990-talet.

<sup>2</sup> Enligt räntekanalerna påverkar förändringar i styrräntan realräntorna som i sin tur påverkar den aggregerade efterfrågan och inflationen. Andra kanaler har analyserats i den penningpolitiska litteraturen, men inte fått samma betydelse i modeller av inflationsmålspolitik.

eller hög inflation tyder på att utbudsförhållandena kan behöva analyseras bättre.<sup>3</sup> Dessutom har ny betalningsteknik har vuxit fram som kan rationalisera och göra betalningssystemet mer effektivt. Den nya tekniken kan dock hota centralbankernas kontroll över penningmängden och likviditeten.

En separering mellan penningpolitiska och finanspolitiska beslut är ett utmärkande drag för inflationsmålpolitiken. Det kan bland annat förklaras med de negativa erfarenheterna av stabiliseringspolitiken under 1970- och 1980-talen. Erfarenheterna efter den globala finanskrisen har dock lett till nya diskussioner om sambanden mellan penning- och finanspolitik. Låga räntor och stora balansräkningar hos centralbankerna är förknippade med nya risker, möjligen också för finanspolitiken. Dessutom är räntenivåer och inflation inte enbart "monetära fenomen" utan beror också på finanspolitikens utformning. En fullständig separering mellan penning- och finanspolitik kan därför ifrågasättas.

Dessa observationer är tecken på att de ekonomiska förutsättningarna för centralbankernas verksamhet i många avseenden ser annorlunda ut idag än för drygt trettio år sedan när inflationsmålpolitiken först infördes.<sup>4</sup> Vi menar att inflationsmålpolitiken har blivit mer komplex än vad den framstod som under the Great Moderation. Till exempel läggs det numera större vikt vid betydelsen av friktioner på de finansiella marknaderna och transmissionskanaler som kredit- och risktagningskanaler. Penningpolitiska verktyg som tillgångsköp och lånefaciliteter har fått ökad betydelse. Dessa verktyg påverkar storleken och strukturen på centralbankens balansräkning, som också är en del av verktygslådan.

Artikeln är disponerad på följande sätt. I nästa avsnitt diskuterar vi inflationsmålpolitiken under the Great Moderation. Utgångspunkten för den diskussionen är den enkla nykeynesianska modellen som var vägledande för penningpolitiken under stora delar av denna tid. Vi menar att inflationsmålpolitiken framstod som förhållandevis enkel under den här perioden, särskilt enligt den enkla teoriramen, men också i det praktiska genomförandet. I avsnitt 3 diskuterar vi inflationsmålpolitiken efter den globala finanskrisen och faktorer som vi anser har gjort inflationsmålpolitiken mer komplex. Avsnitt 4 avslutar med åtta slutsatser från våra diskussioner.<sup>5</sup>

## 2 Inflationsmålpolitiken under the Great Moderation

The Great Moderation var en period med en stabil makroekonomisk utveckling i de flesta utvecklade ekonomier. Inflationen var överlag låg och stabil och den ekonomiska tillväxten var god. Det nya penningpolitiska ramverket, den så kallade inflationsmålpolitiken, som hade införts i flera länder under 1990-talet var en viktig

---

<sup>3</sup> Detta återspeglas till exempel i granskningar av de Brouwer m.fl. (2023) och Bernanke (2024), se avsnitt 3.1.

<sup>4</sup> Det har även skett andra förändringar i de ekonomiska förutsättningarna – vilka inte diskuteras i denna artikel – som innebär att inflationsmålpolitiken är mer komplex idag än för 30 år sedan, till exempel klimatförändringar, geopolitiska risker, inkomst- och förmögenhetsutvecklingen, och stigande skuldsättning.

<sup>5</sup> Vi gör inte anspråk på att presentera några nya eller originella idéer. Vi ger många referenser till litteraturen, där de viktiga idéerna och källorna kan hittas.

faktor bakom denna gynnsamma utveckling. Men det genomfördes också finanspolitiska och andra ekonomiska reformer som ökade den ekonomiska effektiviteten. Dessutom förekom inga stora globala chocker som till exempel oljeprischockerna på 1970-talet.

Inflationsmålspolitik kännetecknas av ett stort fokus på prisstabilitet och en hög grad av centralbanksberoende. Även om vissa delar av inflationsmålpolitiken kan skilja sig åt mellan länder är det övergripande målet alltid att skapa en hög trovärdighet för låg och stabil inflation, bland annat genom att specificera ett siffersatt mål för inflationen. Det innebär inte att inflationsmålsstyrda centralbanker enbart bryr sig om inflationen. De flesta centralbanker bedriver så kallad flexibel inflationsmålspolitik, vilket innebär att man utöver att stabilisera inflationen lägger viss vikt vid att stabilisera produktion och sysselsättning, se Rogoff (1985) och Svensson (1997, 1998).

Centralbankernas oberoende innebär bland annat att penningpolitiska beslut ska fattas utan inblandning från regering eller riksdag. Detta för att öka allmänhetens förtroende för inflationsmålet och därmed bidra till centralbankens trovärdighet. Med en hög grad av oberoende följer också ett behov av att hålla centralbankerna ansvariga för sina handlingar. Transparens och öppenhet är därför viktiga inslag i inflationsmålpolitiken.<sup>6</sup> Ett annat skäl för öppenhet är att det kan öka penningpolitikens effektivitet. Kommunikation om framtida politik kan påverka marknadsräntor redan idag, genom de så kallade förväntnings- och signaleringskanalerna.

Det centrala penningpolitiska verktyget under the Great Moderation ansågs vara en kort ränta som styrdes av centralbanken, den så kallade styrräntan. Den centrala penningpolitiska transmissionskanalen var räntekanalerna. Denna syn återspeglades också i tidiga versioner av den så kallade nykeynesianska modellen, se till exempel Clarida m.fl. (1999) och Galí (2015).

Policyimplikationerna från den nykeynesianska modellen var ofta vägledande för de penningpolitiska besluten under denna period. En för hög inflation innebar att styrräntan skulle höjas tillräckligt mycket för att öka realräntan och därmed få ned efterfrågan och inflationen, och vice versa om inflationen var för låg. För efterfrågechocker förutspådde de enkla versionerna av modellen en "divine coincidence", det vill säga att de ränteförändringar som krävdes för att stabilisera inflationen också stabiliserade den ekonomiska aktiviteten, se Blanchard och Galí (2007). Utbudschocker gav dock upphov till en kortsiktig avvägning mellan inflations- och produktionsstabilisering. Ena annan implikation var att centralbankerna borde sträva efter att gradvis pressa tillbaka inflationen till inflationsmålet, eftersom alltför stora förändringar av styrräntan kunde leda till en alltför hög variation i produktion. Slutligen spelade trovärdigheten för framtida penningpolitiska beslut en viktig roll. Om en centralbank med hög trovärdighet till exempel behövde minska inflationen – och den signalerade sin avsikt att göra detta – skulle signalen i sig minska inflation redan idag. Detta skulle även leda till lägre produktionsförluster.

<sup>6</sup> För jämförelser av graden av centralbanksberoende och öppenhet i olika länder, se Dincer och Eichengreen (2014) och Dincer m.fl. (2022).

I denna enkla nykeynesianska modell antogs centralbankerna vara exceptionellt kraftfulla när det gällde att stabilisera inflation och efterfrågan. Genom att identifiera utbuds- och efterfrågechocker kunde de fullt ut stabilisera både inflation och produktion vid efterfrågechocker, medan det som sagt fanns en avvägning vid utbudschocker.

Dessa policyrekommendationer har haft ett stort inflytande på den faktiska penningpolitiken, speciellt under the Great Moderation men även efter den. Modellen är dock i grunden mycket enkel och kan under vissa förhållanden vara missvisande. Styrräntan är till exempel inte centralbankernas enda verktyg. Balansräkningen erbjuder många andra verktyg som kan användas vid behov.<sup>7</sup> Transmissionskanalen i den enkla nykeynesianska modellen (räntekanal) är enkel och stabil eftersom den bland annat bortser från friktioner på de finansiella marknaderna. Erfarenheterna i samband med och efter den globala finanskrisen har visat att dessa friktioner kan tvinga centralbanker att använda en rad andra verktyg än endast styrräntan. Den enkla nykeynesianska modellen har också lett till ett starkt fokus på efterfrågechocker i policyarbetet, även om erfarenheterna visar att utbudschocker ofta är mycket viktiga för att förstå inflationsutvecklingen. Slutligen diskuteras implikationerna av den enkla nykeynesianska modellen ofta för slutna ekonomi, och konsekvenserna för en öppen ekonomi kan vara annorlunda på grund av till exempel växelkursens effekter.

### 3 Inflationsmålpolitiken efter den globala finanskrisen

Det här avsnittet diskuterar några av de djupare strukturella förändringar i den ekonomiska miljön som har blivit tydliga sedan den globala finanskrisen. Dessa har enligt vår mening bidragit till att göra inflationsmålpolitiken mer komplex.

#### 3.1 En större betydelse av utbudsfaktorer

Ekonomer gör ofta en distinktion mellan kortsiktiga konjunktursvängningar och mer långsiktiga strukturella fenomen. Kortsiktiga svängningar kan ses som variationer kring en stabil trend, och dessa variationer förstås ofta bäst som avspelande förändringar i efterfrågan.<sup>8</sup> Utbudsfaktorer som demografi, teknologi, arbetsmarknadens funktionssätt, skattesystemets incitamenteffekter, konkurrensförhållanden, etcetera antas förklara de långsiktiga trenderna. Penningpolitikens roll har främst handlat om att stabilisera de kortsiktiga variationerna. En stor del av diskussionerna och analyserna av penningpolitiken har därför fokuserat på efterfrågefaktorer, medan utbudsfaktorernas roll inte har uppmärksamats på samma sätt.

Detta är olyckligt. Många av de utmaningar som centralbankerna har hanterat de senaste decennierna har handlat om förändringar i utbudsförhållandena, och inte bara om tillfälliga, cykliska fenomen på ekonomins efterfrågesida, se Faust och Leeper (2015). Förändringar i regelverk, en snabb teknisk utveckling och globalisering har lett

<sup>7</sup> En bra utgångspunkt för att förstå centralbankernas verktyg är balansräkningen, se Buitier (2024), Cecchetti och Hilscher (2024) och Bindseil (2018).

<sup>8</sup> I de så kallade RBC-modellerna ifrågasattes denna tolkning, se till exempel Cooley (1995).

till olika strukturella förändringar under de senaste decennierna. Exempelvis har liberaliseringar av handeln och ökad rörlighet för arbetskraften lett till en ökning av det globala arbetskraftsutbudet, vilket har bidragit till låga globala inflationsnivåer. Den starka fokuseringen på cykliska efterfrågefaktorer i prognos- och policyanalys kan mot denna bakgrund leda till missvisande slutsatser för både prognoser och penningpolitik. Förändringar i BNP och arbetslöshet kan till exempel tolkas som att de helt och hållet beror på förändringar i olika efterfrågekomponenter, trots att förändringar i utbudet kan vara lika viktiga. Utbudsfaktorernas roll har varit tydliga den senaste tiden, det vill säga under pandemin, kriget i Ukraina och den snabba inflationsökningen under 2021-2022.<sup>9</sup> Men förändringar i utbudsförhållandena har sannolikt varit viktiga för inflationen även tidigare.

En ökad användning av mer storskaliga nykeynesianska modeller med fler friktioner och en roll för tillfälliga och permanenta utbudsfaktorer borde i princip ha minskat fokuseringen på efterfrågefaktorer. Men trots att dessa modeller i stor utsträckning har använts i interna analyser är det fortfarande oklart hur de påverkat centralbankernas prognoser, policy och kommunikation. En förklaring kan vara att även dessa modeller har begränsningar och inte varit anpassade för de ovanliga kriser som centralbankerna har hanterat under de senaste femton åren.

Ett tecken på detta kan vara att många centralbanker överskattade inflationstrycket efter den globala finanskrisen. I figur 1 och 2 visar vi Riksbankens prognosfel, men även andra centralbanker som publicerar sina prognoser har gjort liknande felbedömningar, se Filardo och Hofmann (2014). Behovet av att höja styrräntan överskattades systematiskt (fram till 2022), vilket framgår av Riksbankens prognoser för styrräntan (streckade linjer i figur 2). En anledning till detta var att inflationstrycket sannolikt överskattades (se figur 1).<sup>10</sup>

Om vi tar den enkla nykeynesianska modellen som utgångspunkt för att förstå prognosfelen kan man tänka sig flera möjliga förklaringar. En förklaring kan vara att den så kallade naturliga räntan överskattades, vilket gav upphov till en stramare penningpolitik än planerat. Den naturliga räntan är inte observerbar och därmed svår att mäta och prognostisera.<sup>11</sup> Vid beräkningen av den naturliga räntan används ofta den globala trenden i räntan. I figur 3 visas att globala räntor haft en nedåtgående trend under en längre tid. Ett faktum som kan ha gjort det särskilt svårt att uppskatta den naturliga räntan. Det finns också analyser som tyder på att åtminstone delar av den nedåtgående trenden berodde på utbudsförhållanden, som till exempel lägre globala tillväxtförväntningar, se Rachel och Smith (2017).

En annan förklaring är mer direkt relaterad till utbudsfaktorer. Globaliseringen och de krafter som ligger bakom den har lett till ökad konkurrens och svårigheter för företagen att höja sina priser. Detta skulle kunna tolkas som en serie positiva utbudschocker enligt den nykeynesianska modellen, men detta budskap verkar inte

<sup>9</sup> Guerrieri m.fl. (2023) diskuterar olika faktorer roll för den ökade inflationen, inklusive skillnader mellan inflationen i USA och Europa.

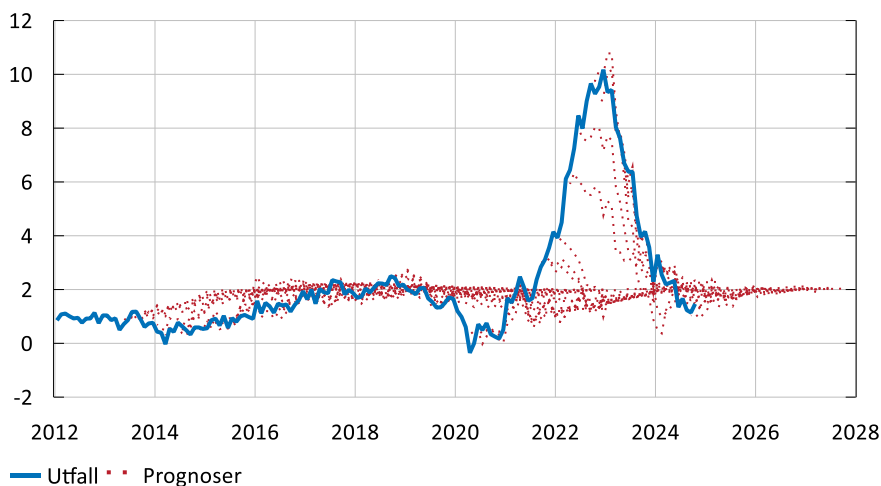
<sup>10</sup> Se Sveriges riksbank (2017a och 2017b) för en utvärdering av Riksbankens prognoser.

<sup>11</sup> Det finns en stor litteratur om detta ämne. För ett nyligen publicerat bidrag och ytterligare referenser, se Buncic (2024).

ha införlivats tillräckligt i de penningpolitiska analyserna och prognoserna. Dessutom beror underskattningen av inflationen under 2021 och framför allt 2022 förmodligen på liknande faktorer, men med motsatt tecken, det vill säga negativa utbudshockor, se Guerrieri m.fl. (2023).

**Figur 1. KPIF-inflation och prognoser**

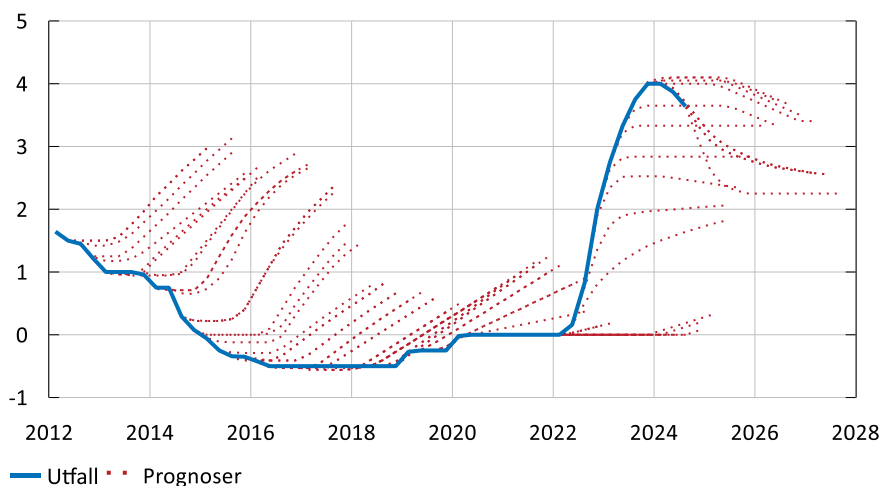
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

**Figur 2. Styrränta och prognoser**

Procent



Källa: Riksbanken.

Behovet av att ge utbudsförhållanden en större roll i den penningpolitiska analysen har noterats av flera ekonomer. I översynen av Reserve Bank of Australia hävdas att förhållandena på utbudssidan (och finanspolitiken) bör spela en större roll i den penningpolitiska analysen, se de Brouwer m.fl. (2023).<sup>12</sup> I en genomgång av Bank of

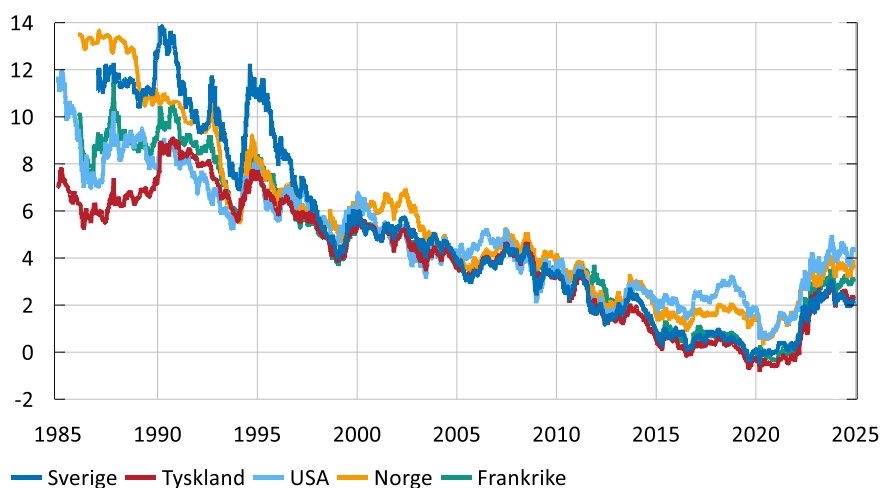
<sup>12</sup> I rekommendation 9.3 står det till exempel att "RBA bör öka sin kapacitet för prognoser och makroekonomisk modellering, till exempel när det gäller ekonomins utbudssida och finanspolitiken".

Englands prognosprocess diskuterar Bernanke (2024) vikten av utbudsfaktorer.<sup>13</sup> Liknande argument som i dessa granskningar har framförts för Riksbanken, se Hansson m.fl. (2018).<sup>14</sup> Baserat på Riksbankens prognosrevideringar för 1993-2022 drar Bylund m.fl. (2024) slutsatsen att utbudshöjningar har varit drivande faktorer en tredjedel av den tiden. Detta är en större roll än vad utbudsförhållandena verkar ha spelat i Riksbankens penningpolitiska rapporter genom åren. Rekommendationerna till Reserve Bank of Australia och Bank of England bör därmed även vara relevanta för Riksbanken.

Trots de pedagogiska fördelarna med de tidiga och enkla versionerna av den nykeynesianska modellen under den första tiden med inflationsmålpolitik blev några av dess begränsningar alltså tydliga efter den globala finanskrisen.

**Figur 3. 10-åriga statsobligationsräntor**

Procent



Anmärkning: Referensräntor.

Källor: Norges Bank, Macrobond Financial AB och USA:s finansdepartement.

### 3.2 Ett större och mer riskfyllt finansiellt system

Det finansiella systemet i USA och andra utvecklade ekonomier var kraftigt reglerat efter andra världskriget. Detta innebar ett stabilt finansiellt system med små risker för störningar både inom och mellan länder. Från 1980-talets början och framåt drev avregleringar och tekniska framsteg på globaliseringen och integreringen av de finansiella systemen mellan länder. De finansiella systemen växte snabbt. I utvecklade ekonomier har de finansiella systemen ungefär fördubblat sin storlek från cirka 300 procent av BNP i mitten av 1990-talet till cirka 600 procent i början av 2020-talet, se

<sup>13</sup> Bernankes (2023) rekommendation 4e föreslår "större uppmärksamhet på, och löpande granskning av, utbudssidans element och deras roll i fastställandet av inflation och tillväxt. ... Framför allt bör inflationsanalyser ta hänsyn till faktorer på utbudssidan och till hur den samlade efterfrågan ser ut".

<sup>14</sup> Se även Jonsson och Theobald (2019) som studerar implikationerna av strukturella förändringar på arbetsmarknaden för inflationen och andra makroekonomiska utfall.



tabell 1 och 2. Samtidigt som de finansiella systemen växt och blivit mer effektiva har de finansiella riskerna ökat, se Rajan (2005).

**Tabell 1. Inhemska finansiella bolags finansiella tillgångar**

Andel av BNP i procent

	Sverige (1995)	Sverige (2021)	EU 27 (1995)	EU 27 (2021)	USA (1995)	USA (2021)
MFI (bank, osv.)	177	278	207	280	80	138
Försäkring, pension	51	175	38	96	122	182
Investeringsfonder	11	123	18	129	29	137
Övriga fin. bolag	20	85	33	159	79	110
<b>Totalt</b>	<b>259</b>	<b>661</b>	<b>296</b>	<b>663</b>	<b>310</b>	<b>567</b>

Anmärkning: Tillgångar hos utländska finansiella bolag, centralbanker och den offentliga sektorn ingår inte. Notera också att vi jämför storleken på den finansiella sektorn, en stockvariabel, med inkomst- och produktionsnivån, en flödesvariabel. Den finansiella sektorns bidrag till produktionsvärdet har inte vuxit lika snabbt som stocken av totala tillgångar. För en diskussion om utvecklingen av den finansiella sektorns andel av produktionsvärdet, se Philippon och Reshef (2013).

Källa: Eurostat.

Andelen riskfyllda tillgångar har ökat betydligt bland både hushåll icke-finansiella företag. I USA avspeglas detta i ett ökat innehav av noterade aktier i företag, medan dessa aktier i högre grad innehåses indirekt genom till exempel investeringsfonder i EU och Sverige. Tillväxten av investeringsfonder och finansiella intermediärer utanför den traditionella banksektorn har varit särskilt snabb i Europa. I Europa har under 1990-talet banker dominerat, men under de senaste decennierna har andra finansiella intermediärer blivit allt viktigare, vilket de länge har varit i USA. Den ökade betydelsen av dessa finansiella intermediärer och mer riskfyllda tillgångar speglar en övergång från ett bankbaserat finansiellt system till ett mer marknadsbaserat system. Det är sannolikt att ökningen till stor del har drivits av en högre efterfrågan på finansiella tjänster till följd av en ökad privat förmögenhet, men även förändringar i regleringar, se Acharya m.fl. (2024).<sup>15</sup> Dessa strukturella förändringar i det finansiella systemet innebär nya finansiella risker som centralbankerna kan bidra till att minska, exempelvis kan de tillföra likviditet även till andra finansiella intermediärer än banker genom lån eller tillgångsköp.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Se även Scharfstein (2018) som lyfter fram pensionssystemens roll för utvecklingen av det finansiella systemet. Waldenström (2022) ger historiska data om förmögenhet i Sverige.

<sup>16</sup> Se till exempel talen av Hauser (2022) och Breeden (2022) om Bank of England, och Buiters m.fl. (2023) om centralbanken som långgivare och marknadsgarant när andra möjligheter är uttömda.

**Tabell 2. Hushållens och de icke-finansiella bolagens finansiella tillgångar**

Andel av BNP i procent

	Sverige (1995)	Sverige (2021)	EU 27 (1995)	EU 27 (2021)	USA (1995)	USA (2021)
Valuta, inlåning	42	83	70	106	45	88
Räntebärande värdepapper	17	7	22	6	30	16
Lån	22	84	17	44	7	7
Noterade aktier	21	77	16	28	58	157
Fondandelar	9	42	13	29	25	76
Andra ägarandelar	54	346	49	164	62	107
Försäkring, pensioner	40	136	35	76	113	160
Övriga	60	38	41	51	45	77
<b>Totalt</b>	<b>264</b>	<b>813</b>	<b>264</b>	<b>503</b>	<b>385</b>	<b>687</b>

Anmärkning: Tillgångar hos utländska finansiella bolag, centralbanker och den offentliga sektorn ingår inte. Notera också att vi jämför storleken på den finansiella sektorn, en stockvariabel, med inkomst- och produktionsnivån, en flödesvariabel. Den finansiella sektorns bidrag till produktionsvärdet har inte vuxit lika snabbt som stocken av totala tillgångar. För en diskussion om utvecklingen av den finansiella sektorns andel av produktionsvärdet, se Philippon och Reshef (2013).

Källa: Eurostat.

### 3.2.1 Centralbankernas balansräkningar speglar riskerna i det finansiella systemet

Centralbankernas verksamhet är i hög grad en spegelbild av det finansiella systemets egenskaper, se Capie m.fl. (1996). Men till skillnad från det samlade finansiella systemet har centralbankernas balansräkningar inte uppvisat någon stigande trend sett över en längre tidsperiod. Under hela 1900-talet var de relativt stabila i förhållande till BNP. Balansräkningarna pendlade kring 10-20 procent som andel av BNP, se figur 4. Enligt Ferguson m.fl. (2015) är det i huvudsak fyra slags omständigheter som medför stora expansioner av centralbankernas balansräkningar: en valutakris (som i Sverige 1992), monetär finansiering (till exempel finansiering av krig), "lender of last resort" och stabilisering av efterfrågan (den globala finanskrisen är ett exempel på båda). Dessa fall hänger samman med de historiska skälen till att centralbanker överhuvudtaget skapades. De är exempel på omständigheter när det finansiella systemet inte är tillräckligt stabilt och effektivt utan stöd av en centralbank, det vill säga olika friktioner och imperfektioner som centralbanker kan bidra till att mildra.<sup>17 18</sup> Ökningen av centralbankernas balansräkningar i samband med den

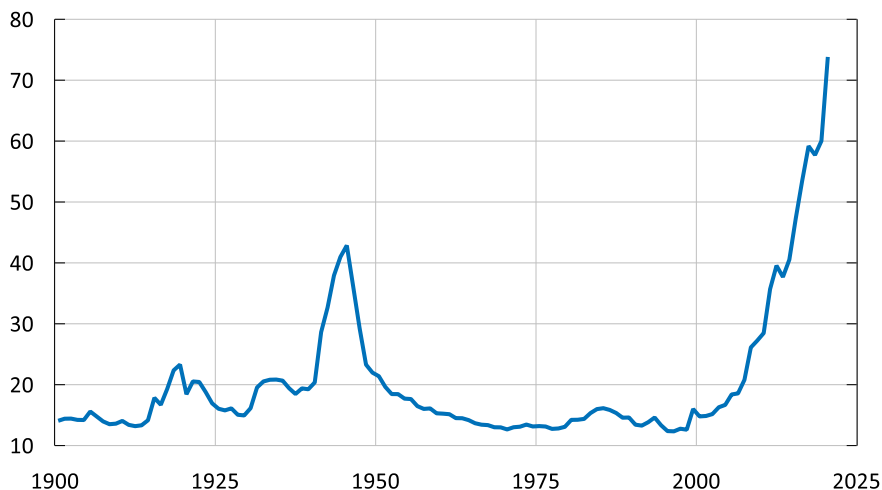
<sup>17</sup> Se Capie m.fl. (1996). I sin uppsats "Why do Banks Need a Central Bank?" hänvisar Goodhart (1987) till de banbrytande och senare Nobelprisbelönade bidragen av Diamond och Dybvig (1984) och Bernanke (1983). För en genomgång av centralbankens roll som likviditetsgarant och ytterligare hänvisningar till den akademiska litteraturen, se Bertsch och Molin (2016).

<sup>18</sup> Dessutom, som påpekas av Capie m.fl. (1996) har centralbankerna haft en viktig roll som statens bank. Ferguson m.fl. (2015) noterar att det finns en stark positiv korrelation mellan stora förändringar i centralbankernas balansräkningar och i statsskulden. De tolkar detta som ett tecken på att penning- och finanspolitiken samordnas i krissituationer. Hall och Sargent (2022) presenterar tre fallstudier från USA:s historia.

globala finanskrisen och därefter speglar därför delvis krisåtgärder som dras tillbaka i linje med tidigare historiska erfarenheter, men ökningen kan också spegla ihållande strukturella förändringar av det finansiella systemet.

**Figur 4. Genomsnittlig storlek på ett stort antal centralbankers balansräkningar**

Procent av BNP



Källa: Se Ferguson m.fl. (2023) för datakällor och länder som ingår.

Ferguson m.fl. (2015, s. 13) menar att "den senaste tidens expansion av centralbankernas balansräkningar snarare verkar vara en återgång till tidigare, potentiellt säkrare nivåer av förhållandet mellan centralbankspengar och tillgångar i den finansiella sektorn". Det finansiella systemets tillväxt hade en "thin foundation of liquidity" (Ferguson m.fl. 2015, s. 3-4). Det bör dock noteras att dessa påståenden gjordes redan 2014 och att centralbankernas balansräkningar ökade ytterligare därefter. Sammantaget visar historien att centralbanker – i situationer med stora störningar i det finansiella systemet och ekonomin mer generellt – inte kan finjustera de finansiella förhållandena, inflationen eller den ekonomiska aktiviteten med enbart förändringar i styrräntan som i de enklaste nykeynesianska modellerna. Andra verktyg kan vara nödvändiga, till exempel tillgångsköp och lån till banker, även i utländsk valuta.<sup>19</sup>

### 3.3 Större fokus på finansiella stabilitetsrisker

Före den globala finanskrisen diskuterades ifall penningpolitikens roll – när det gäller att stödja finansiell stabilitet – skulle vara att "luta sig mot vinden" och försöka bromsa stigande tillgångspriser, eller om den skulle "städa upp" effekterna av en tillgångsbubbla i efterhand, se till exempel Cecchetti m.fl. (2000). Det rådde, med vissa undantag, en enighet om att centralbankerna inte skulle ha ett mål att stabilisera tillgångspriser. Efter den globala finanskrisen har diskussionen breddats till

<sup>19</sup> Buiter m.fl. (2023) föreslår att centralbankerna ska agera som en långgivare och marknadsgarant, när andra möjligheter är uttömda, till en bred uppsättning motparter och med en bred kategori av godtagbara säkerheter. Men de argumenterar inte för att centralbankernas balansräkningar ska vara stora i normala tider. Se även Kolasa m.fl. (2025) om effekter av tillgångsköp.

att handla om finansiell stabilitet ska vara ett separat mål för penningpolitiken vid sidan av pris- och produktionsstabilitet.<sup>20</sup>

Ett stabilt finansiellt system är en viktig förutsättning för att penningpolitiken ska kunna bedrivas effektivt, eftersom de finansiella marknaderna och deras funktionssätt är avgörande för penningpolitikens inverkan på marknadsräntorna och andra finansiella variabler. Dessutom har en finansiell kris direkta och mycket negativa ekonomiska konsekvenser som även påverkar inflationen. Det finns med andra ord skäl att ta hänsyn till finansiella stabilitetsrisker i penningpolitiken – utöver att finansiell stabilitet påverkar penningpolitikens transmissionskanaler – eftersom finansiell instabilitet påverkar den totala välfärden, se Woodford (2012).<sup>21</sup> Centralbankerna har även flera verktyg till sitt förfogande för att främja finansiell stabilitet. Dessa insikter är inte nya - se översikten av Capie m.fl. (1996) – men de fick inget större genomslag i de penningpolitiska diskussionerna under the Great Moderation.

Penningpolitiken verkar främst via de finansiella marknaderna, men effekterna går i båda riktningarna. Graden av finansiell stabilitet har konsekvenser för penningpolitikens effektivitet som vi nämnt. Sårbarheterna i det finansiella systemet ackumuleras ofta under ekonomiska expansioner på grund av högre kreditvolym och mer risktagande. Dessa sårbarheter kan påverkas av penningpolitiken, men omfattningen på effekterna beror på brister (friktioner) på de finansiella marknaderna. Dessa samband mellan penningpolitik och finansiell stabilitet diskuterades inte särskilt mycket före den globala finanskrisen, även om Borio och Lowe (2002) och Rajan (2005) var två beaktansvärda undantag. I ett historiskt perspektiv är det dock klart att åtminstone delar av centralbankernas penningpolitiska ramverk – till exempel de stående faciliteterna och de öppna marknadsoperationerna – i praktiken har utformats inte bara för att stabilisera priser och konjunkturcykler, utan även med målet om finansiell stabilitet i åtanke, se Bindseil (2016).<sup>22</sup>

De tidiga versionerna av den nykeynesianska modellen saknade avsiktligt en realistisk modellering av det finansiella systemet. Detta var en svaghet när den globala finanskrisen bröt ut 2008, eftersom man inte kunde använda modellen för att förstå konsekvenserna av finanskrisen och hur den skulle hanteras. Det var inte heller möjligt att studera hur de finansiella marknaderna – som bedömdes vara dysfunktionella – påverkade transmissionen av penningpolitiken.

Numera finns det emellertid en mängd modeller i den nykeynesianska traditionen med olika slags finansiella friktioner.<sup>23</sup> Dessa modeller betonar hur penningpolitiken

<sup>20</sup> Se IMF (2015), Smets (2018) samt Kockerols och Kok (2021) för analyser och sammanfattningar av bidrag till denna litteratur. Ett tidigt bidrag var Borio och Lowe (2002) som hävdade att penningpolitiken bör ta hänsyn till finansiella stabilitetsrisker (och inte bara bubbler i tillgångspriser).

<sup>21</sup> Persson och Tabellini (2024) argumenterar för att det kan vara önskvärt att utvidga mandatet för centralbanker med inflationsmål till att också omfatta finansiell stabilitet.

<sup>22</sup> De penningpolitiska styrsystemen innehåller regler om godtagbara motparter, krav på säkerheter, etcetera. Sådana regler återspeglar överväganden om finansiell stabilitet.

<sup>23</sup> Se Gertler och Karadi (2013) för en tidig analys av storskaliga tillgångsköp i en ekonomi med finansiella friktioner. Se även Woodford (2012) och Sims m.fl. (2023) för två exempel på enkla nykeynesianska

kan verka genom kredit- och risktagningskanalerna.<sup>24</sup> Modellerna betonar också andra penningpolitiska verktyg än styrräntan. Tillgångsköp (kvantitativa lättnader) kan till exempel användas för att motverka störningar på kreditmarknaderna och för att mildra effekter av styrräntans effektiva nedre gräns. Modellerna visar också att penningpolitiken kan användas för att motverka friktioner på finansmarknaderna, inte bara när det råder finanskris eller när styrräntorna begränsas av en nedre gräns. Detta är varken förvånande eller någon ny insikt. Dessa modeller speglar egentligen bara många av de historiska erfarenheterna av centralbanksverksamhet, som beskrivs av till exempel Capie m.fl. (1996). Friktioner på finansmarknaderna är ett viktigt skäl till att centralbanker behövs.

Det finns alltså stöd för att centralbanker bör luta sig mot vinden i dessa modeller, men det finns också skäl som kan tala emot. Den kanske vanligaste uppfattningen är att penningpolitik inte bör vara den första försvarslinjen som motverkar finansiell instabilitet. Den uppgiften bör istället ligga hos mikro- och makrotillsynen.<sup>25</sup> <sup>26</sup> Andra vanliga argument bygger på mekanismer som är viktiga, men som sällan tas med i formella analyser av penningpolitiken. Ett sådant argument rör politisk-ekonomiska aspekter. Det är önskvärt med en hög grad av centralbanksoberoende av penningpolitiska skäl, men det innebär samtidigt att det kan vara nödvändigt att begränsa både antalet mål som centralbanker bör sträva efter och de verktyg som de har till sitt förfogande. Detta har framförts av bland andra Acharya (2015) och Archer (2016).

Ett annat argument mot att använda penningpolitiken för att motverka finansiella obalanser i normala tider är att det kan ge upphov till så kallad moral hazard. Risktagandet i den finansiella sektorn kan öka om penningpolitiken alltför ofta motverkar de negativa effekterna av finansiella obalanser.<sup>27</sup> Dessutom innebär tillgångsköp att centralbankerna exponeras för större finansiell risker. Erfarenheterna från senare tid visar att centralbankens finansiella situation inte kan ignoreras vid beslutsfattande, delvis eftersom en svag kapital situation kan leda till minskat oberoende.<sup>28</sup>

---

modeller som illustrerar hur viktigt det är för penningpolitiken att inkludera finansiella friktioner. Dessa två modeller är specialfall av mer allmänna mekanismer som diskuteras av Ajello m.fl. (2022).

<sup>24</sup> Kreditkanalen förstärker effekterna av räntekanalerna genom olika finansiella friktioner. Framför allt är skuldsättningsgraden i det finansiella systemet en viktig faktor. Risktagandekanalerna betonar att till exempel en låg avkastning på säkra tillgångar kan uppmuntra investerare att söka högre avkastning genom ett högre risktagande. Detta kan påverka sårbarheten i det finansiella systemet.

<sup>25</sup> Se till exempel kommentarerna till Woodford (2012) av Svensson (2012). Smets (2013) ger en översikt över de argument som framfördes strax efter den globala finanskrisen.

<sup>26</sup> Detta argument verkar ibland vara baserat på principen om ett mål och ett verktyg som förknippas med Jan Tinbergens arbete, men relevansen av denna princip för den aktuella frågan har ifrågasatts av Bryant m.fl. (2012).

<sup>27</sup> Buiter m.fl. (2023) betonar argumentet om moral hazard i sin diskussion om centralbankerna som en långivare och marknadsgarant när andra möjligheter är uttömda.

<sup>28</sup> Broeders m.fl. (2024) analyserar rollerna för centralbankernas kapital ur olika perspektiv. Persson och Tabellini (2024) noterar att de finansiella risker som kvantitativa lättnader medför kan kräva mer samordning mellan finans- och penningpolitiken.

### 3.3.1 Penningpolitik och finansiell stabilitet i olika centralbanker

Erfarenheterna från den globala finanskrisen innebar att flera centralbanker såg över sina penningpolitiska ramverk med avseende på hur finansiella stabilitetsrisker bör beaktas. Slutsatserna har varierat mellan olika länder. **Norges Bank** skrev i sin penningpolitiska rapport i mars 2012 att räntebeslut tas med hänsyn till riskerna för finansiella obalanser utöver utsikterna för inflation och resursutnyttjande. Penningpolitiken lutade sig med andra ord mot vinden och 2013 ändrades namnet på Norges Banks penningpolitiska rapporter till "Penningpolitisk rapport med bedömning av finansiell stabilitet". Denna ändring återställdes dock 2023. I en ny lag från 2020 fick Norges Bank ett trefaldigt mandat med finansiell stabilitet rankad över konjunkturstabilisering.<sup>29</sup> I deras penningpolitiska rapport står att "Inflationsmålsstyrningen ska vara framåtblickande och flexibel, så att den kan bidra till hög och stabil produktion och sysselsättning samt till att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser".<sup>30</sup>

Efter en översyn av sin penningpolitiska strategi förklarade **Federal Reserve** i augusti 2020 att Federal Open Market Committee (FOMC) är fast beslutet att fullfölja sitt lagstadgade mandat från den amerikanska kongressen att främja maximal sysselsättning, stabila priser och måttliga långa räntor. Det noterades att ett stabilt finansiellt system är en förutsättning för att man varaktigt ska kunna uppnå maximal sysselsättning och prisstabilitet. FOMC:s beslut återspeglar därför dess långsiktiga mål, dess utsikter på medellång sikt och dess bedömningar av riskbalansen, inklusive risker för det finansiella systemet som kan hindra att FOMC:s mål uppnås.

En sammanfattning av den **Europeiska centralbankens** (ECB) penningpolitiska strategi publicerades i juli 2021. Detta ledde till uttalandet att finansiell stabilitet är en förutsättning för prisstabilitet och vice versa. Fördjupade utvärderingar av samspelet mellan penningpolitiken och den finansiella stabiliteten ska genomföras regelbundet och behandlas vid de penningpolitiska mötena. ECB betonade att man inte systematiskt skulle luta sig mot vinden eller städa upp efteråt. Men ECB:s "medelfristiga inriktning" ansågs ge flexibilitet för penningpolitiken att ta hänsyn till både sysselsättning och finansiell stabilitet.<sup>31</sup>

Efter en översyn av **Bank of Canadas** penningpolitik publicerade banken och regeringen ett gemensamt uttalande i december 2021 som förklarade att penningpolitiken bör fortsätta att fokusera på prisstabilitet. Det noterades att en lågräntemiljö kan vara mer benägen att leda till finansiella obalanser, men att denna risk bör hanteras av regeringen genom finansiell reglering och tillsyn.

<sup>29</sup> Mandatet är enligt lagen: "(1) Målet för centralbanksverksamheten är att upprätthålla ett stabilt penningvärde och att främja stabilitet i det finansiella systemet och ett effektivt och säkert betalningssystem. (2) Centralbanken ska bidra till hög och stabil produktion och sysselsättning."

<sup>30</sup> I sitt anförande vid Riksbankskonferensen den 23 maj 2024 redogjorde centralbankschefen Ida Wolden Bache för bankens "helhetssyn" på penningpolitik och finansiell stabilitet. Se [The quest for nominal stability: Lessons from three decades with inflation targeting 23–24 May 2024 | Sveriges Riksbank](#).

<sup>31</sup> Vid Riksbankskonferensen den 23 maj 2024 gav Frank Smets en uppdaterad beskrivning av sin tidigare (Smets 2013) kategorisering av olika strategier och redogjorde för relationerna mellan ECB:s strategi, Tinbergenprincipen ("Jackson Hole consensus") och att luta sig mot vinden. Se [The quest for nominal stability: Lessons from three decades with inflation targeting 23–24 May 2024 | Sveriges Riksbank](#).

I en granskning av **Reserve Bank of Australia (RBA)** påpekade de Brouwer m.fl. (2023) att bankens ansvar för finansiell stabilitet bör förtydligas i ny lagstiftning. Det bör finnas två mål för penningpolitiken – prisstabilitet och full sysselsättning – och en flexibel inflationsmålspolitik ansågs fortfarande vara det bästa styrsystemet. Men RBA bör åläggas att förklara hur den använder sin flexibilitet, vilket även skulle inkludera hur finansiella sårbarheter beaktats. Granskningen konstaterade att RBA bidrar till finansiell stabilitet genom likviditetsstöd och betalningsansvar, men RBA:s bedömningar av riskerna för den finansiella stabiliteten bör direkt bidra till besluten om makrotillsynsåtgärder som fattas av Australian Prudential Regulation Authority. Det bör även finnas ett nära samarbete mellan myndigheterna enligt granskningen.

På **Reserve Bank of New Zealand (RBNZ)** fattas de penningpolitiska besluten av en penningpolitisk kommitté (tidigare av centralbankschefen) sedan 2019. Kommitténs operativa mål anges i ett ansvarsområde och omfattar ett inflationsmål och att stödja en maximalt hållbar sysselsättning. För att uppnå de operativa målen ska kommittén dels beakta vikten av att skydda och främja stabiliteten i det finansiella systemet, dels försöka undvika onödiga variationer i produktion, räntor och växelkurs. RBNZ har ett separat ansvarsområde för finansiell stabilitet.

I en ny lag som trädde i kraft 2023 är **Riksbankens** penningpolitik och det finansiella stabilitetsansvaret medvetet separerade i olika kapitel. Det överordnade målet för penningpolitiken är att upprätthålla låg och stabil inflation. Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Finansiell stabilitet är inte något motsvarande mål för penningpolitiken utan regleras i ett separat kapitel. Däremot konstaterade regeringen i förarbetena till den nya lagen att finansiella obalanser kan påverka hur snabbt penningpolitiken bör uppnå inflationsmålet.

Sammanfattningsvis är Norges Bank den centralbank som tydligast har förklarat att den är villig att luta sig mot vinden. Bank of Canada verkar vara längst ifrån att luta sig mot vinden och de andra centralbankerna hamnar någonstans däremellan. Noterbart är att ECB hävdar att man inte lutar sig mot vinden men verkar villiga att låta sin flexibilitet ta hänsyn till både sysselsättning och finansiell stabilitet, vilket inte skiljer sig så mycket från Norges Banks inställning.

### 3.4 Mindre utrymme för nationellt självbestämmande i penningpolitiska och finansiella stabilitetsfrågor

Penningpolitikens gränser i en öppen ekonomi diskuteras ofta i termer av det så kallade penningpolitiska trilemmat, vilket härstammar från Marcus Flemings och Robert Mundells arbeten från 1960-talet, se Fleming (1962) och Mundell (1963). Enligt trilemmat kan en öppen ekonomi upprätthålla högst två av följande tre ekonomisk-politiska mål: fri internationell kapitalrörlighet, fast växelkurs och inhemsk penningpolitisk självständighet. Under antagandet om fria kapitalrörelser kan en liten öppen ekonomi som vill använda penningpolitiken för att styra den inhemska ekonomin således inte ha en fast växelkurs. Detta återspeglar en tro på att det finns ett samspel mellan länders ränta och växelkurs enligt det så kallade ränteparitetsvillkoret. Detta villkor förutsätter att obligationer från olika länder är

perfekta substitut och att en flexibel växelkurs därför är nödvändig – under fria kapitalrörelser – för att en liten öppen ekonomi ska kunna ha en viss grad av penningpolitisk självständighet och kunna reagera på utländska störningar.

I en inflytelserik artikel ifrågasatte Rey (2016) flera av de antaganden som är förknippade med trilemmat. Obligationer från olika länder är i allmänhet inte perfekta substitut som trilemmat förutsätter. I princip skulle detta kunna ge en viss självständighet för penningpolitiken även i ett system med fast växelkurs. Dessutom har inhemska och utländska investerare inte bara ett enda värdepapper i varje valuta som de kan investera i som trilemmat antar, utan en rad olika tillgångar med olika likviditet, förväntad avkastning och risk. Den kanske viktigaste poängen som Rey lyfter fram är dock att i en tid av finansiell globalisering kommer en liten öppen ekonomi med fria kapitalrörelser oundvikligen att påverkas av den så kallade globala finansiella cykeln, det vill säga finansiella förhållanden blir mer synkroniserade mellan länder oavsett växelkursregim.<sup>32</sup> Det finns många exempel på detta. Långa räntor är starkt korrelerade även mellan länder med rörlig växelkurs, se figur 3. Avkastningen på riskfyllda tillgångar som bostadsobligationer och aktier är korrelerade. Dessutom antas en svagare växelkurs vanligtvis stimulera den samlade efterfrågan genom att stärka exporten, men Rey påpekar att när inhemska hushåll och företag har skulder i utländsk valuta har en svagare växelkurs inte bara positiva effekter på den samlade efterfrågan.

Slutsatsen av Reys artikel är att det är svårt att kombinera en självständig nationell penningpolitik med fria kapitalrörelser även med en flytande växelkurs. Om de finansiella villkoren till stor del bestäms av omvärlden är valet i praktiken ett val mellan en självständig nationell penningpolitik eller fria kapitalrörelser. Trilemmat är i själva verket ett dilemma.<sup>33</sup>

Inom EU har de flesta medlemsländer valt att ge upp sin nationella penningpolitiska självständighet. Hur stor den faktiska graden av penningpolitisk självständighet är i de EU-länder som valt att stå utanför eurosystelet är en öppen fråga. Rangvid (2024) betonar att den makroekonomiska utvecklingen i Finland, Danmark och Sverige (och även Norge som varken är medlem i EU eller eurosamarbetet) har varit ganska likartad, trots skillnaderna i penningpolitiska regimer. Bylund m.fl. (2024) konstaterar också att den makroekonomiska utvecklingen i Danmark, med en fast växelkurs gentemot euron, och Sverige, med en flytande växelkurs och inflationsmål, har varit likartad.

Ett mindre omtalat trilemma är det som berör den finansiella stabilitetspolitiken, vilket betonar gränserna för den nationella finansiella stabilitetspolitiken, se till

<sup>32</sup> Borio (2014) betonade också vikten av den globala finansiella cykeln.

<sup>33</sup> Om vi beaktar konsekvenserna av internationell rörlighet inte bara för finansiellt kapital utan också för fysiskt kapital och arbetskraft, kan manöverutrymmet för inhemsk ekonomisk politik vara ännu mindre. Det är välkänt från internationell handelsteori att avkastningen på arbete och kapital i princip kan utjämnas mellan länder genom enbart handel med varor och tjänster. Om produktionsfaktorerna också är rörliga mellan länder, vilket de har blivit i allt högre grad, är det ännu svårare att upprätthålla skillnader i reallöner och realräntor mellan länder. Denna fråga är viktig för möjligheten till nationellt självbestämmande i penningpolitiken, men ligger utanför ramen för den här uppsatsen (som utgår från att det är meningsfullt att ha stabiliseringspolitiska mål för en nationell centralbank).



exempel Fareljus m.fl. (2020) och referenserna däri. Enligt detta trilemma är det inte möjligt att samtidigt ha en nationell finansiell stabilitetspolitik, en gränsöverskridande finansiell integration och finansiell stabilitet, endast två av dessa tre faktorer kan vara uppfyllda samtidigt. Om man till exempel vill ha finansiell integration över gränserna och ett stabilt finansiellt system kan den finansiella stabilitetspolitiken inte vara nationell. Det beror på att när den finansiella integrationen ökar i en region minskar i princip incitamenten för de nationella tillsynsmyndigheterna att agera på ett sätt som bevarar den finansiella stabiliteten i regionen som helhet. Om fördelarna med att föra en stabilitetsfrämjande politik sprider sig till regionen som helhet, minskar de nationella tillsynsmyndigheternas vilja att bära kostnaderna för denna politik.

Ökad finansiell integration och stora kapitalflöden mellan länder kommer därför sannolikt att leda till mindre självständighet för de nationella tillsynsmyndigheterna. En konsekvens av detta skulle kunna bli ett ökat samarbete mellan centralbanker och även mellan nationella tillsynsmyndigheter. På tillsyns- och regleringsområdet har det varit fallet, vilket har tagit sig uttryck i bildandet av organisationer som Baselkommittén för banktillsyn, Rådet för finansiell stabilitet och Europeiska systemrisknämnden. Trots kopplingarna mellan finansiell stabilitet och penningpolitik är internationellt samarbete inom penningpolitiken mycket ovanligare, även om den gemensamma valutan i euroområdet är ett viktigt undantag. Viss samordning av penningpolitiken i krissituationer förekommer dock, till exempel valutaswapavtal och samordnade räntebeslut.

De flesta länder har valt en nationellt självständig penningpolitik, fria kapitalrörelser och flexibla växelkurser. Ilzetzki m.fl. (2023) hävdar dock att många länder fortfarande lägger en stor implicit vikt vid växelkursen, vilket strider mot de teoretiska modellerna för strategin med flytande växelkurs/inflationsmål. Vissa centralbanker med inflationsmål har även officiellt intervenerat för att stabilisera värdet på sina valutor, vilket visar att det finns gränser för hur mycket de är villiga att låta den monetära utvecklingen avvika från den i andra länder.

### **3.5 Ny finansiell teknik – kan påverka centralbankers kontroll över likviditeten**

Både den teoretiska litteraturen och det praktiska genomförandet av inflationsmålpolitiken har i ett historiskt perspektiv gjort en ganska snäv tolkning av penningpolitiken, centralbankens roll i det finansiella systemet och transmissionsmekanismerna. Om vi betraktar det finansiella systemets och pengarnas roller i ett bredare sammanhang blir betalningssystemets utformning betydelsefull även för penningpolitiken.

Det finansiella systemet har tre huvudfunktioner: att tillhandahålla ett betalningssystem, att matcha sparare (långivare) med låntagare (investerare) och att göra det möjligt för hushåll och företag att hantera risker genom försäkringar och diversifiering. I dessa funktioner spelar pengar en avgörande roll som en räkneenhet, betalningsmedel och värdebevarare. Ohanian (2001) visar hur dessa olika roller för pengar – beroende på vilken eller vilka typer av friktioner som kännetecknar tillgångs- och produktmarknaderna – påverkar de penningpolitiska

transmissionsmekanismerna. I den nykeynesianska modellen, med dess fokus på pris- och lönestelheter på produktmarknaderna, är det rollen som räkneenhet som är avgörande för penningpolitikens transmission, medan pengarnas roll som betalningsmedel har tonats ned jämfört med mer traditionella makroekonomiska modeller.

I dagens finansiella system skapas pengar av såväl centralbanker som affärsbanker. Centralbanker skapar två typer av pengar: kontanter och så kallade reserver, som är digitala tillgodohavanden som olika finansinstitut kan ha på konton hos centralbankerna. En roll som reserverna har är att underlätta avvecklingen av betalningar mellan affärsbanker och andra finansinstitut. Dessa pengar fungerar således som ett betalningsmedel och värdebevarare för affärsbanker, men utöver dessa roller bestämmer de också tillsammans med kontanter räkneenheten. Notera att affärsbankspengar fanns långt innan centralbanker blev vanliga på 1800-talet. Det kan alltså finnas system med enbart privata pengar, men dessa system visade sig inte vara tillräckligt stabila när ekonomierna och de finansiella systemen växte, se Roberds och Velde (2016) samt Capie m.fl. (1996).

Användningen av centralbankspengar i form av kontanter har minskat i många länder. De pengar som hushåll och företag numera använder i sitt dagliga bruk skapas till största delen av affärsbanker. Dessa pengar har formen av banktillgodohavanden, från vilka betalningar underlättas genom till exempel betalkort anslutna till VISA eller Mastercard. En huvuduppgift för centralbankerna är prisstabilitet – det vill säga att upprätthålla ett stabilt värde på centralbankspengar – men detta skapar också förtroende för affärsbankspengar. Kontanter har traditionellt spelat en viktig roll för att skapa förtroende för affärsbankspengar genom att utgöra ett "nominellt ankare" för privata pengar. En svensk krona som är insatt i en affärsbank kan växlas mot en krona i kontanter och en krona som är insatt i en affärsbank är oftast värd en krona i en annan bank. Förtroendet för affärsbankspengar har alltså stärkts av en hög grad av utbytbarhet mellan centralbankspengar och affärsbankspengar, men också av olika regleringar som lagligt betalningsmedel, insättningsgaranti och tillsyn.

Även om kontanter minskar i användning, så spelar centralbankspengar i form av reserver fortfarande en viktig roll. Ohanian (2001) och Brunnermeier m.fl. (2019) menar att det inte finns några starka skäl att tro att penningpolitiken skulle påverkas negativt om allmänhetens användning av kontanter helt skulle försvinna, så länge centralbankspengarnas funktion som räkneenhet kvarstår. Detta avspeglas till exempel i den nykeynesianska modellen där räkneenheten är pengars fundamentala funktion. Rollen som räkneenhet kan bevaras så länge reserver fortfarande används av affärsbanker i deras avvecklingar mellan varandra. Om även användningen av reserver som betalningsmedel mellan affärsbanker skulle försvinna kan centralbankspengarnas funktion som räkneenhet vara hotad.

### 3.5.1 Nya former av pengar

Ny finansiell teknik i form av privata digitala tillgångar som Bitcoin och Ethereum kan utmana centralbankspengarnas funktion som betalningsmedel, men också som räkneenhet. I sina nuvarande former lider dock dessa valutor av flera problem. Bitcoin

backas inte upp av någon annan tillgång och har inget inneboende värde, vilket innebär att dess värde i förhållande till exempelvis US-dollar kan vara mycket volatilt. Bitcoin lider också av skalbarhetsproblem, vilket hindrar den från att vara ett effektivt betalningsmedel och än mindre en räkneenhet.

Andra kryptotillgångar, såsom stablecoins, är tänkta att hålla ett stabilt värde i förhållande till en centralbanksvaluta, en korg av valutor eller andra säkra tillgångar. Stablecoins kan ha bättre chans att fungera som betalningsmedel än kryptovalutor som Bitcoin, men de är inte utan problem. Precis som tidigare exempel på privata pengar – som kommersiella sedlar på 1800-talet, oförsäkrad avistainlåning och penningmarknadsfonder – kan stablecoins bli föremål för uttagsanstormningar om de lämnas oreglerade, se Bertsch (2023) samt Gorton och Zhang (2021, 2024). Det grundläggande problemet är att stablecoins saknar stöd från staten och kommer därför sannolikt att vara mindre trovärdiga än centralbankspengar. Det är därför viktigt att tillsynsmyndigheter moderniserar de regelverk som hanterar olika former av kryptovalutor för att upprätthålla förtroendet för det finansiella systemet, inte minst för att undvika bedrägerier.<sup>34</sup>

Stora teknikföretag som Apple, Google eller Facebook är potentiella aktörer på kryptovalutamarknaden. Dessa företag kan utmana både affärsbankspengar och nuvarande kryptovalutor som betalningsmedel, och i förlängningen centralbankspengar som räkneenhet, se Brunnermeier m.fl. (2019). De stora teknikföretagen har möjlighet att skapa sina egna "digitala valutaområden" där de använder sin egen digitala plattform där användare kan handla, köpa och sälja kryptovalutor utan inblandning av tredje part som till exempel affärsbanker. Förutom betaltjänster kan de samtidigt erbjuda andra attraktiva funktioner för användarna som olika sociala nätverkstjänster. Även om tekniken är annorlunda idag, så påminner detta om tiden när betalningssystemet dominerades av privata aktörer, alltså tiden före införandet av moderna centralbanker i slutet av 1800-talet och början av 1900-talet. I detta system var penningpolitikens roll att stabilisera valutans värde gentemot guld (och därmed gentemot andra länders valutor), det vill säga den hade ingen ambition som idag att stabilisera inflationen eller den ekonomiska aktiviteten.

Om det finansiella systemet är koncentrerat kring de stora teknikföretagens plattformsbaserade ekosystem kan det minska rollen för affärsbankspengar och försämra den penningpolitiska transmissionen som går via pengars roll som betalningsmedel i banksystemet. Men skulle även de flesta finansiella kontrakt skrivas i teknikföretagens och/eller andra kryptovalutors räkneenhet – och om priserna på sådana digitala valutor är fria att flyta – skulle kontraktens värden variera med den upplevda säkerheten och trovärdigheten hos de privata pengarna. Detta skulle bli ett steg tillbaka till den ineffektivitet som rådde i de privata betalningssystem som fanns innan centralbankerna skapades, se Gorton och Zhang (2024). Det skulle också hota

---

<sup>34</sup> Bertsch (2023) betonar också att efterfrågan på stablecoins är endogen och kan påverkas av penningpolitiken. En lägre nivå på nominella räntor ökar efterfrågan på stablecoins i förhållande till bankinlåning. Detta är också en mekanism genom vilken penningpolitiken kan påverka graden av finansiell stabilitet.

centralbankspengar som räkneenhet och därmed den penningpolitiska transmissionen.

### 3.5.2 Införande av en digital centralbanksvaluta

Centralbankerna analyserar för närvarande olika för- och nackdelar med att införa så kallade digitala centralbanksvalutor (CBDC). Ett skäl för detta är att försöka försäkra sig om att centralbankspengarnas roll som räkneenhet inte hotas, se Armelius m.fl. (2020). En CBDC är tänkt att vara ett digitalt komplement till affärsbankspengar. I denna roll kan den bidra till att säkerställa utbytbarheten och konkurrensen mellan olika privata digitala valutor och centralbankspengar. Om det kan säkerställa ett fast relativpris mellan centralbankspengar och åtminstone vissa privata substitut kan en CBDC bidra till att bevara centralbankspengars roll som räkneenhet, betalningsmedel och värdebevarare. Det skulle kunna jämföras med när centralbanker fick monopol på sedelutgivning i slutet av 1800-talet, se Grodecka-Messi och Zhang (2023). Det finns även andra skäl till att centralbanker överväger att införa en CBDC som till exempel finansiell inkludering, att upprätthålla en hög grad av motståndskraft i betalningssystemet och att uppmuntra till konkurrens på betalningsmarknaden, se Ingves (2020), Ingves m.fl. (2022) och Bertsch (2023). En CBDC skulle också kunna användas för att underlätta gränsöverskridande transaktioner. Detta kräver dock att nationella CBDC utvecklas i samarbete med andra länder, vilket kan ge upphov till nya frågor om nationellt självbestämmande utöver de som diskuterades i föregående avsnitt.

Det finns ingen generell eller accepterad definition av hur en CBDC ska utformas, och inte heller någon praktisk lösning, se till exempel Armelius m.fl. (2020) och Bossu m.fl. (2020). Den är dock tänkt att vara en skuld för centralbankerna på samma sätt som kontanter och reserver är idag och den ska fungera som en räkneenhet i den nationella valutan, ett betalningsmedel och en värdebevarare. Om den införs skulle den vara den säkraste typen av digitala pengar som finns tillgängliga för allmänheten.

Det finns än så länge ingen konsensus om hur införandet av en CBDC skulle påverka affärsbankernas affärsmodell och i förlängningen penningpolitiken och den finansiella stabiliteten, se Grodecka-Messi och Zhang (2023) och hänvisningarna där. Ett skäl till detta är att effekterna för penningpolitiken och den finansiella stabiliteten beror på hur en CBDC utformas. Om en CBDC till exempel skulle vara räntebärande kan det ske stora förflyttningar av pengar från privat bankinlåning till centralbankspengar.<sup>35</sup> En CBDC skulle, i princip, kunna bli så attraktiv att den tränger undan stora delar av affärsbankernas inlåning från hushåll och företag. Dessutom skulle det kunna innebära mindre efterfrågan på andra tillgångar med låg risk som penningmarknadsfonder och statsskuldväxlar, vilket skulle minska tillgången på krediter och påverka det finansiella systemets funktionsätt. Om detta inträffar skulle centralbankerna bli de viktigaste finansiella intermediärerna, vilket var något affärsbankerna en gång i tiden fruktade när centralbankerna fick sedelmonopol för

<sup>35</sup> Detta skulle också kunna hända om CBDC har noll ränta och privata banker sätter en negativ ränta på sina insättningar, men detta är ekonomiskt sett samma sak som att människor buffrar kontanter i ett scenario med negativa räntor på insättningar.

omkring hundra år sedan. För hushåll och företag skulle sannolikt låne- och transaktionskostnaderna öka i ett sådant scenario.

Det finns enkla sätt att minska dessa risker med en CBDC, exempelvis behöver den inte vara räntebärande eller så kan man begränsa det belopp en användare kan ha på sitt konto.<sup>36</sup> Detta påminner om kontanters begränsningar, som inte är ett perfekt substitut till affärsbankspengar. Utformningen av en CBDC kommer med andra ord att innebära olika avvägningar. En CBDC bör inte vara så framgångsrik att den dramatiskt minskar affärsbankernas finansiering eller ökar risken för uttagsanstormningar vid finansiell oro, se Bindseil m.fl. (2024). Samtidigt bör en CBDC vara så framgångsrik att hushåll och företag använder den som ett betalningsmedel. I detta fall kan den bidra till att upprätthålla förtroendet för centralbankspengar och deras roll som räkneenhet, och därmed även den penningpolitiska transmissionsmekanismen och förtroendet för privata pengar och det finansiella systemet mer generellt.

### 3.6 Finanspolitikens roll för penningpolitiken

Under 1970- och 1980-talen präglades många ekonomier av hög inflation, ofta till följd av höga offentliga utgifter i kombination med en ackommoderande penningpolitik. Det saknades en vilja att få ned inflationen, sannolikt på grund av de kortsiktiga kostnader som det skulle medföra. Både regeringarnas och centralbankernas inflationsbekämpande ambitioner saknade med andra ord trovärdighet. När inflationsmålpolitiken infördes – med fokus på prisstabilitet – byggde detta på tanken att penning- och finanspolitiken hädanefter skulle fungera oberoende av varandra. De två politikområdena behövde dock vara förenliga med varandra för att uppnå samhällets mål om både stabila priser och en stabil statsskuld, se Leeper (1991).

I praktiken innebar detta att finansdepartementen skulle fokusera på att stabilisera statsskulden och budgetunderskottet, medan centralbankernas ansvar skulle vara prisstabilitet. Centralbankerna fick en hög grad av oberoende för att skapa trovärdighet för en låg och stabil inflation, och oberoendet innebar bland annat liten eller ingen interaktion med finansdepartementen. Detta utesluter inte att finanspolitiken kan ha stabiliserande effekter på ekonomin genom olika automatiska stabilisatorer, som till exempel inkomstskatter och arbetslöshetsförsäkringar. Men finanspolitisk aktivism skulle undvikas för att främja regeringens trovärdighet för en stabil skuld och för att minimera risken för misstag.<sup>37</sup>

---

<sup>36</sup> I Kommissionens förslag till förordning om digital euro föreslås till exempel att Europeiska centralbanken ska ha rätt att sätta begränsningar på konton för digital euro, se <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52023PC0369>.

<sup>37</sup> En bra sammanfattning av denna syn ges av Corsetti m.fl. (2023) till exempel på sidan 8: "För att förankra förväntningarna baserades regeringens trovärdighet på en uttrycklig separering av penning-, finans- och regleringspolitiken under antagandet att bristen på samordning mellan dem skulle garantera deras oberoende. Det penningpolitiska mandatet är inriktat på prisstabilitet, det finanspolitiska mandatet på konjunkturstabilisering och skuldållbarhet, och regleringspolitiken på avvägningen mellan finansiell stabilitet och konkurrens".

### 3.6.1 Sambanden och interaktionen mellan penning- och finanspolitiken

Ett sätt beskriva sambanden mellan penning- och finanspolitik är att utgå från den offentliga sektorns sammanslagna budgetrestriktion, eftersom den illustrerar hur statens inkomster och utgifter påverkas av centralbanken respektive finansdepartementet. Statens upplåningskostnader beror på marknadsräntorna som påverkas av förändringar i styrräntan. En del av centralbankernas vinster delas ut till staten, och om centralbankerna skulle gå med förlust kan staten behöva tillföra nytt kapital. Sammansättningen av statsskulden – det vill säga mellan statsobligationer och centralbanksskulder (kontanter och reserver) – är en annan länk som centralbankerna kan påverka. När centralbankerna exempelvis köper statsobligationer genom att ”trycka” nya reserver kan det minska statens finansieringskostnader. Dessutom finns det olika indirekta effekter via penningpolitikens inverkan på inflation, efterfrågan och finansiell stabilitet.

Flera av finansdepartementets åtgärder kan samtidigt påverka penningpolitiken. Skatter och offentliga utgifter påverkar den samlade efterfrågan i ekonomin och därmed inflationen.<sup>38</sup> Underskott eller överskott i statens budget – och den utveckling som detta implicerar för statsskulden – påverkar marknadsräntor och den privata förmögenheten. Det betyder att hur staten finansierar sina utgifter – om det är genom ökad skuldsättning eller högre skatter – kan få konsekvenser för inflation och den ekonomiska aktiviteten. Detta är beskrivet i ”the fiscal theory of the price level”, enligt vilken prisnivån under vissa förutsättningar anpassas så att värdet av statsskulden justerat för prisutvecklingen är lika med nuvärdet av skatteinkomster minus utgifter, se till exempel Cochrane (2023). Historiskt sett finns det många exempel på att finanspolitiken medfört störningar i det finansiella systemet som fått konsekvenser för penningpolitiken. Episoder av hyperinflation är extrema exempel, men det finns exempel från mildare kriser, till exempel euroområdet erfarenheter under den europeiska statsskuldskrisen 2009–10 och i Storbritannien 2022 när Liz Truss planer på att öka utgifterna och minska skatterna uppenbarades.

Separation av penning- och finanspolitik görs också implicit i den enkla nykeynesianska modellen. Man brukar anta att statsbudgeten balanseras i varje period med så kallade klumpsummeskatter, vilket innebär att statsskulden inte antas spela någon roll. Detta har påpekats av till exempel Leeper och Leith (2016) och Cochrane (2023). Över tiden kan separeringen av penning- och finanspolitik i denna dominerande tankesystem som centralbanker ofta förlitar sig på – i kombination med den medvetna separeringen av mer politiska skäl – ha bidragit till att viktiga kopplingar mellan penning- och finanspolitik har förbisetts i det praktiska policyarbetet.

I perioden efter den globala finanskrisen upplevde många länder ett alltför lågt inflationstryck, vilket ledde till att centralbankerna sänkte sina styrräntor till nivåer nära den effektiva nedre gränsen. Det innebar begränsade möjligheter att stimulera ekonomin med ytterligare räntesänkningar och ledde till en diskussion om finanspolitikens roll för att stimulera ekonomin. I Sverige har diskussionerna främst

<sup>38</sup> Det har hävdats att den kraftiga inflationsuppgången i USA under 2021 till stor del kan hänföras till finanspolitiken, se till exempel Anderson och Leeper (2023), Cochrane (2022) och Guerrieri m.fl. (2023).

handlat om specifika aspekter av det finanspolitiska ramverket.<sup>39</sup> Det har dock hävdats att en alltför stram finanspolitik bidrog till Riksbankens svårigheter att föra tillbaka inflationen till målet, se Leeper (2018).<sup>40</sup> Man kan också notera att kombinationen av låga räntor och minskande statsskuld har lett till en strukturell förändring i sammansättningen av den totala skulden i samhället. Minskningen av den offentliga skulden har varit förknippad med en ökning av den privata skulden. Med tanke på den stora förskjutningen från offentlig skuldsättning till privat skuldsättning kan den penning- och finanspolitiska kombinationen även haft konsekvenser för den finansiella stabiliteten.

Att det borde finnas någon form av samordning eller åtminstone informationsutbyte mellan penning- och finanspolitiken är sannolikt önskvärt. Detta är också budskapet i en nyligen genomförd översyn av Reserve Bank of Australia, där man rekommenderar ”ökat samarbete mellan finansdepartementet och RBA om förhållandet mellan finans- och penningpolitikens roller”, se de Brouwer m.fl. (2023). Man kan tänka sig olika lösningar för att samordna penning- och finanspolitiken utan att centralbankernas oberoende går förlorat, se till exempel Thedéen (2023). Centralbankerna kan till exempel publicera scenarier som illustrerar hur finanspolitiken påverkar inflationen och den ekonomiska aktiviteten, och vad konsekvenserna blir för penningpolitiken. På ett mer allmänt plan kan det vara givande för centralbanker och regeringar att föra en dialog om sina respektive uppfattningar om det ekonomiska läget. Varje beslutsfattare skulle kunna klargöra vilka antaganden och prognoser som ligger till grund för deras beslut. Även om detta kan låta som en rekommendation för diskussioner utan samordning skulle det förmodligen innebära en mer seriös analys av samspelet mellan penning- och finanspolitik än under tidigare decennier med inflationsmålspolitik, åtminstone i vissa länder, däribland Sverige.

## 4 Avslutande kommentarer

En viktig faktor bakom inflationsmålspolitikens framgång – inte minst när det gäller att stabilisera inflationsförväntningarna och uppnå prisstabilitet – har förmodligen varit dess flexibilitet i att anpassa sig till nya ekonomiska omständigheter. Inflationsmålpolitiken har gett centralbanker utrymme att anpassa sin politik när det skett stora störningar eller strukturella förändringar i ekonomin för att uppnå prisstabilitet och en stabil ekonomisk tillväxt. Trots detta finns det fortfarande en del lärdomar att dra av 30 år med inflationsmålspolitik. Med utgångspunkt i våra diskussioner drar vi följande åtta lärdomar:

1. Centralbanker har en viktig roll i en modern ekonomi eftersom det finansiella systemet i sig är bräckligt. Kostnaderna för finansiella kriser och en hög och varierande inflation kan vara mycket höga. Finansiella stabilitetsrisker bör därför beaktas i den penningpolitiska analysen – utöver mål för prisstabilitet och sysselsättning.

---

<sup>39</sup> Se Jansson (2021) för kommentarer till den svenska diskussionen.

<sup>40</sup> Bianchi m.fl. (2023) diskuterar också betydelsen av finanspolitik för inflationen.

2. Att införliva modeller som bättre tar hänsyn till friktioner i det finansiella systemet i den penningpolitiska analysen bör ges högre prioritet. Detta skulle förbättra vår allmänna förståelse av penningpolitikens transmissionskanaler, men skulle också kunna leda till nya policyrekommendationer.
3. Centralbankernas penningpolitiska styrsystem är typiskt sett byggda för att ta hänsyn till finansiella stabilitetsrisker. Penningpolitiska verktyg som tillgångsköp och lån, vilka också påverkar storleken och strukturen på centralbankens balansräkning, är en del av den normala verktygslådan. Mer uppmärksamhet bör ges åt transmissionskanalerna för dessa verktyg och deras konsekvenser för finansiell stabilitet, till exempel via kredit- och risktagningsskanalerna.
4. Höga och växande skuldnivåer är kännetecknande för ett modernt finansiellt system. Men detta skapar utmaningar för penningpolitiken och kan till exempel leda till en avvägning mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet. Denna avvägning skulle i princip kunna hanteras på samma sätt som avvägningen mellan pris- och produktionsstabilitet, när finansiell stabilitet inte kan uppnås med andra verktyg än penningpolitiken.
5. Medan den samlade efterfrågans roll för inflationen och penningpolitiken ofta analyseras noggrant har ekonomins utbudssida inte fått samma uppmärksamhet. Systematiska överraskningar med för låg eller för hög inflation tyder på att utbudsförhållandena förtjänar mer analys.
6. Kopplingen mellan penning- och finanspolitiken förbises ofta genom alltför förenklade finanspolitiska antaganden. Modeller med en rikare beskrivning av finanspolitiken behöver få en större roll i den penningpolitiska analysen för att säkerställa att penning- och finanspolitiken är förenliga med varandra, givet politikområdenas målsättningar.
7. Ökad finansiell integration mellan länder har lett till mindre nationellt självbestämmande i penningpolitiska och finansiella stabilitetsfrågor. För att möta dessa utmaningar krävs ett ökat internationellt samarbete mellan centralbankerna. Detta är välkänt när det gäller reglering och tillsyn, men det behövs en bättre förståelse för hur den internationella integrationen påverkar penningpolitiken.
8. Centralbankspengarnas roll som räkneenhet är avgörande för penningpolitikens effektivitet, men ny finansiell teknik kan potentiellt hota denna roll. Införandet av en digital centralbanksvaluta (CBDC) kan vara en åtgärd för att minska riskerna. Inte bara en CBDC:s konsekvenser för det finansiella systemets effektivitet och stabilitet behöver studeras närmare, utan även konsekvenserna för penningpolitiken.

Vi har diskuterat hur strukturella förändringar i den ekonomiska miljön har påverkat centralbankens huvudsakliga verksamheter – penningpolitik, finansiell stabilitet och betalningar – och kopplingarna till finanspolitiken. I det praktiska genomförandet av sin verksamhet måste centralbankerna skapa en organisation med separata funktioner: avdelningar för penningpolitik, finansiell stabilitet, betalningar, tillgångsförvaltning, etcetera. Centralbankerna kan själva välja, eller bli instruerade att ha separata beslutsfattande organ för de olika områdena, och att kommunicera om dem genom olika kanaler, till exempel penningpolitiska rapporter, finansiella



stabilitetsrapporter, etcetera. Men om de olika delarna av centralbankernas organisation, eller det sätt som dess verksamhet utvärderas på, inte tar hänsyn till finansmarknadernas brister och sambanden mellan de olika verksamheterna kan det ändå hända att centralbankerna i slutändan inte uppfyller sina mål på ett tillfredsställande sätt. Vilka slags friktioner som karakteriserar finansmarknaderna avgör vilka åtgärder som centralbankerna behöver sätta in, inte bara i form av normal penningpolitik utan också i form av åtgärder för att förbättra den finansiella stabiliteten eller betalningssystemet.

## Referenser

Acharya, Viral (2015), "Financial stability in the broader mandate for central banks: a political economy perspective", Working Paper nr 11, Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy.

Acharya, Viral, Nicola Cetorelli och Bruce Tuckman (2024), "Where do banks end and NBFIs begin?", Working paper nr 32316, National Bureau of Economic Research.

Ajello, Andrea, Nina Boyarchenko, Francois Gourio och Andrea Tambalotti (2022), "Financial stability considerations for monetary policy: Theoretical mechanisms", Finance and Economics Discussion Series 2022–005, Federal Reserve Board.

Anderson, Joe och Eric M. Leeper, (2023), "A fiscal accounting of COVID inflation", Mercatus Special Study, Mercatus Center, George Mason University.

Archer, David (2016), "A coming crisis of legitimacy?", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 86–95, Sveriges riksbank.

Armelius, Hanna, Carl Andreas Claussen och Scott Hendry (2020), "Kräver vårt monetära system att det finns kontanter (eller en e-krona)?", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 20–33, Sveriges riksbank.

Armelius Hanna, Gabriela Guibourg, Stig Johansson och Johan Schmalholz (2020), "Olika modeller för e-kronans utformning: fördelar, nackdelar och avvägningar", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 85–101, Sveriges riksbank.

Bernanke, Ben S. (1983), "Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, vol. 73, s. 257–276.

Bernanke, Ben S. (2024), "Forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England: a review", Bank of England, 12 april 2024.

Bertsch, Christoph (2023), "Stablecoins: Adoption and fragility", Working paper nr 423, Sveriges riksbank.

Bertsch, Christoph och Johan Molin (2016), "Revisiting the role of central banks as liquidity providers – old and new challenges", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 89–158, Sveriges riksbank.

Bianchi, Francesco, Renato Faccini och Leonardo Melosi (2023), "A fiscal theory of persistent inflation", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 138, s. 2127–2179.

Bindseil, Ulrich (2016), "Evaluating monetary policy operational frameworks", i *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, Proceedings from the Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 179–277.

Bindseil, Ulrich (2018), "An introduction to central banking – lecture notes", mimeo.

Bindseil, Ulrich, Marco Marrazzo och Stephan Sauer (2024), "The impact of central bank digital currency on central bank profitability, risk taking and capital", i *Central Bank Capital in Turbulent Times*, Dirk Broeders, Aerd Houben och Matteo Bonetti (red.), Springer.

Blanchard, Olivier och Jordi Galí (2007), "Real wage rigidities and the New Keynesian model", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, s. 35–65.

Borio, Claudio (2014), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learned?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 45, s. 182–198.

Borio, Claudio och Philip W. Lowe (2002), "Financial and monetary stability: Exploring the nexus", Working paper nr 114, Bank for International Settlements.

Bossu Wouter, Masaru Itatani, Catalina Margulis, Arthur Rossi, Hans Weenink och Akihiro Yoshinaga (2020), "Legal aspects of central bank digital currency: Central bank and monetary law considerations", Working paper nr WP/20/254, International Monetary Fund.

Breeden, Sarah (2022), "Risks from leverage: How did a small corner of the pensions industry threaten financial stability?", tal, 7 november 2022, Bank of England.

Broeders, Dirk, Aerd Houben och Matteo Bonetti (2024), *Central Bank Capital in Turbulent Times*, Springer.

Brunnermeier, Markus, Harold James och Jean-Pierre Landau (2019), "The digitalization of money", Working paper nr 941, Bank for International Settlements.

Bryant, Ralph C., Dale W. Henderson och Torbjörn Becker (2012), *Maintaining financial stability in an open economy: Sweden in the global crisis and beyond*, SNS Förlag.

Buiter, Willem H. (2024), "Central bank capital adequacy: the simple analytics and complex politics", i *Central Bank Capital in Turbulent Times*, Dirk Broeders, Aerd Houben och Matteo Bonetti (red.), Springer.

Buiter, Willem, Stephen Cecchetti, Kathryn Dominguez och Antonio Sánchez Serrano (2023), "Stabilising financial markets: Lending and market making as a last resort", Rapport från den rådgivande vetenskapliga kommittén, nr 13, Europeiska systemrisknämnden.

- Buncic, Daniel (2024), "Econometric issues in the estimation of the natural rate of interest", *Economic Modelling*, vol. 132, s. 1–18.
- Bylund, Emma, Jens Iversen och Anders Vredin (2024), "Monetary policy in Sweden after the end of Bretton Woods", *Comparative Economic Studies*, vol. 66, s. 535–590.
- Capie, Forrest, Charles Goodhart och Norbert Schnadt (1996), "The development of central banking", i *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Forrest Capie, Stanley Fischer, Charles Goodhart och Norbert Schnadt (red.), Cambridge University Press, s. 1–261.
- Cecchetti, Stephen G., Hans Genberg, John Lipsky, and Sushil Wadhvani (2000), "Asset prices and central bank policy", Geneva Reports on the World Economy, nr 2, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research.
- Cecchetti, Stephen G. och Jens Hilscher (2024), "Fiscal consequences of central bank losses", i *Central Bank Capital in Turbulent Times*, Dirk Broeders, Aerdt Houben och Matteo Bonetti (red.), Springer.
- Clarida, Richard, Jordi Galí och Mark Gertler (1999), "The science of monetary policy: A New Keynesian perspective", *Journal of Economic Literature*, vol. 37, s. 1661–1707.
- Cochrane, John (2022), "Fiscal histories", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 36, s. 125–146.
- Cochrane, John (2023), *The Fiscal Theory of the Price Level*, Princeton University Press.
- Cooley, Thomas F. (1995), *Frontiers of Business Cycle Research*, Princeton University Press.
- Corsetti, Giancarlo, Barry Eichengreen, Xavier Vives och Jeromin Zettelmeyer (2023), "The international economic and financial order after the pandemic and war", *The Future of Banking* 5, Centre for Economic Policy Research.
- de Brouwer, Gordon, Renee Fry-McKibbin och Carolyn Wilkins (2023), "An RBA fit for the future", översyn av Reserve Bank of Australia, Australiens regering, mars 2023.
- Diamond, Douglas W. och Philip H. Dybvig (1984), "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, s. 689–721.
- Dincer, N. Nergiz och Barry Eichengreen (2014), "Central bank transparency and independence: Updates and new measures", *International Journal of Central Banking*, vol. 10, s. 189–253.
- Dincer, N. Nergiz, Barry Eichengreen och Petra Geraats (2022), "Trends in monetary policy transparency: Further updates", *International Journal of Central Banking*, vol. 18, s. 331–348.

Farelius, David, Stefan Ingves och Magnus Jonsson (2020), "Financial integration in the Nordic-Baltic region vis-à-vis the EU: A Swedish perspective", policy note nr 189, SUERF.

Faust, Jon och Eric M. Leeper (2015), "The myth of normal: the bumpy story of inflation and monetary policy", i *Inflation Dynamics and Monetary Policy*, Proceedings from the Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Ferguson, Niall, Andreas Schaab och Moritz Schularick (2015), "Central bank balance sheets: Expansion and reduction since 1900", Discussion paper nr 10635, Centre for Economic Policy Research.

Ferguson, Niall, Paul Schmelzing, Martin Kornejew och Moritz Schularick (2023), "The safety net: Central bank balance sheets and financial crises, 1587–2020", Discussion paper nr 17858, Centre for Economic Policy Research.

Filardo, Andrew och Boris Hofmann (2014), "Forward guidance at the zero lower bound", *BIS Quarterly Review*, mars 2014, s. 37–53.

Fleming, Marcus (1962), "Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates", *IMF Staff Papers*, vol. 9, s. 369–379.

Galí, Jordi, (2015), *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle*", Princeton University Press.

Gertler, Mark och Peter Karadi (2013), "QE 1 vs. 2 vs. 3...: A framework for analyzing large-scale asset purchases as a monetary policy tool", *International Journal of Central Banking*, vol. 9, s. 5–53.

Goodhart, Charles A.E. (1987), "Why do banks need a central bank?", *Oxford Economic Papers*, vol. 39, s. 75–89.

Gorton Gary B. och Jeffery Y. Zhang (2021), "Taming wildcat stablecoins", *The University of Chicago Law Review*, vol. 90:2, s. 909–971.

Gorton, Gary B. och Jeffery Y. Zhang (2024), "Protecting the sovereign's money monopoly", *Alabama Law Review*, vol. 75:4, s. 955–1007.

Grodecka-Messi, Anna och Xin Zhang (2023), "Private bank money vs central bank money: A historical lesson for CBDC introduction", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 154, s. 1–19.

Guerrieri, Veronica, Michala Marcussen, Lucrezia Reichlin och Silvana Tenreyro (2023), "The art and science of patience: Relative prices and inflation", Geneva Reports on the World Economy 26, Centre for Economic Policy Research.

Hall, George J. och Thomas J. Sargent (2022), "Three world wars: Fiscal-monetary consequences", *Proceedings of the National Academy of Sciences*, vol. 119.

Hansson, Jesper, Marianne Nessén och Anders Vredin (2018), "Stormen efter lugnet – lärdomar för penningpolitisk analys", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 69–88, Sveriges riksbank.

Hauser, Andrew (2022), "Thirteen days in October: How central bank balance sheets can support monetary and financial stability", tal, 4 november 2022, Bank of England.

Ilzetzki, Ethan, Carmen M. Reinhart och Kenneth S. Rogoff (2019), "Exchange rate arrangements entering the twenty-first century: Which anchor will hold?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, s. 599–646.

IMF (2015), "Monetary policy and financial stability", Staff Report, september 2015.

Ingves, Stefan (2020), "Framtidens pengar och betalningar", *Ekonomiska kommentarer* nr 9, Sveriges riksbank.

Ingves, Stefan, Eva Julin, Stefan Lindskog, Gabriel Söderberg och David Vestin (2022), "Vad är pengar och vilken roll har staten på betalningsmarknaden?", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 6–25, Sveriges riksbank.

Jansson, Per (2021), "Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?", tal, 8 december 2021, Sveriges riksbank.

Jonsson, Magnus och Emelie Theobald (2019), "Förändrad arbetsmarknad – effekter på priser och löner, Phillipskurvan och Beveridgekurvan", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 30–50, Sveriges riksbank.

Kockerols, Thore och Christoffer Klok (2021), "Leaning against the wind, macroprudential policy, and the financial cycle", *International Journal of Central Banking*, vol. 17, s. 177–235.

Kolasa, Marcin, Stefan Laséen och Jesper Lindé (2025), "Unconventional monetary policy in a small open economy", manuskript, Sveriges riksbank.

Leeper, Eric M. (1991), "Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies", *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, s. 129–147.

Leeper, Eric M. (2018), "Sweden's fiscal framework and monetary policy", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 16–48, Sveriges riksbank.

Leeper, Eric M. och Campbell Leith (2016), "Understanding inflation as a joint monetary-fiscal phenomenon", i *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2B, John B. Taylor och Harald Uhlig (red.), Elsevier.

Mundell, Robert (1963), "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates", *Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 29, s. 475–485.

Ohanian, Lee E. (2001), "Shrinking money and the effectiveness of monetary policy", i *Challenges for Central Banking*, Anthony Santomero, Staffan Viotti och Anders Vredin (red.), Kluwer Academic Publishers, s. 229–245.

Persson, Torsten och Guido Tabellini (2024), "Optimal contracts and inflation targets revisited", Working paper nr 436, Sveriges riksbank.

Philippon, Thomas och Ariell Reshef (2013), "An international look at the growth of modern finance", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, s. 73–96.

Rachel, Lukasz och Thomas D. Smith (2017), "Are low real interest rates here to stay", *International Journal of Central Banking*, vol. 13, s. 1–42.

Rajan, Raghuram G. (2005), "Has financial development made the world riskier?", i *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Proceedings from the Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 313–369.

Rangvid, Jesper (2024), "Does the choice of monetary policy regime matter? Evidence from the Nordics", i *Economic Policy beyond the Pandemic in the Nordic countries*, Nordregio rapport 2024:12.

Rey, H el ene (2016), "International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma", *IMF Economic Review*, vol. 64, s. 6–35.

Roberds, William och Francois R. Velde (2016), "The descent of central banks (1400 – 1815)", i *Central Banks at a Crossroads*, Michael Bordo,  yvind Eitrheim, Marc Flandreau och Jan Qvigstad (red.), Cambridge University Press, s. 18–61.

Rogoff, Kenneth (1985), "The optimal degree of commitment to a monetary target", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, s. 1169–1190.

Scharfstein, David S. (2018), "Presidential adress: Pension policy and the financial system", *Journal of Finance*, vol. LXXIII, s. 1463–1512.

Smets, Frank (2013), "Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s.121–160, Sveriges riksbank. Tillg anglig  ven i *International Journal of Central Banking*, vol. 35, s. 263–300.

Sims, Eric, Jing Cynthia Wu och Ji Zhang (2023), "The four-equation New Keynesian model", *Review of Economics and Statistics*, vol. 105, s. 931–947.

Svensson, Lars E.O. (1997), "Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets", *European Economic Review*, vol. 41, s. 1111–1146.

Svensson, Lars E.O. (1998), "Inflation targeting in an open economy: Strict or flexible inflation targeting?", *Victoria Economic Commentaries* 15–1, March 1998.

Svensson, Lars E.O. (2012), "Comment on Michael Woodford, 'Inflation targeting and financial stability'", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 33–39, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2017a), "Utvärdering av Riksbankens prognoser", Riksbanksstudier, maj 2017.

Sveriges riksbank (2017b), "Riksbankens erfarenheter av att publicera reporänteprognoser", Riksbanksstudier, juni 2017.

Thedéén, Erik (2023), "Kopplingarna mellan penningpolitik, finansiell stabilitet och finanspolitik", tal vid Nationalekonomiska föreningen, 23 maj 2023, Sveriges riksbank.

Waldenström, Daniel (2022), "The national wealth of Sweden, 1810–2020", i *Banking, Bonds, National Wealth, and Stockholm House Prices, 1420–2020*, Rodney Edvinsson, Tor Jacobson och Daniel Waldenström (red.), Sveriges Riksbank/Ekerlids Förlag, s. 353–448.

Woodford, Michael (2012), "Monetary policy and financial stability", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 7–32, Sveriges riksbank.