

TAL

DATUM: 2025-11-27
TALARE: Erik Thedéen
PLATS: Monetary Policy in Emerging Markets – Online
Workshop of the National Bank of Ukraine
HANTERINGSKLASS: Ö P P E N

Inflationsmålspolitik i Sverige: lärdomar och utmaningar

Jag vill börja med att tacka för inbjudan att tala här i dag. Riksbanken och National Bank of Ukraine (NBU) har sedan många år ett viktigt och nära samarbete, som bara har fördjupats och spridit sig till allt fler områden sedan Rysslands fullskaliga invasion. Under förra året fick jag möjlighet att bjuda in centralbankschef Pyshnyy till Sverige för att följa vår penningpolitiska process och samtidigt dela med sig av NBU:s erfarenheter av finansiell och civil beredskap, och det gläder mig att i dag få möjlighet att diskutera Riksbankens långa erfarenhet av inflationsmålspolitik. Vi ser fram emot fler sådana här tillfällen att utbyta erfarenheter och ytterligare fördjupa vår nära relation.

Onsdagen den 16 september 1992 var en dramatisk dag i Riksbankens långa historia. I ett försök att försvara kronans fasta växelkurs mot den europeiska valutaenheten ecu beslutade bankledningen att höja styrräntan till 500 procent. Den här extrema räntehöjningen räckte inte, och bara några veckor senare valde man att överge växelkursmålet och låta kronans värde flyta fritt. Riksbanken stod då plötsligt utan en tydlig strategi för hur penningpolitiken skulle bedrivas, men landade ganska snart i ett nytt mål: att hålla inflationen kring 2 procent per år.

Under de trettio år som följt har den nya penningpolitiska strategin i stort sett varit oförändrad och utgjort ett viktigt bidrag till makroekonomisk stabilitet i Sverige. Samtidigt har den ofta stött på nya utmaningar som lett till lärdomar och manat till anpassning. Jag kommer i dag berätta kort om olika perioder där sådana utmaningar uppstått för svensk penningpolitik. Jag vill också lyfta fram ett antal utmaningar som vi fortfarande brottas med, och som det inte är självklart att det finns något entydigt svar på. Penningpolitik kan aldrig bli ett självspelande piano, utan centralbanker måste göra vägval och våga ändra sig när förutsättningarna ändras.

S V E R I G E S R I K S B A N K

Postadress: 103 37 Stockholm, Besöksadress: Brunkebergstorg 11
Telefon: 08-787 00 00, Webb: [riksbank.se](https://www.riksbank.se)

Bakgrunden till inflationsmålspolitiken

Jag tänkte dock inleda med att förklara varför inflationsmålet infördes i Sverige.¹ Efter Bretton Woods-systemets sammanbrott hade svensk penningpolitik fortfarande ett växelkursmål i förhållande till våra handelspartners valutor. Men den ekonomiska politiken utformades inte för att vara konsistent med växelkursmålet. Den stabiliseringspolitiska agendan sattes av finanspolitiken, vars mål var att hålla arbetslösheten låg. De verktyg som användes för att nå detta mål bidrog till återkommande budgetunderskott som drev upp efterfrågan, inflationen och lönerna. Inflationen var ofta högre än i omvärlden och upprepade devalveringar blev därmed nödvändiga under 1970- och 1980-talen.

Under 1980-talet blev det allt tydligare att utvecklingen inte var hållbar. Inflationen nådde 15 procent, bytesbalansen uppvisade mestadels underskott och statsskulden hade tredubblats på tio år mätt som andel av BNP. Flera svenska ekonomer började lyfta fram att det behövdes en ny stabiliseringspolitisk regim med fokus på prisstabilitet.² Vissa steg i den riktningen togs också, men processen påverkades av att en bank- och valutakris utbröt i början av 1990-talet.³ Prisnivån hade återigen stigit snabbare i Sverige än i omvärlden, och kronan ansågs övervärderad och började utsättas för spekulationsattacker. Riksbanken blev tvungen att försöka försvara växelkursen med en allt högre ränta, vilket förvärrade bankkrisen och bidrog till ytterligare devalveringsspekulation.⁴ Till sist blev Riksbanken tvungen att överge växelkursmålet och formulera ett nytt mål.

Eftersom prisstabilitet redan hade börjat lyftas fram alltmer landade Riksbanken och riksdagen ganska snart i att ett inflationsmål skulle ersätta växelkursmålet.⁵ Efter krisen lanserades också flera andra reformer i svensk ekonomi som blev avgörande för att det nya målet skulle kunna uppnås. Arbetsmarknadens parter enades om en ny lönebildningsstruktur som minskade risken för pris- och lönespiraler, och riksdagen enades om ett finanspolitiskt ramverk för att stärka de offentliga finanserna. Budgetprocessen började utgå från ett uppifrån-och-ned-perspektiv, statliga utgifter reglerades och ett överskottsmål infördes för det finansiella sparandet.⁶ Huvudsyftet med reformerna var visserligen inte att nå inflationsmålet, utan att skapa stabilitet i lönebildningen och motverka tendenserna till ökande statsskuld. Men förändringarna bidrog till att den

¹ För en sammanfattning av svensk penningpolitik 1973–2022 se Bylund med flera (2024).

² Till exempel Lars Jonung, Johan Myhrman och andra ledamöter i SNS Konjunkturråd.

³ Det direkta politiska inflytandet över Riksbanken minskades något 1988, regeringen deklarerade 1991 att låg inflation var målet för stabiliseringspolitiken och samma år ansökte Sverige om medlemskap i EU. Sveriges medlemskap i EU innebär att Riksbanken är en del av det europeiska centralbankssystemet (ECBS), för vilket huvudmålet är att upprätthålla prisstabilitet.

⁴ För utförliga beskrivningar av den svenska bankkrisen i början av 1990-talet se Englund (1999, 2015).

⁵ Inspiration hämtades från Nya Zeeland och Kanada, som införde inflationsmål år 1990 och 1991.

⁶ Över tid adderades även ett kommunalt budgetbalanskrav och ett skuldankare. För en översiktlig jämförelse av finanspolitiska regler i Sverige och några andra länder se Lindgren och Nilsson (2025).

ekonomiska politiken blev mer sammanhållen än under den tidigare regimen, vilket gav inflationsmålpolitiken avsevärt bättre förutsättningar.

Genomförandet av inflationsmålpolitiken

Inflationsmålet föddes alltså ur ett kristillstånd i svensk ekonomi där inflationen nått tvåsiffriga nivåer, och penningpolitiken präglades därför inledningsvis av utmaningen att skapa trovärdighet för målet. Riksbanken utvecklade efterhand tre viktiga verktyg i detta arbete. För det första blev **tydlig kommunikation** ett sätt att signalera att Riksbanken hade för avsikt att uppfylla målet. Direktionen lade därför stor vikt vid inflationen i sin retorik och liten eller nästan ingen alls på att stabilisera konjunkturen. För det andra blev **nya analys- och prognosmetoder** viktiga för att Riksbanken skulle kunna uppfylla och ingjuta förtroende för målet, inte minst eftersom ett inflationsmål ställde högre krav på förmågan att vara framåtblickande. Slutligen eftersträvade Riksbanken också att **öka sin transparens**. Detta behövdes bland annat för att förklara hur Riksbanken skulle nå målet, vilket i sin tur skulle bidra till att upprätthålla förtroendet även om man skulle missa målet.⁷ Jag återkommer lite senare till vilka verktyg vi använder oss av idag för att vara transparenta.

Fram till slutet av 2000-talet bidrog sedan inflationsmålpolitiken, de andra reformerna i svensk ekonomi samt en lugnare utveckling i den globala ekonomin ("the Great Moderation") till en allmänt större makroekonomisk stabilitet i Sverige. Inflationen och inflationsförväntningarna sjönk och stabiliserades, den reala tillväxten ökade tydligt och statsskulden föll från sin topp på omkring 70 procent av BNP till endast 37 procent år 2008.⁸ Den positiva utvecklingen, främst för inflationsförväntningarna, gjorde det möjligt för Riksbanken att föra en mer flexibel penningpolitik som även beaktade konjunkturen.⁹

Perioden med makroekonomisk stabilitet kom sedan till ett tvärt slut när den globala finanskrisen bröt ut. Riksbanken blev för första gången sedan inflationsmålet infördes tvungen att snabbt ställa om penningpolitiken kraftigt. Men den verkligt stora utmaningen bestod i att bankens verktyg för att nå målet inte räckte till. Hittills hade Riksbanken enbart använt sig av styrräntan för att stabilisera inflationen och konjunkturen, men på grund av finansiell instabilitet fungerade inte längre penningpolitikens normala kanaler (den så kallade transmissionsmekanismen) på det sätt som krävdes för att den penningpolitiska

⁷ För en beskrivning av hur Riksbankens kommunikation utvecklades se Apel och Vredin (2007).

⁸ Å andra sidan förblev arbetslösheten på en konsekvent högre nivå efter 1990-talskrisen.

⁹ Lars E O Svensson bidrog starkt till den analytiska grunden för inflationsmålpolitiken, se till exempel Svensson (1998). När Riksbankens strategi blev officiellt mer flexibel kommunicerades detta först av Heikensten (1999).

strategin skulle fungera. Riksbanken valde därför att dramatiskt utöka sin utlåning till bankerna för att stabilisera ekonomin igen.

Efter den globala finanskrisen blev nästa stora utmaning för inflationsmålspolitiken – inte bara i Sverige – att inflationen konsekvent hamnade under målet. Detta var inte något som man hade förväntat sig när inflationsmålen infördes efter ett par decennier med hög inflation. Att inflationen blev lägre än målet kunde på sätt och vis uppfattas som något av ett lyxproblem i ett historiskt perspektiv. Å andra sidan kvarstod problemet med en inflation under målet trots att styrräntorna sänktes stadigt och så småningom började närma sig noll. Förtroendet för inflationsmålet blev därmed återigen ett orosmoment. Såväl Riksbanken som många andra centralbanker började då vidta så kallade ”okonventionella åtgärder” genom att införa minusränta och köpa olika typer av värdepapper. Riksbanken använde sig av båda verktygen mellan 2015 och 2019 medan inflationen sakta steg tillbaka till målet, och fortsatte sedan med omfattande värdepappersköp under pandemin.¹⁰

De här okonventionella åtgärderna har blivit föremål för diskussion i Sverige och i många andra länder. Det gäller kanske särskilt värdepappersköpen. Kritiken mot dem intensifierades också senare av att Riksbanken, liksom många andra centralbanker, gjorde stora förluster på köpen när ränteläget steg kraftigt efter pandemin. Min bedömning är att värdepappersköp framför allt är verkningsfulla för att motverka finansiella kriser. När de finansiella marknaderna fungerar normalt är köpens effekter mer osäkra, och de riskerar dessutom att störa marknadernas funktionssätt. Det gäller särskilt köp av privata värdepapper. Omfattande värdepappersköp i syfte att värna inflationsmålet kan vara motiverade, men tröskeln bör vara hög och Riksbanken bör då köpa statspapper i första hand. En viktig lärdom är också att Riksbanken borde redovisa köpens kostnader, finansiella risker och sidoeffekter tydligare om de blir aktuella igen.

Riksbankens senaste utmanande fas har bestått i att bekämpa den höga inflationen efter pandemin. Det är den första gången som inflationsmålspolitiken på allvar har prövats på uppsidan, och det finns därför många lärdomar att hämta från den perioden. Jag tycker att en särskilt viktig observation är att inflationsuppgången kunde vändas relativt snabbt, och inflationsmålspolitiken är en viktig delförklaring till detta. Inflationsförväntningarna i Sverige höll sig stabila kring målet och arbetsmarknadens parter undvek att ge sig in i en pris- och lönespiral, vilket är goda betyg för politiken och en stor skillnad mot när geopolitiska faktorer skapade inflationschocker på 1970-talet.

¹⁰ För diskussioner om Riksbankens erfarenheter av köp av värdepapper, se till exempel Andersson med flera (2022), Kolasa med flera (2025) och Riksbanken (2025).

Utmaningar för inflationsmålspolitiken

Att den senaste inflationsuppgången kunde vändas relativt snabbt betyder dock inte att vi ska ta en låg och stabil inflation för given. Inflationsmålspolitiken utsätts hela tiden för nya utmaningar som kan resultera i både högre och lägre inflation och som centralbanken måste hantera. Det finns också många utmaningar för penningpolitiken som centralbanker konsekvent måste brottas med. Jag skulle vilja lyfta tre av dessa som jag själv har upplevt och ofta funderar på.¹¹

1. Vilken hänsyn ska penningpolitiken ta till finansiell stabilitet?

Penningpolitiken har naturligtvis en direkt påverkan på finansiell stabilitet som är omöjlig att ignorera i beslutsfattandet. Riksbanken och många andra centralbanker är dessutom skyldiga enligt lag att bidra till finansiell stabilitet, även om det i Riksbankens fall är inflationsmålet som styr penningpolitiken. Eftersom finansiella obalanser utgör ett hot mot prisstabiliteten kan det kan dock uppstå situationer där det är rimligt att penningpolitiken försöker motverka dessa inom ramen för inflationsmålet.¹² Centralbanken kan då bli tvungen att göra en avvägning mellan att försöka uppnå inflationsmålet på lite kortare eller lite längre sikt. Riksbanken tampades till exempel med en sådan avvägning under åren mellan finanskrisen och pandemin, då den låga inflationen krävde en alltmer expansiv penningpolitik i en situation när den privata skuldsättningen redan låg på en hög nivå. Riksbanken valde då inledningsvis att inte sänka styrräntan ytterligare, men ändrade sedan strategi när inflationen blev alltför låg och förtroendet för inflationsmålet ansågs hotat. Men det är inte uppenbart hur vi bör agera om en liknande situation skulle uppstå igen.¹³ Den första och viktigaste försvarslinjen mot finansiell instabilitet är effektiva regleringar och makrotillsyn, och i Sverige har andra myndigheter huvudansvaret för detta. Men efter att ha följt de finansiella kriserna i Sverige på nära håll vågar jag personligen inte utesluta att även penningpolitiken kan behöva motverka riskerna framöver.

2. Vilken hänsyn ska penningpolitiken ta till växelkursen?

När man har ett inflationsmål bör växelkursen få flyta helt fritt. I praktiken är den dock så pass viktig för företag och hushåll att centralbanker ofta har svårt att ignorera den.¹⁴ Även Riksbanken väljer ibland att kommentera kronans utveckling, oftast kopplat till vilka effekter den har på inflationen men ibland

¹¹ För tidigare genomgångar av utmaningar kopplade till Riksbankens erfarenheter, se till exempel Ingves (2022), Laséen med flera (2025) och Jonsson och Vredin (2025).

¹² För teoretiska diskussioner om huruvida penningpolitiken bör ta hänsyn till finansiell stabilitet, se till exempel Rajan (2005), Woodford (2012) och Svensson (2012). Smets (2013) ger en översikt av den dåtida litteraturen.

¹³ Vissa menar att centralbankerna borde motverkat riskerna för finansiell stabilitet före den globala finanskrisen, se Borio och Lowe (2002) och Rajan (2005).

¹⁴ Se Ilzetzki med flera (2019).

också när värdet tydligt avviker från vad vi ansett är en rimlig nivå på lite längre sikt. Ibland går dock centralbanker med inflationsmål längre än så, exempelvis genom att intervensera på valutamarknaderna för att motverka kraftiga förändringar i växelkursen på kort sikt. Även Riksbanken gjorde detta år 2001. Min bild är att sådana åtgärder kan vara motiverade under exceptionella omständigheter. Men i normala tider borde centralbanker stålsätta sig och inte bekymra sig för mycket om de kortsiktiga svängningarna, bland annat eftersom de är notoriskt svåra att förstå och prognosticera. Med det sagt måste vi dock anstränga oss för att förstå utvecklingen så bra som möjligt för att veta om och hur den bör beaktas i penningpolitiken.

3. Centralbankens oberoende kan inte tas för givet

Centralbankens oberoende är en viktig del av inflationsmålspolitiken. Att ansvaret för penningpolitiken har delegerats till oberoende tjänstemän gör det lättare att fatta impopulära men nödvändiga beslut, och i förlängningen ökar det också förtroendet för inflationsmålet. Men oberoendet innebär naturligtvis inte att centralbanken är fränkopplad från politiken och fri att göra vad den vill. Penningpolitiken måste vara demokratiskt förankrad, och det är därför upp till folkvalda politiker att besluta om centralbankens grad av oberoende, hur dess mandat ska utformas, vilka som ska leda den, hur den ska finansieras och mycket, mycket mer. Det innebär också att oberoendet inte kan tas för givet, utan hela tiden måste förtjänas. Centralbanken måste konsekvent visa att den gjort vad den kunnat för att uppfylla sitt mandat. Den får heller inte börja fokusera på frågor som ligger utanför mandatet (så kallat "mission creep"), vilket inte minst riskerar att hända när nya ekonomisk-politiska frågor dyker upp i den allmänna debatten. I många fall är det förstås rimligt att centralbanken ägnar visst fokus åt dessa. Men som centralbank måste man vara noga med att inte reflexmässigt ge sig in i alla delar av frågan, utan noggrant tänka igenom vilka aspekter som är kopplade till mandatet och på vilket sätt.

Personligen tycker jag att de svenska erfarenheterna talar för att transparens är en förutsättning för trovärdighet, vilket i sin tur är en förutsättning för oberoende. Jag är därför stolt över att Riksbanken vid flera tillfällen utnämns till en av de mest transparenta centralbankerna i världen.¹⁵ Vi publicerar penningpolitiska rapporter med detaljerad prognosinformation, inklusive om styrräntan, publicerar protokoll från de penningpolitiska mötena, håller pressträffar om våra beslut, redogör årligen för penningpolitiken inför riksdagen och ställs också till svars under utfrågningar. Vi utvärderas regelbundet av oberoende experter och håller över etthundra anföranden om

¹⁵ Se bland annat Dincer med flera (2022), där Riksbanken till och med utnämns till den mest transparenta centralbanken vad gäller penningpolitik.

året för intressenter runt om i landet.¹⁶ Arbetet med transparens kan förstås vara krävande, men det har tjänat oss väl genom att vi har ett fortsatt gott stöd för vårt oberoende och för vår inflationsmålspolitik som helhet. Det är dock helt naturligt – och viktigt – att formerna för vår kommunikation och transparens ändras över tiden. I detta arbete har centralbankerna mycket att lära av varandras erfarenheter.

¹⁶ Till skillnad från de flesta andra centralbanker är Riksbanken inte en myndighet under regeringen utan under Sveriges riksdag. Se Wetterberg (2009) för en historisk beskrivning.

Referenser

Andersson, Björn, Meredith Beechey Österholm och Peter Gustafsson (2022), "Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022", Riksbanksstudie, no. 2 2022.

Apel, Mikael and Anders Vredin (2007), "Monetary Policy Communication: The Experience of the Swedish Riksbank", Czech Journal of Economics and Finance, 57, no. 11-12, 499–519.

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

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.

Dincer, Nergiz, Barry Eichengreen och Petra Geraats (2022), "Trends in monetary policy transparency: further updates", International Journal of Central Banking, vol. 18.

Englund, Peter (1999), "The Swedish banking crisis: roots and consequences", Oxford Bulletin of Economic Policy, vol. 15, no. 3, 80–97.

Englund, Peter (2015), "The Swedish 1990s banking crisis. A revisit in the light of recent experience", presented at the Riksbank Macroprudential Conference, Stockholm 23 – 24 June, 2015.

Heikensten, Lars (1999), "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", Penning- och valutapolitik, nr. 1, 1999, Sveriges riksbank, 5–17.

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.

Ingves, Stefan (2022), "Inflationsmål i snart 30 år – ett robust ramverk för alla tider?", anförande för Nationalekonomiska föreningen, 31 maj, 2022.

Jonsson, Magnus och Anders Vredin (2025), "30 år med inflationsmålspolitik: från enkelt till komplext", Penning- och valutapolitik, nr. 1, 2025, Sveriges riksbank, 41–71.

Kolasa, Marcin, Stefan Laséen och Jesper Lindé (2025), "Unconventional monetary policy in small open economies", Working Paper nr. 450, Sveriges riksbank.

Laséen, Stefan, Marianne Nessén och Ulf Söderström (2025), "Strävan efter nominell stabilitet: lärdomar från tre decennier med inflationsmål", Penning- och valutapolitik, nr. 1, 2025, Sveriges riksbank, 5–21.

Lindgren, Mika och Charlie Nilsson (2025), "Finanspolitiska regler och skuld under 2000-talet: en kort översikt", Penning- och valutapolitik, nr. 2, 2025, Sveriges riksbank, 55–92.

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.

Riksbanken (2025), "Riksbankens yttrande med anledning av Riksrevisionens granskning av Riksbankens tillgångsköp".

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

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, 2012, Sveriges riksbank, 33–39.

Wetterberg, Gunnar (2009), *Pengarna & makten*, Sveriges riksbank och Atlantis.

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