



# ANFÖRANDE

DATUM: 15 oktober 2019  
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves  
PLATS: Money Macro and Finance Research Group, London

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

## Svenska penningpolitiska erfarenheter efter den globala finanskrisen: Vilka lärdomar finns för andra länder?\*

Tack för inbjudan. Det är både inspirerande och ett privilegium att få möjlighet att tala i sådana här lite mer akademiska sammanhang. Även om det var länge sedan jag själv höll på med akademisk forskning så försöker jag hålla mig uppdaterad på vad som händer, delvis för att det ingår i jobbet, men också av eget intresse. Just nu, ungefär ett decennium efter den globala finanskrisen, upplever jag vi är inne i en ovanligt intressant fas.

Världsomspännande ekonomiska händelser som finanskrisen, såsom depressionen på 1930-talet och stagflationen på 1970-talet, sätter ofta betydande spår i både det makroekonomiska tänkandet och den praktiska politiken. Det är möjligt att något liknande kommer att hända också den här gången, men hur ett eventuellt nytt makroekonomiskt paradigms kommer att se ut och vilka policyimplikationerna kommer att bli är fortfarande oklart.<sup>1</sup>

För min egen del har den kris som Sverige och några andra länder genomgick i början av 1990-talet etsat sig fast i minnet, inte minst därför att jag då ledde den så kallade bankakuten som hanterade problemen i den svenska banksektorn.<sup>2</sup> Den krisen satte kanske inte så stora spår i det makroekonomiska tänkandet på global nivå eftersom den var ett mer lokalt fenomen än den senaste finanskrisen. Men för mig var den ett tydligt bevis på hur kostsamma kriser är och hur viktigt det är att försöka undvika dem. Den innebar också att vi i Sverige genomförde

---

\* Jag vill tacka Mikael Apel för arbetet med detta tal och Charlotta Edler, Frida Fallan, Eric Frieberg, Erik Frohm, Jesper Hansson, Pernilla Meyersson, Ann-Leena Mikiver, Åsa Olli Segendorf, Gabriel Söderberg, Ulf Söderström, Anders Vredin och Christina Wejshammar för synpunkter.

<sup>1</sup> För en redogörelse för hur "the Great Recession" hittills har påverkat det makroekonomiska tänkandet och vilka implikationerna skulle kunna bli, se till exempel Blanchard och Summers (2019).

<sup>2</sup> För en beskrivning av den svenska 1990-talskrisen, se Ekonomikommisionen (1993), som i samband med krisen, under ledning av Assar Lindbeck, på kort tid analyserade läget och föreslog riktlinjer för den ekonomiska politikens utformning.

flera viktiga institutionella och strukturella förändringar för att få mer stadga och långsiktighet i den ekonomiska politiken. Detta bidrog sedan till att vi klarade den globala finanskrisen förhållandevis bra.

Jag tänkte inte ge mig in i de riktigt stora och övergripande frågorna kring finanskrisen här idag, utan med gott samvete lämna dessa till forskningen. Men det finns lärdomar och erfarenheter på många olika plan och jag har för avsikt att istället tillämpa den lite mer anspråkslösa strategin "gräv där du står". Det jag mer specifikt tänkte göra är att gå igenom tre aspekter på utvecklingen i Sverige sedan finanskrisen, ge mina personliga reflektioner på dem och indikera vilka lärdomar jag menar finns att dra.

En sådan genomgång behöver inte bli så navelskådande och provinsiell som man kanske skulle kunna befara, utan borde kunna vara av ganska allmänt intresse. Det finns nämligen tydliga kopplingar mellan den svenska utvecklingen och den principiella debatt kring penningpolitiken som förs internationellt. Det har också slumpat sig så att Sverige inte sällan varit ett av de första länder som ställts inför olika nya situationer som behövt hanteras. Och även om andra ekonomier ännu inte stött på de utmaningar som den svenska ekonomin ställts inför så finns en sannolikhet att de kan komma att göra det förr eller senare.<sup>3</sup>

De tre aspekter jag skulle vilja ta upp är följande:

- Riksbanken är en av relativt få centralbanker som uttryckligen använt styrrentan för att försöka motverka att finansiella obalanser byggs upp – en politik som brukar kallas att "luta sig mot vinden". Den är förmodligen dessutom den enda centralbank som behövt överge denna politik, åtminstone tillfälligt, för att fokusera fullt ut på inflationsmålet.
- Den expansiva politik som Riksbanken behövt bedriva för att få inflationen tillbaka till målet har inneburit, liksom för många andra, ett man aktivt använt balansräkningen och ställts inför stora kommunikativa utmaningar. Mitt intryck är att penningpolitiken har debatterats aningen livligare i Sverige än i många andra länder med inflationsmål.
- En utveckling av ett lite annat slag, men som är så pass viktig att den är värd att ta upp, är att användningen av kontanter har minskat snabbt i Sverige och att det idag används mindre kontanter i Sverige än i något annat land. Hur har vi hittills resonerat kring detta?

Jag tänkte gå igenom dessa punkter i tur och ordning, men låt mig först tillägga att det är just mina personliga reflektioner som jag ger uttryck för här, väl medveten om att det kan vara svårt att med distans reflektera över situationer när man själv är mitt i dem. Det är möjligt att mina kollegor i Riksbankens direction håller med

---

<sup>3</sup> Det kan vara värt att notera att Sverige, tillsammans med exempelvis Australien, Nya Zeeland, Kanada och Norge, tillhör en grupp av små öppna ekonomier med rörlig växelkurs och inflationsmål som har relativt likartade utmaningar och problem: Via fria kapitalrörelser har vi importerat en låg realränta, det finns en press nedåt på inflationen via bland annat globaliseringen, de privata skulderna är höga och det finns problem på bostadsmarknaderna.

om mycket av det jag säger, men det kan också hända de har en annan uppfattning i vissa frågor.

## När man måste välja mellan att ”luta sig mot vinden” och inflationsmålet

En av slutsatserna från den globala finanskrisen är att finansiella faktorer och förhållanden måste ges högre prioritet i den ekonomiska analysen och beaktas i större utsträckning när man utformar den ekonomiska politiken. Framför allt blev krisen en signal om att större ansträngningar måste göras för att undvika att finansiella obalanser orsakar problem på makronivå. Det mest konkreta uttrycket för dessa ansträngningar var uppkomsten av politikområdet makrotillsyn, som till skillnad från den traditionella tillsynen av enskilda banker och finansiella institut fokuserar på hela det finansiella systemet och ekonomin som helhet.<sup>4</sup>

En del av diskussionen har handlat om i vilken mån penningpolitiken bör användas för att motverka att finansiella obalanser byggs upp, exempelvis en kraftig och ihållande kreditexpansion. En penningpolitik som ”lutar sig mot vinden” skulle kunna bidra till ökad stabilitet sett över en längre tid, eftersom syftet med att försöka förhindra att finansiella obalanser byggs upp är att de inte ska orsaka problem med den finansiella eller makroekonomiska stabiliteten i framtiden.

De flesta är överens om att penningpolitiken inte ska ha *huvudansvaret* för att förebygga finansiella obalanser, utan att detta ska vila på mikro- och makrotillsynen och ett väl utformat regelverk. En central fråga är dock vilket *understöd* penningpolitiken behöver ge till tillsynen och regelverket för att de ska klara sina uppgifter.<sup>5</sup> Att helt igenom ignorera finansiell stabilitet när man bedriver penningpolitik tror jag är omöjligt.

## Olika syn både i forskningen och bland centralbanker

Det finns dels en växande forskningsrelaterad litteratur om huruvida centralbanker ska ”luta sig mot vinden” – eller bedriva ”prudential monetary policy”, som man ibland kallar det och som kanske är en tydligare beskrivning av vad det handlar om.<sup>6</sup> Dels finns också en mer praktisk policydiskussion. Jag tänkte inte redogöra för forskningslitteraturen utan bara konstatera att vad den i korthet går ut på är att undersöka ett antal effekter och försöka väga dem mot varandra, som hur effektiv styrräntan är för att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser, hur effektiva andra verktyg är och hur *länge* de är effektiva – det vill säga hur lätt de

---

<sup>4</sup> Det kan vara värt att poängtera att i Sverige har gränslinjen mellan makrotillsyn och tillsynen av enskilda banker, mikrotillsynen, aldrig varit särskilt skarp på grund av den marknadsstruktur vi har med ett fåtal dominerande storbanker. Om stabiliteten i en av dessa banker är hotad innebär detta också ett hot mot stabiliteten i det finansiella systemet som helhet. I den meningen kan man säga att vi i Sverige faktiskt sysslat med makrotillsynsanalys sedan ganska lång tid tillbaka.

<sup>5</sup> Ibland vänder man på problematiken och ställer frågan om makrotillsynen bör hjälpa till med konjunkturstabiliseringen. Det är en tanke som jag är skeptisk till.

<sup>6</sup> Caballero och Simsek (2019).

kan kringgås<sup>7</sup> – hur stor negativ påverkan en högre styrränta har på resten av ekonomin och hur stor kostnaden är för den kris man eventuellt avvärrer eller mildrar. För att undersöka detta har man använt sig av teoretiska modeller och simuleringar i siffersatta modeller.<sup>8</sup>

Det är kanske inte särskilt förvånande att huruvida man landar i att det är en bra eller dålig idé att använda penningpolitiken för att motverka finansiella obalanser hänger mycket på vilka antaganden man gör och hur den modell man använder är utformad. Min tolkning av litteraturen är att den ännu inte lutar tydligt åt det ena eller det andra hållet.<sup>9</sup>

Om vi tar ett steg bort från forskningslitteraturen, hur ser det ut i praktiken? Eftersom den akademiska forskningen inte kommit till någon tydlig slutsats är det kanske inte så konstigt att även centralbanker har lite olika syn. Många centralbanker, exempelvis den amerikanska Federal Reserve, verkar skeptiska till att använda styrräntan för att motverka finansiella obalanser, annat än möjligen i absolut yttersta nödfall, om inget annat skulle visa sig fungera.<sup>10</sup> Men det finns också centralbanker som har gjort en politik som "lutar sig mot vinden" till en integrerad del av det penningpolitiska upplägget. Det kanske mest tydliga exemplet idag är Norges Bank. I beskrivningen av Norges Banks uppdrag sägs visserligen att regleringar och tillsyn av finansinstitutioner är de viktigaste medlen för att förhindra störningar i det finansiella systemet. Men det sägs också att: "Om det finns tecken på att finansiella obalanser håller på att byggas upp kan hänsyn till stabil produktion och sysselsättning i några situationer innebära att räntan hålls något högre än den annars skulle ha varit".<sup>11</sup>

## Varför Riksbanken slutade att "luta sig mot vinden"

I Sverige bedrev vi, tills för några år sedan, en motsvarande politik som i Norge. En utveckling som oroade oss, och som vi tyckte att vi behövde hantera, var att hushållens skulder och bostadspriserna hade stigit ganska snabbt under en längre tid. Även om den politik Riksbanken bedrev i huvudsak styrdes av traditionella penningpolitiska motiv, det vill säga hur vi förväntade oss att konjunkturen och inflationen skulle utvecklas under de närmaste åren, så fanns riskerna med hushållens skulder och bostadspriserna med i vår bedömning. För att bidra till att dämpa utvecklingen sattes reporäntan därför något högre än vad som annars hade varit fallet. Det fanns alltså ett inslag av att "luta sig mot vinden" i politiken, i synnerhet

---

<sup>7</sup> Omvänt är en utmaning för makrotillsynen hur man vid regleringar i en viss sektor förhindrar "läckage" till sektorer som inte omfattas av regleringarna. Man kan se makrotillsynsåtgärder som en skuggränta för en viss sektor av ekonomin, som kan relateras till den penningpolitiskt satta styrräntan. Tendensen till läckage blir förstuds högre ju större spänningar som existerar mellan styrräntan och den skuggränta som följer av regleringarna och hur längre räntedifferensen varar.

<sup>8</sup> För en översikt av litteraturen, se till exempel Adrian och Liang (2018). Exempel på studier som menar att penningpolitiken inte bör "luta sig mot vinden" är Internationella valutafonden (2015), Svensson (2017) och Kockeroles och Kok (2019) medan exempelvis Filardo och Rungcharoenkitkul (2016), Gerdrup m.fl. (2017), och Gourio, Kashyap och Sim (2018) och Caballero och Simsek (2019) finner skäl för penningpolitiken att göra detta.

<sup>9</sup> Även Adrian och Liang (2018) landar i att mer forskning behövs för att klargöra vilken roll penningpolitiken bör ha när det gäller att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser.

<sup>10</sup> Se till exempel Yellen (2014), Brainard (2017) och Quarles (2019).

<sup>11</sup> <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Mandat-oppgaver-pengepolitikk/>

åren efter finanskrisen.<sup>12</sup> Men även före krisen påverkade de här farhågorna i viss mån politiken, något som jag pratade om på konferensen i Jackson Hole 2007.<sup>13</sup>

Så vad hände och varför slutade vi att "luta oss mot vinden"? Några år efter finanskrisen kunde man konstatera att inflationen inte hade stigit på det sätt Riksbanken hade räknat med, utan istället blivit överraskande låg. Under exempelvis första halvan av 2013 väntade sig genomsnittet av svenska prognosmakare att inflationen skulle bli knappt 1,5 procent 2014. Men utfallet blev nästan en procentenhet lägre, det vill säga en och en halv procentenhet under målet.

Det innebar att vi fick en allt längre period med inflation under målet. I mitten av 2014 hade inflationen legat under målet oavbrutet sedan 2010, och tidvis dessutom ganska långt under (se diagram 1). När inflationen hade skjutit under målet en tid började också inflationsförväntningarna att falla, även de långsiktiga. Inte ens på fem års sikt räknade aktörerna i ekonomin med att inflationen skulle nå upp till målet (se diagram 2). Även inom lönebildningen fanns tecken på att inflationsmålet började få mindre betydelse.

Det började med andra ord byggas upp en risk att inflationsmålets roll som riktmärke för pris- och lönebildningen skulle börja försvagas – att det nominella ankare som varit en viktig del i den gynnsamma svenska utvecklingen sedan krisen i början av 1990-talet skulle börja släppa. Eftersom grunden i en inflationsmålpolitik är att de långsiktiga inflationsförväntningarna är förankrade vid målet gjorde den här utvecklingen det alltmer angeläget att ganska snabbt få inflationen att stiga tillbaka mot 2 procent. Det stod alltså klart att Riksbanken behövde fokusera helt och hållet på att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Det fanns därmed inte längre något utrymme att bedriva en politik som "lutar sig mot vinden". Riksbanken sänkte därför ganska raskt styrräntan ner till -0,50 procent och inledde också omfattande köp av statsobligationer, särskilt i förhållande till statskuldens storlek.

Detta innebar givetvis inte att vi slutade engagera oss i problemen kring skulder och bostadspriser. Vi har under hela den här tiden i vår kommunikation lyft fram dem som en betydande risk i svensk ekonomi som behöver hanteras, men som vi själva i nuvarande situation inte har möjlighet att hantera.

Jag skulle säga att det framför allt är skillnader i förtroendet för inflationsmålet som förklarar varför exempelvis Norge kunnat bedriva en annan penningpolitik än Sverige efter finanskrisen – förtroendet verkar aldrig ha varit hotat på samma sätt i Norge som i Sverige. Men när det är hotat menar jag att det är väldigt svårt att avstå från att lägga om politiken och prioritera inflationsmålet.

---

<sup>12</sup> Se till exempel Ingves (2012) och Jansson (2013). För ett bemötande av kritiken att Riksbanken "lutade sig mot vinden" mycket kraftigt och att det var huvudskälet till att Riksbanken över huvud taget höjde räntan 2010–2011, se till exempel Jansson (2014).

<sup>13</sup> Ingves (2007). Se även Nyberg (2005), och Heikensten (2008). Heikensten (2008), skriver: "With house prices increasing drastically, risks for the real economy have been perceived to be bigger. On a few occasions in 2004–05 the Riksbank did for that reason not follow a strict inflation-targeting rule. We "leaned against the wind", in the sense that we did not take rates down as quickly as we could have done considering the outlook for inflation alone."

## Naturligt att prioritera inflationsmålet när förtroendet för det är hotat

Såvitt jag känner till har den här förtroendeeffekten hittills inte beaktats särskilt mycket i forskningen, om ens alls. Kostnaderna för att "luta sig mot vinden" antas typiskt sett uppstå på kort sikt, i form av lägre inflation och lägre tillväxt. Men det skulle också kunna vara så att i speciella lägen riskerar förtroendet för inflationsmålet att gå förlorat. Detta kan i sin tur kräva en utdragen och mödosam process för att återupprätta det igen, som man i så fall också bör väga in. Det är sådana farhågor som i hög grad ligger till grund för den politik Riksbanken bedrivit de senaste åren.

Skulle man kunna säga att en politik som "lutar sig mot vinden" *förutsätter* att det finns förtroende för inflationsmålet? Det går förmodligen att konstruera teoretiska och siffersatta exempel där den recession man förhindrar eller mildrar genom att "luta sig mot vinden" är tillräckligt lång och djup för att det ska vara värt att ta även kostnaden för att förlora, och behöva återupprätta, förtroendet för inflationsmålet. Men i praktiken är det väldigt svårt att föreställa sig att om en centralbank bedömer att förtroendet för inflationsmålet håller på att urholkas skulle den ändå hålla fast vid en stramare politik och riskera att inflationsförväntningarna sänks permanent för att därmed *kanske* förhindra en finanskris någon gång i framtiden.

Jag menar inte att det här är ett skäl att *aldrig* bedriva en politik som "lutar sig mot vinden". Tvärtom är jag personligen fortfarande positivt inställd till tanken och kan mycket väl tänka mig att även formellt integrera en sådan politik i det penningpolitiska upplägget på samma sätt som i Norge. Men man skulle kunna säga att en politik som "lutar sig mot vinden" i praktiken är en politik för "vackert väder" – blåsigt men soligt, alltså. Det är bara så länge förtroendet för inflationsmålet är intakt som man kan använda penningpolitiken för att motverka finansiella obalanser. Det skulle jag säga är en av de lärdomar som är värd att ta med sig från utvecklingen i Sverige efter finanskrisen.

## En expansiv politik med kommunikativa utmaningar

Så hur har det gått sedan dess? Den mer expansiva politiken började efter hand få effekt. Tillväxten steg och sysselsättningen ökade. Inflationen började stiga 2015 och nådde 2017 åter inflationsmålet på 2 procent. Sedan dess har den legat kvar nära målet, även om den har minskat något den allra senaste tiden. Även inflationsförväntningarna vände uppåt, både de kortsiktiga och de långsiktiga (diagram 3). I ett internationellt perspektiv har utvecklingen i Sverige dessutom överlag varit positiv, både vad gäller sysselsättning och tillväxt (se diagram 4).

## Intensiv debatt trots god måluppfyllelse

Men att den makroekonomiska utvecklingen i vid bemärkelse har varit god en längre tid innebär inte att allt är frid och fröjd, som man kanske skulle kunna tro. Som jag redan indikerat har den expansiva politiken åtföljts av en intensiv debatt.

Kanske har debatten varit intensivare och penningpolitiken ifrågasatts mer i Sverige än i många andra länder med liknande ramverk. En jämförelse skulle kunna vara debatten i USA. Men till skillnad från där har det i Sverige inte handlat om ett tryck från politiskt håll att bedriva en mer expansiv politik, utan om ett tryck från opinionsbildare och debattörer att bedriva en *mindre* expansiv politik.

En del av förklaringen kan tänkas vara att det funnits en relativt stor skillnad i Sverige mellan å ena sidan den politik som krävts för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet och å andra sidan den politik som skulle ha varit motiverad av utvecklingen i ekonomin i övrigt. Om Riksbanken inte hade behövt ta förtroendet för inflationsmålet i beaktande, utan bara den goda realekonomiska utvecklingen med positivt produktionsgap och stark sysselsättningsutveckling skulle politiken med all sannolikhet ha varit mindre expansiv. Även exempelvis den Europeiska centralbanken har hållit styrräntan negativ under lång tid. Detta har visserligen mött en del kritik i vissa euroländer, men den expansiva politiken har samtidigt varit motiverad inte enbart av en låg inflation utan också av relativt svag realekonomisk utveckling i euroområdet som helhet.

## Effekterna på bostadsmarknaden och växelkursen stötestenar

Det är lite olika saker som har bubblat upp till ytan i den svenska debatten, men som jag ser det har det funnits två huvudteman. Ett hänger samman med det jag nyss var inne på, det vill säga att Riksbanken för ungefär fem år sedan behövde välja mellan att fortsätta att "luta sig mot vinden" och att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet.

Den mer expansiva politik som Riksbanken då började bedriva underlättade förstås inte utan bidrog till att ytterligare stimulera ökningen av skulder och bostadspriser. Finansinspektionen, som sedan 2014 har haft ansvaret för makrotillsynen, har dock vidtagit åtgärder och som ett resultat av detta och möjligen av andra skäl har priserna bromsat in (se diagram 5). Även om utlåningen till hushållen har fortsatt att öka har detta dämpat kritiken mot den expansiva politikens effekter på skulder och bostadspriser. Att ökningstakten i skulduppbyggnaden gradvis har dämpats har sannolikt också spelat in.

Den senaste tiden har diskussionen istället fokuserat på hur kronan utvecklats. Den expansiva penningpolitiken har, via den vanliga växelkurskanalen, bidragit till att kronan har försvagats.

Men i länder med inflationsmål, som Sverige, är det inflationsmålet som ska förankra de långsiktiga förväntningarna medan växelkursen kommer att variera. Under senare år har kronan utvecklats ganska väl i linje med andra små öppna ekonomiers valutor, även om den varit förhållandevis svag den allra senaste tiden också i en sådan jämförelse (se diagram 6). Det finns inte heller skäl att tro att den svenska inflationen relativt omvärldens kommer att göra att kronan försvagas *trendmässigt* framöver eftersom i stort sett alla länder i omvärlden har ett inflationsmål på eller mycket nära 2 procent, precis som Sverige.

Det är förstås ingen garanti i sig för att vi inte kommer att se trender i kronkursen. Sådana kan nämligen också bero på att den *reala* växelkursen, det vill säga den

nominella växelkursen justerad för relativ prisnivå mellan Sverige och omvärlden, inte nödvändigtvis är konstant. Om prisutvecklingen är ungefär densamma i Sverige som i omvärlden kommer anpassningen av den reala växelkursen att ske via trender i den nominella växelkursen. Men det viktiga är att trender i den reala växelkursen styrs av strukturella faktorer, som exempelvis skillnader i produktivitetstillväxten mellan länder.

## Utmaningar i kommunikationen

Ungefär så har debatten sett ut. En observation man kan göra är att den penningpolitik Riksbanken bedrivit har diskuterats livligt, trots att den alltså enbart syftat till att klara det uppdrag vi har från riksdagen. De senaste åren har Riksbanken dessutom klarat uppdraget väl, sett rent objektivt.

Jag drar två slutsatser av detta. Dels tycks debatten gälla själva uppdraget, även om detta inte alltid framgår. Man verkar vilja att Riksbanken skulle göra något annat än det vi har i uppgift att göra. Dels har vi i Riksbanken själva kanske inte lyckats tillräckligt bra med att kommunicera varför vi har det uppdrag vi har, varför vi behövt bedriva den politik vi bedrivit och vilka fördelarna är med ett inflationsmål på 2 procent jämfört med andra penningpolitiska mål.

Att kommunikationen stött på utmaningar är på ett sätt naturligt. När ett penningpolitiskt ramverk varit i kraft tillräckligt länge tenderar fördelarna med det att inte längre framstå som lika uppenbara. Om utvecklingen dessutom varit god, vilket den måste sägas ha varit under perioden med inflationsmålspolitik, blir det lätt att kraven och förväntningarna höjs. Samtidigt är det då lätt att lägga större fokus på nackdelarna, som ju finns i alla ramverk. Det är exempelvis inte så svårt att få gehör för att hög och varierande inflation är dåligt, som var fallet när inflationsmålpolitiken introducerades i början av 1990-talet. Men när minnet av de problemen bleknat är det inte lika lätt att förmedla att ett inflationsmål också ska förhindra att inflationen blir för *låg*, det vill säga att det är viktigt att det i samhället inte bara finns gemensamma förväntningar på hur mycket priser och löner kommer att stiga, utan också att dessa förväntningar ligger förankrade tillräckligt långt över noll. Även om detta argument – att inflationsmålet bör vara tillräckligt högt – är synnerligen centralt är det också när allt kommer omkring relativt abstrakt.

Det är framför allt två förhållanden som jag menar gör att det är viktigt att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet på 2 procent – vilket vår politik de senaste åren alltså har syftat till – och som talar för att målet inte bör vara lägre. Ett är att lönebildningens förutsättningar att effektivt fördela resurserna i ekonomin kan försämrats när den genomsnittliga inflationen är alltför låg. Anledningen är att det i praktiken har visat sig svårt att sänka nominella löner. Om inflationen är låg och de nominella lönerna inte kan sänkas blir det svårt att anpassa relativlönerna mellan olika yrken, företag och branscher. I förlängningen kan detta medföra både högre arbetslöshet och en sämre produktivitetstillväxt i ekonomin. Med en viss inflation mildras dessa problem.

En annan fördel med ett inflationsmål på 2 procent, som varit särskilt tydlig under senare år, är att en mycket låg genomsnittlig inflation skulle göra det svårare för penningpolitiken att motverka lågkonjunkturer. Om inflationen i genomsnitt är



mycket låg i en värld med ett lågt reallränteläge, som vi har idag, kommer även den nominella räntan i genomsnitt att bli mycket låg. Ju lägre räntan är i ett normalt läge, desto mindre utrymme finns det att sänka den innan den når sin nedre gräns. Det blir därmed svårare att motverka framtida lågkonjunkturer genom att sänka räntan. Om man ogillar negativ ränta så bör man alltså inte förespråka ett lägre inflationsmål, eftersom det skulle innebära just att reporäntan kommer att behöva vara negativ oftare och under längre perioder. Det finns en omfattande internationell diskussion om huruvida ett mål på 2 procent, som de flesta utvecklade länder har idag, verkligen ger tillräckligt utrymme för att bedriva en så expansiv penningpolitik som man ibland behöver göra.<sup>14</sup>

Men i den löpande, dagliga penningpolitiska kommunikation ska alltså dessa relativt abstrakta argument om fördelarna med ett trovärdigt och tillräckligt högt inflationsmål ställas mot observationer som är betydligt mer konkreta för aktörerna i ekonomin: att styrräntan ganska länge varit negativ – ett i sig historiskt sett exceptionellt förhållande – i ett läge där produktionen och sysselsättningen överlag har utvecklats väl, och den expansiva politiken bidragit till att utlåningen har fortsatt att öka och medfört att kronan har försvagats.

## Regelbundna översyner av uppdraget viktigt för förståelse och legitimitet

Vad finns det för lärdomar i detta? Jag tycker till att börja med att det är en ganska nyttig observation att en centralbank med ett inflationsmål ibland kan behöva bedriva en så exceptionell politik att legitimiteten för politiken ifrågasätts, trots att syftet med den är att fullgöra det uppdrag centralbanken är satt att utföra. Med tanke på den internationella ekonomiska miljön idag med lågt reallränteläge och krafter som verkar återhållande på inflationen är detta något som allt fler länder kan få erfara framöver.

En lärdom av detta menar jag är att det är bra att återkommande se över det penningpolitiska uppdraget offentligt, så att det blir tydligt vad centralbankens uppdrag faktiskt är och att den inte gör något annat än det den är tänkt att göra. Detta skulle bidra till både bättre förståelse och ökad legitimitet för den politik som centralbanken bedriver.

Här ska inflikas att Riksbankens *penningpolitik* utvärderas varje år, det vill säga hur Riksbanken har *utfört* sitt uppdrag. Riksdagens finansutskott gör en årlig utvärdering som bland annat baseras på ett underlag, "Redogörelse för penningpolitiken", som Riksbanken sammanställer och publicerar.<sup>15</sup> Därutöver engagerar Finansutskottet ibland även externa experter för att utvärdera den svenska penningpolitiken. Hittills har tre sådana utvärderingar genomförts: Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin gjorde en för perioden 1995-2005, Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet gjorde en för perioden 2005-2010 och Marvin Goodfriend och Mervyn King gjorde en för perioden 2010-2015.<sup>16</sup> Dessa externa utvärderingar har ibland

---

<sup>14</sup> Exempel på förespråkare för ett högre inflationsmål är Blanchard m.fl. (2013), Ball (2014), Krugman (2014), Rosengren (2015) och Yates (2019).

<sup>15</sup> Se Sveriges riksdag (2018) och Sveriges riksbank (2018a) för de senaste versionerna av dessa publikationer.

<sup>16</sup> Giavazzi och Mishkin (2006), Goodhart och Rochet (2011) och Goodfriend och King (2016).

kommit in på frågor som har med målformuleringen att göra, men deras huvudsakliga syfte har varit att utvärdera den penningpolitik som har bedrivits, utifrån den *befintliga* målformuleringen. Dessa utvärderingar är utan tvekan värdefulla och fyller sitt syfte väl, men det något annat jag har i åtanke här.

I Kanada har man valt en ordning med översyner av centralbankens uppdrag vart femte år.<sup>17</sup> I den senaste översynen från 2016 analyserade man bland annat om nivån på inflationsmålet var den mest lämpliga.<sup>18</sup> Det är möjligt att översynerna kunna göras något mera sällan, eftersom penningpolitiska målformuleringar sannolikt har ganska lång ”hållbarhet” och kanske inte behöver ses över riktigt så ofta.

En sådan återkommande översyn skulle sannolikt inte leda till stora förändringar över tiden, vilket de inte heller har gjort i Kanada. Men då och då kan slutsatsen bli att en ändring i den penningpolitiska målformuleringen vore att föredra, vilket givetvis skulle vara helt i sin ordning. Det viktiga är att uppdraget formuleras efter att ha genomlysts och prövats objektivt och vetenskapligt och att det inte bestäms av kortsiktiga politiska motiv eller subjektiv opinionsbildning i medierna.

Om man inför en ordning med regelbundna översyner måste man förstås beakta juridiska aspekter. För svenskt vidkommande innebär detta exempelvis att både uppdraget och formerna kring det ska vara förenligt med EU-lagstiftningen. Där framgår bland annat att centralbanken ska upprätthålla prisstabilitet. Även om det lägger restriktioner på de uppdrag centralbanken kan ha, så finns ändå vissa frihetsgrader vad gäller den exakta målformuleringen. Att centralbanken på det ena eller andra sättet ska verka för just prisstabilitet är också naturligt. Formerna för översynerna måste också beakta att centralbanken ska utföra sitt uppdrag utan påverkan från medlemsstatens parlament, regering eller något annat organ.

Om vi hade haft en ordning med återkommande översyner av penningpolitikens målformulering i Sverige hade den stundtals nästan överraskande hetsiga debatt som vi haft de senaste åren sannolikt varit mer nyanserad. De frågor som lyfts i debatten hade då utretts offentligt i dessa översyner på ett objektivt och vetenskapligt sätt, och det hade varit tydligt att Riksbanken inte ”kör sitt eget race” frikopplat från den uppgift vi har. Och det är givetvis betydligt lättare att motivera den politik en centralbank bedriver om uppdraget har setts över högst några år tidigare än som i Sveriges fall för mer än tjugofem år sedan när målet bestämdes, vilket gör att dess status och innebörd idag förefaller oklara för många.

Jag tror att regelbundna översyner av uppdraget också skulle kunna vara ett sätt att motverka de krafter som vill göra centralbankerna mindre självständiga och som idag verkar finnas på många håll i världen. Det skulle göra det tydligare att centralbankerna agerar utifrån det uppdrag de har och inte bara gör lite som de vill, vilket tycks vara en inte helt ovanlig uppfattning idag.

---

<sup>17</sup> James Bullard, chef för Federal Reserve Bank of St. Louis, har uttryckt liknande tankar, se Federal Reserve Bank of St. Louis (2019).

<sup>18</sup> Bank of Canada (2016).

## Den minskande användningen av kontanter

Låt mig så övergå till min tredje punkt som handlar om något helt annat, nämligen Riksbankens roll som garant för betalningsväsendet och den tysta men genomgripande revolution som pågår på den svenska betalningsmarknaden.

Med väldigt långa mellanrum, kanske en gång per sekel eller så, inträffar fundamentala förändringar i länders betalningsväsende. Dessa förändringar kan ibland vara väl så viktiga som de förändringar i det makroekonomiska tänkandet som tycks inträffa med ett antal decenniers mellanrum.

Det har givetvis hänt kolossalt mycket med betalningsväsendet genom seklen. Men om vi håller oss till de senaste drygt två hundra åren och Riksbankens roll som leverantör av sedlar och mynt så finns två hållpunkter som är värda att notera. I båda fallen handlade det om att man ville använda lagstiftning för att garantera att Riksbanken skulle ha ensamrätt att förse landet med kontanter.<sup>19</sup>

Det första fallet var år 1809 när Sveriges betalningssystem var i stor oreda.<sup>20</sup> För att finansiera ett krig tjugo år tidigare hade man gett ut stora mängder så kallade riksgäldssedlar, papperspengar utan bakomliggande täckning, vid sidan av sedlarna från Riksbanken (som då hette Riksbankens Ständers Bank). Förutom att skapa inflation innebar det att Sverige fick två parallella myntsystem som skapade osäkerhet, spekulation och förluster för enskilda personer.<sup>21</sup> I den nya regeringsformen 1809, som också gav regeringen och riksdagen en större roll i förhållande till kungamakten, skrevs därför in att riksdagen skulle ha ensamrätt att via Riksbanken ge ut sedlar.

Det andra fallet är ungefär hundra år senare, 1904, när det så kallade sedelmonopolet trädde i kraft. Det innebar återigen att Riksbanken fick ensamrätt på att ge ut kontanter. Konkurrensen kom den här gången från de spar- och affärsbanker som uppstått under 1800-talet och som hade börjat ge ut egna sedlar.<sup>22</sup> Man kan se sedelmonopolet som ett uttryck för att bankerna och Riksbanken vid den här tiden började renodla sina roller. Riksbanken överlät den reguljära bankverksamheten helt och hållet på den framväxande banksektorn, och började själv alltmer ta rollen som centralbank – bankernas bank i stället för allmänhetens – och garant för penning- och betalningsväsendet.<sup>23</sup>

## Riksbanken överväger en e-krona

Lite mer än hundra år senare har frågan om Riksbankens utgivning av kontanter återigen blivit aktuell, men av en helt annan anledning. Den här gången handlar

---

<sup>19</sup> Resonemangen nedan gäller i strikt mening bara sedlar. Rätten att tillverka och ge ut mynt överfördes från regeringen till Riksbanken först 1986.

<sup>20</sup> Läget i Sverige 1809 var kritiskt även i många andra avseenden. Kungen hade avsatts i en statskupp, landet var involverat i tre krig och hade just förlorat den östra riksdelen, Finland, till Ryssland. Det var viktigt att snabbt få en ny regent och en ny regeringsform på plats, inte minst för att kunna förhandla fram angelägna fredsavtal. För en mer detaljerad genomgång av utvecklingen vid denna tid, se till exempel Petri (2017).

<sup>21</sup> Personliga förluster på riksgäldssedlar var en bidragande orsak till att kungen som initierat systemet, Gustav III, mördades 1792, se till exempel Wetterberg (2009).

<sup>22</sup> Att detta kunnat ske trots bestämmelsen i regeringsformen från 1809 förefaller ha berott på dels att det fanns ett behov att främja framväxten av ett svenskt banksystem, dels att banksedlarna inte formellt gällde som lagligt betalningsmedel, trots att de i praktiken fungerade som ett sådant; se Sveriges riksdag (1897), s. 10.

<sup>23</sup> För en mer detaljerad genomgång, se Söderberg (2018).

det inte om att andra konkurrerar med Riksbanken om att ge ut sedlar, utan om att allmänhetens *användning* av kontanter har minskat i mycket snabb takt, och idag är lägre än i något annat land (se diagram 7). Det beror på en kombination av att bankerna introducerat ny teknologi som är billigare än att hantera kontanter och att de flesta människor i Sverige tycker att dessa lösningar är bekvämare. Men en baksida av denna utveckling är att om den fortsätter kan Sverige inom ett antal år befinna sig i ett läge då kontanter inte längre är allmänt accepterade av hushåll och handlare. Den tekniska utvecklingen kan med andra ord göra fysiska sedlar irrelevanta.

Det här väcker en del verkligt fundamentala frågor om betalningsväsendet som vi tidigare inte behövt ta ställning till. Om kontanter helt skulle fasas ut inom en inte alltför avlägsen framtid så skulle det, i princip för första gången i svensk modern historia, inte längre finnas ett betalningsmedel vars värde är garanterat av staten, via Riksbanken. Vi skulle alltså stå inför en situation där alla betalningsmedel som allmänheten har tillgång till ges ut och kontrolleras av privata aktörer, på en betalningsmarknad som är starkt koncentrerad. Det skulle kunna göra det svårare för Riksbanken att klara sitt uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Mot den här bakgrunden har Riksbanken sedan en tid tillbaka börjat undersöka möjligheten att ge ut en ny form av digitala kontanter, en så kallad e-krona. I detta digitaliseringens tidevarv, när flera så kallade kryptovalutor redan existerar och andra, som Libra, står i begrepp att introduceras, är Riksbanken långtifrån den enda centralbank som tittar på frågan om digitala centralbankspengar. Men eftersom kontantanvändningen minskar så pass snabbt i Sverige har vi en lite större press på oss än andra länder att komma fram till en slutsats.

Riksbanken har redovisat sitt arbete med e-kronan i två rapporter.<sup>24</sup> Det finns givetvis en mängd aspekter att beakta – ekonomiska, juridiska, tekniska och till och med närmast filosofiska. Det jag tänkte säga något om här är hur en e-krona skulle kunna påverka Riksbankens möjligheter att bedriva penningpolitik.<sup>25</sup>

## Olika effekter om e-kronan blir räntebärande eller inte

Vilka effekter en e-krona skulle få skiljer sig ganska mycket åt beroende på om den skulle vara räntebärande eller inte, det vill säga om man skulle koppla en ränta till e-kronan. En e-krona som inte är räntebärande skulle mer likna dagens kontanter och därför innebära mindre förändringar, men de penningpolitiska konsekvenserna skulle inte vara helt obetydliga.

Exempelvis skulle Riksbanken sannolikt inte längre kunna sänka styrräntan till de nivåer den legat på de senaste åren. Tidigare antog man allmänt att centralbanker inte skulle kunna sänka sina räntor under noll. Skälet var att man trodde att aktörerna i ekonomin – hushåll, företag, banker och finansiella institutioner – då skulle börja hålla stora mängder kontanter eftersom räntan på dessa är noll och alltså högre än den negativa räntan. Idag vet vi att centralbankers styrräntor kan vara negativa utan att det sker någon massiv flykt till kontanter. En förklaring är att det

---

<sup>24</sup> Sveriges riksbank (2017, 2018b). För en aktuell lägesrapport om e-kronaprojektet, se Söderberg (2019).

<sup>25</sup> För en mer detaljerad genomgång av detta, se Armelius m.fl. (2018).

är kostsamt och krångligt att hålla kontanter och man är därför villig att ta en viss kostnad för att slippa göra detta. Men en e-krona skulle ändra förutsättningarna. Till skillnad från fysiska kontanter skulle e-kronan inte kräva att enskilda aktörer behöver investera i sätt att förvara, transportera och försäkra kontanterna. Det innebär att den nedre gränsen för styrräntan skulle höjas, sannolikt till noll, alltså där man tidigare antog att den låg. I den meningen skulle en e-krona kunna komma att begränsa penningpolitiken och göra den mindre verkningfull.

Situationen skulle vara helt annorlunda om e-kronan var räntebärande. Nollgränsen skulle då inte längre utgöra en restriktion eftersom avkastningen på själva e-kronan också skulle kunna vara negativ. Om fysiska kontanter dessutom skulle ha fasats helt så skulle styrräntan tvärtom kunna sänkas betydligt längre under noll än idag.<sup>26</sup> Penningpolitiken skulle därmed kunna bli *mer* effektiv, även om motståndet hos ekonomins aktörer sannolikt skulle bli betydande. Redan idag, på mer blygsamt negativa räntenivåer, är detta motstånd stort.

Men med en räntebärande e-krona skulle vi också vara i en helt annan värld. Bland annat skulle räntan på e-kronan bli ett nytt regelrätt penningpolitiskt instrument. Det skulle alltså potentiellt innebära en förändring på många olika plan. Men med nuvarande lagstiftning är det osäkert om det ens är juridiskt möjligt att ge ränta på en e-krona.

## Det krävs en offentlig utredning om e-kronan

Det framgår klart bara av den här korta genomgången att en e-krona skulle kunna få stora konsekvenser för såväl penningpolitiken som samhället i stort. Men som jag också framhållit skulle det i ett historiskt perspektiv även innebära en stor förändring om Riksbanken *inte* längre skulle ge ut några statligt garanterade betalningsmedel som kan innehas av allmänheten.

Med tanke på hur samhällsekonomiskt viktig frågan är kan Riksbanken inte ensam fatta beslut om huruvida Sverige ska ha en e-krona och vilken form den i så fall skulle ha. Det är ett beslut som måste ha gedigen politisk förankring och man kan dra paralleller med de förändringar i betalningssystemet 1809 och 1904 som jag nämnde tidigare.

I maj i år lämnade Riksbanken därför en framställning till riksdagen om att det behövs en offentlig utredning om den framtida betalningsmarknaden. I juni ställde sig riksdagen bakom det förslaget och uppmanade regeringen att snarast tillsätta en utredning av digitaliseringens och den minskade kontantanvändningens konsekvenser för betalningsmarknaden och statens och den privata sektorns roller på denna marknad. På regeringskansliet håller man för närvarande på med att författa kommittédirektiven till den utredningen och se över bemanningen. Kommittén kommer sannolikt att kunna starta sitt arbete i början av 2020.

---

<sup>26</sup> En del ekonomer ser en mer negativ ränta som den bästa lösningen för att skapa handlingsutrymme för penningpolitiken i en värld med mycket låg neutral ränta, som idag – bättre än att exempelvis höja centralbankernas inflationsmål. Detta, menar man, skulle kunna fungera även om det fortfarande finns fysiska kontanter genom att man skapar en växelkurs mellan fysiska pengar och e-pengar och styr denna, se till exempel Rogoff (2017) och Lilley och Rogoff (2019).

Än så länge finns det kanske inte så många lärdomar att dra eftersom vi är inne i en process som i högsta grad fortfarande pågår. En lärdom är möjligen att det inte bara är kriser och makroekonomiska paradigmskiften som ställer stora krav på en centralbank att analysera, tänka i nya banor och anpassa sig, utan även förändringar i betalningsväsendet, även om dessa inträffar mer sällan.

En annan lärdom är att allmänhetens betalningsvanor kan ändras mycket snabbt när väl förutsättningarna finns på plats. På knappt tio år har svenskarnas sätt att betala ändrats dramatiskt. Mellan 2010 och 2018 minskade andelen svenskar som vid sin senaste transaktion använde kontanter från ungefär 40 procent till 13 procent, och den kommer sannolikt att fortsätta minska.

## Min vision av betalningssystemet i framtiden

Låt mig innan jag avrundar ta upp en fråga som engagerar mig särskilt. Det är uppenbart att sätten att betala både i Sverige och omvärlden genomgår en snabb omvandling. Men det handlar inte bara om en minskad användning av kontanter. En annan aspekt är att efterfrågan på omedelbara betalningar fortsätter att öka, det vill säga betalningar som är sekundsnabba och som kan genomföras dygnet runt.<sup>27</sup> När de nuvarande betalningssystemen växte fram under den senare delen av 1800-talet och början av 1900-talet var allt på papper, vilket satte en gräns för hur snabbt allt kunde gå. I framtiden måste vi utgå från att inget är på papper. Det finns därför anledning för stater och centralbanker att fundera på hur penning- och betalningssystemen ska se ut i framtiden och vilken roll de ska spela där.

Den vision jag har för hur det svenska betalningssystemet kommer att se ut i framtiden kan beskrivas på följande sätt. Det ska finnas en juridisk definition av vad som är ett elektroniskt lagligt betalningsmedel och e-kronan ska vara ett sådant lagligt betalningsmedel som ges ut av staten, via Riksbanken. Det ska också vara möjligt att dygnet runt och året om göra betalningar i realtid i e-kronor och dessutom göra åtminstone mindre transaktioner mellan valutor. Det bör finnas en elektronisk statlig ID-handling som också i juridisk mening definierar vem man är, och som en beredskapsåtgärd ska det finnas tillräckligt med fysiska sedlar på olika håll i landet om de elektroniska systemen skulle fallera. Men det här är som sagt en vision och inget som ligger direkt runt hörnet.

Om historien ger oss någon vägledning tror jag inte det är lägligt att helt överlåta designen av det monetära systemet till den privata sektorn. Därtill kan man lägga att en design av "fiat money" och ett inflationsmål kräver någon form av lagstiftning.

## En uppsummering

Låt mig så avrunda med en kort sammanfattning. Jag har gått igenom tre aspekter på utvecklingen i Sverige sedan finanskrisen: att Riksbanken sannolikt är den enda centralbank som, åtminstone för ögonblicket, behövt överge strategin att "luta sig mot vinden" eftersom förtroendet för inflationsmålet var på väg att urholkas; att

---

<sup>27</sup> Detta har bland annat medfört att Europeiska Centralbanken, ECB, har utvecklat ett paneuropeiskt system för omedelbara betalningar, Target Instant Payment Settlement (TIPS).

den politik vi behövt föra för att få inflationen tillbaka till målet har debatterats ovanligt livligt, trots att den bara syftar till att utföra det uppdrag som Riksbanken faktiskt har; samt att kontantanvändningen minskar snabbare och idag är lägre i Sverige än i något annat land.

När det gäller den första aspekten konstaterade jag att även om jag för egen del menar att en politik som "lutar sig mot vinden" mycket väl kan vara motiverad under normala omständigheter så är det också en politik som i praktiken är svår att upprätthålla när förtroendet för inflationsmålet är hotat.

Beträffande den intensiva debatten om Riksbankens politik var min slutsats att det kan vara bra med en ordning där man med jämna mellanrum ser över det penningpolitiska uppdraget och målformuleringen, på det sätt som idag görs i exempelvis Kanada. Detta skulle skapa bättre förståelse och legitimitet för den penningpolitik som bedrivs och tydliggöra att centralbanken faktiskt bara utför det uppdrag den har. Jag tror också att det kan vara rätt väg att gå för att motverka de krafter som vill göra centralbankerna mindre självständiga som nu verkar finnas på många håll i världen

När det gäller den minskade kontantanvändningen finns inte så många slutsatser att dra än så länge. Vad man med säkerhet kan säga är att en e-krona skulle påverka förutsättningarna för penningpolitiken på ett ganska genomgripande sätt, nästan oavsett hur den är utformad. Det är klokt att undersöka möjligheten att introducera e-pengar i andra länder såsom man gör nu, eftersom en av de lärdomar man ändå kan dra från den svenska utvecklingen är att kontantanvändningen i samhället kan minska mycket snabbt.

Det här var de erfarenheter och reflektioner jag hade tänkt dela med mig av. Det är kanske inga revolutionerande slutsatser. Men jag vill gärna tro att de observationer och erfarenheter som vi praktiker och ekonomisk-politiska beslutsfattare gör i vårt arbete så att säga till vardags, sakta men säkert bidrar till att föra det samlade kunskapsläget framåt. Min förhoppning är att detta ska kunna vara åtminstone ett litet bidrag till denna utveckling.

## Referenser

Adrian, Tobias och Nellie Liang (2018), "Monetary policy, financial conditions, and financial stability", *International Journal of Central Banking* 14(1), s. 73–131.

Armelius, Hanna, Paola Boel, Carl Andreas Claussen och Marianne Nessén (2018), "E-kronan och makroekonomin", Penning- och valutapolitik 2018:3, Sveriges riksbank.

Ball, Laurence M. (2014), "The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent", Working Paper WP/14/92, IMF.

Bank of Canada (2016), "Renewal of the Inflation-Control Target – Background Information", oktober 2016, Bank of Canada.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia och Paolo Mauro (2013), "Rethinking Macro Policy II: Getting Granular", IMF Staff Discussion Note 13/03, International Monetary Fund.

Blanchard, Olivier och Lawrence H. Summers (2019), "Introduction: Rethinking stabilization policy: Evolution or revolution?" i Blanchard och Summers (red.), *Evolution or revolution – Rethinking macroeconomic policy after the Great Recession*, The MIT Press.

Brainard, Lael (2017), "Rethinking monetary policy in a new normal", remarks at the Panel on Monetary Policy "Rethinking Macroeconomic Policy", a conference sponsored by the Peterson Institute for International Economics, Washington D.C.

Caballero, Ricardo J. och Alp Simsek (2019), "Prudential monetary policy", NBER Working Paper No. 25977.

Ekonomikommisionen (1993), "Nya villkor för ekonomi och politik", Ekonomikommisionens förslag, SOU 1993:16.

Federal Reserve Bank of St. Louis (2019), "Bullard Discusses the Fed’s Monetary Policy Framework Review", Timely Topics Podcasts and Seminars, August 14 2019, <https://www.stlouisfed.org/timely-topics/bullard-discusses-monetary-policy-framework-review>

Filarido, Andrew och Phurichai Rungcharoenkitkul (2016), "A quantitative case for leaning against the wind", BIS Working Papers No. 594.

Gerdrup, Karsten R., Frank Hansen, Tord Krogh och Junior Maih (2017), "Leaning against the wind when credit bites back", *International Journal of Central Banking* 13(3), s. 287-320.

Giavazzi, Francesco och Mishkin, Frederic S. (2006), "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005", Rapport från riksdagen 2006/2007:RFR1, Sveriges riksdag.

Goodfriend, Marvin och Mervyn King (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015", Rapport från riksdagen 2015/16: RFR 16, Sveriges riksdag.



Goodhart, Charles och Rochet, Jean-Charles (2011), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010", Rapport från riksdagen 2010/11:RFR5, Sveriges riksdag.

Gourio, Francois, Anil K. Kashyap och Jae Sim (2018), "The trade offs in leaning against the wind", *IMF Economic Review* 66(1), s. 70–115.

Heikensten, Lars (2008), "More To It than Just 'Leaning Against the Wind'", artikel i *Financial Times*, 5 juni 2008.

Ingves, Stefan (2007), Housing and Monetary Policy: A View from an Inflation-Targeting Central Bank. I *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Jackson Hole Symposium Conference Proceedings, 433-443, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Ingves, Stefan (2012), "Stora risker med alltför låg ränta", debattartikel, *Svenska Dagbladet*, 18 oktober.

Internationella valutafonden (2015), "Monetary policy and financial stability", IMF Policy Papers.

Jansson, Per (2013), "Hur stoppar vi trenden i hushållens skulder? Ett arbete på flera fronter", anförande vid SvD Bank Summit, 3 december.

Jansson, Per (2014), "Svensk penningpolitik efter finanskrisen – myter och fakta", anförande vid SvD Bank Summit 2014, 3 december.

Kockerols, Thore och Christoffer Kok (2019), "Leaning against the wind: macroprudential policy and the financial cycle", ECB Working Paper Series No. 2223.

Krugman, Paul (2014), "Inflation Targets Reconsidered", uppsats presenterad vid ECB Sintra conference, maj.

Lilley, Andrew och Kenneth Rogoff (2019), "The Case for Implementing Effective Negative Interest Rate Policy", uppsats presenterad vid "Strategies For Monetary Policy: A Policy Conference", The Hoover Institution, Stanford University, 4 maj 2019.

Nyberg, Lars (2005), Husprisutvecklingen och penningpolitiken. Anförande vid Evli Bank, Stockholm, 19 december. Sveriges riksbank.

Petri, Gunnar (2017), *Hans Järta – En biografi*, Historiska Media, Lund.

Quarles, Randal K. (2019), "Monetary policy and financial stability," remarks at "Developments in Empirical Macroeconomics", a research conference sponsored by the Federal Reserve Board and the Federal Reserve Bank of New York, Washington, D.C.

Rogoff, Kenneth (2017), "Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound", *Journal of Economic Perspectives* 31(3), s. 47–66.

Rosengren, Eric S. (2015), "Changing economic relationships: Implications for monetary policy and simple monetary policy rules", anförande 16 april, Federal Reserve Bank of Boston.

Svensson, Lars E. O. (2017), "Cost-benefit analysis of leaning against the wind", *Journal of Monetary Economics* 90, s. 193–213.

Sveriges riksbank (2017), "Riksbankens e-kronaprojekt", Rapport 1, september 2017.

Sveriges riksbank (2018a), "Redogörelse för penningpolitiken 2018", Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2018b), "Riksbankens e-kronaprojekt", Rapport 2, oktober 2018.

Sveriges riksdag (1897), Riksdagens protokoll, andra kammaren, N:o 30, lördagen den 24 april.

Sveriges riksdag (2018), "Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2016–2018", Finansutskottets betänkande 2018/19:FiU24.

Söderberg, Gabriel (2018), "Varför fick Riksbanken sedelmonopol?", Penning- och valutapolitik 2018:3, Sveriges riksbank.

Söderberg, Gabriel (2019), "E-kronan nu och inför framtiden", Ekonomiska kommentarer Nr. 8, Sveriges riksbank.

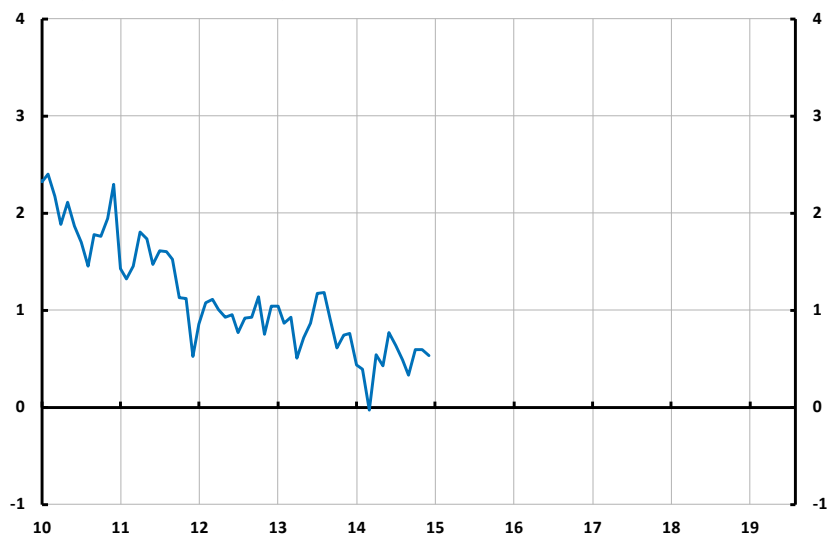
Wetterberg, Gunnar (2009), *Pengarna & makten – Riksbankens historia*, Atlantis, Stockholm.

Yates, Tony (2019), "Will central banks adopt higher inflation targets?", Viewpoint, Fathom Consulting.

Yellen, Janet L. (2014), "Monetary Policy and Financial Stability", anförande vid The 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture. International Monetary Fund, 2 juli.

### Diagram 1: Svag inflationsutveckling...

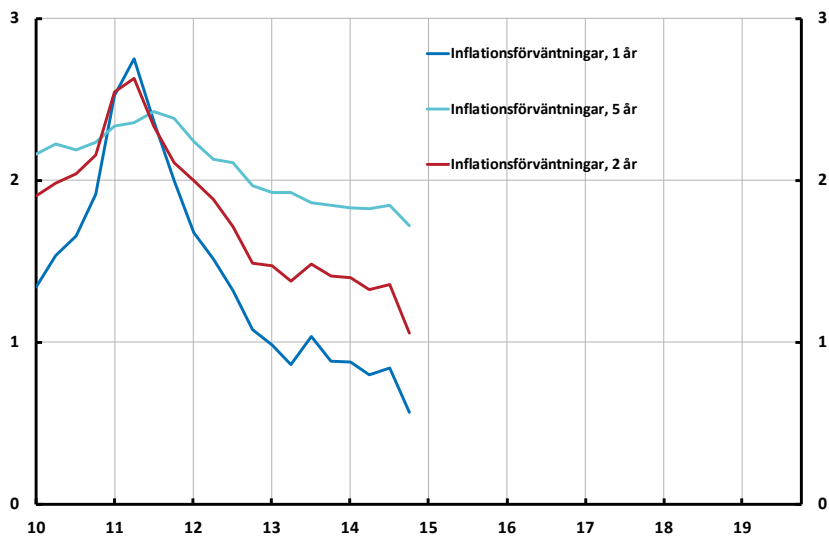
KPIF, årlig procentuell förändring.



Källor: SCB och Riksbanken.

### Diagram 2: ...med fallande inflationsförväntningar

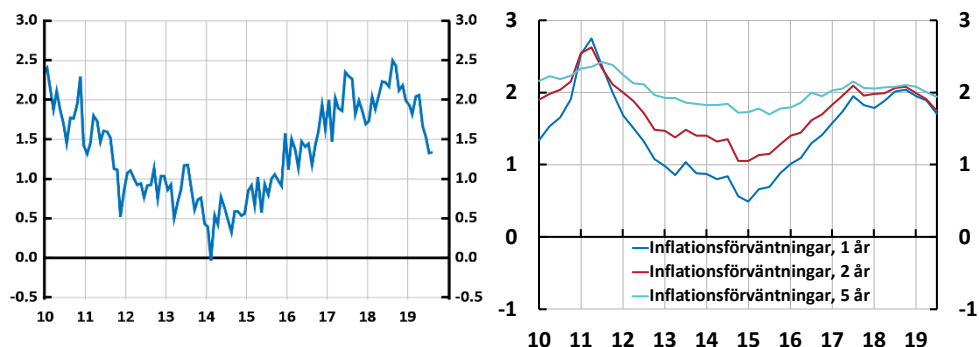
Årlig procentuell förändring.



Källor: Prospera och Riksbanken.

### Diagram 3: Inflationen åter nära målet och förväntningarna förankrade

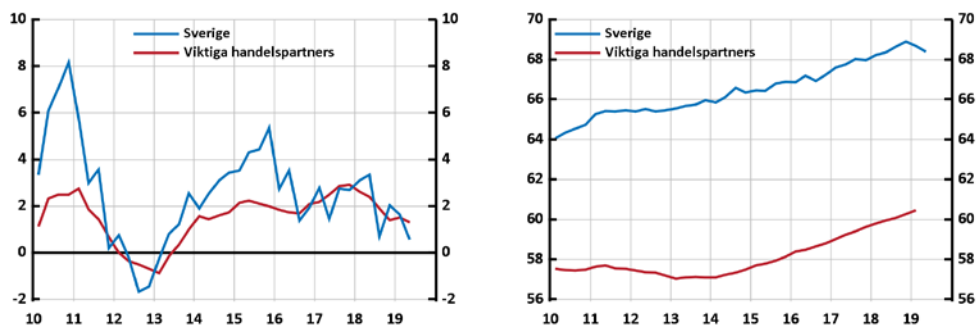
Årlig procentuell förändring.



Källor: Prospera, SCB och Riksbanken.

### Diagram 4: God utveckling av BNP och sysselsättning

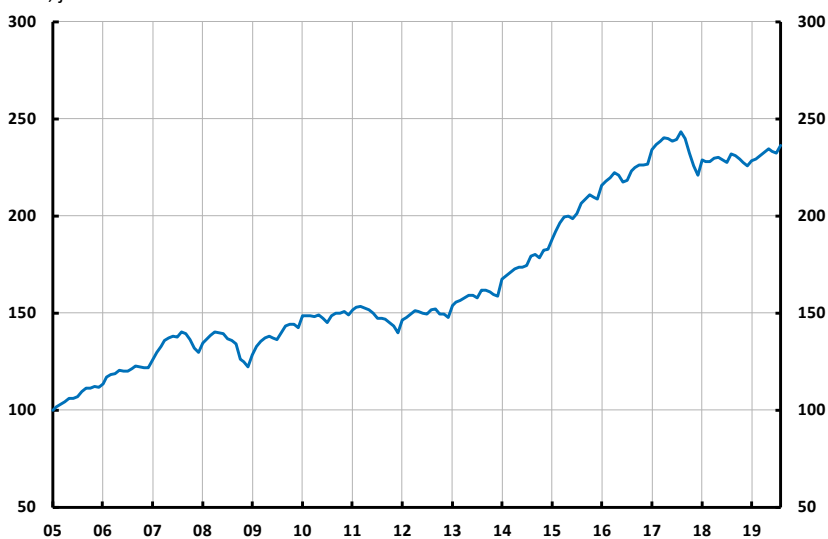
Vä: årlig procentuell förändring. Hö: sysselsatta i procent av befolkningen i åldern 15-74 år.



Källor: SCB och Riksbanken.

### Diagram 5: Ökningen i bostadspriserna har bromsat in

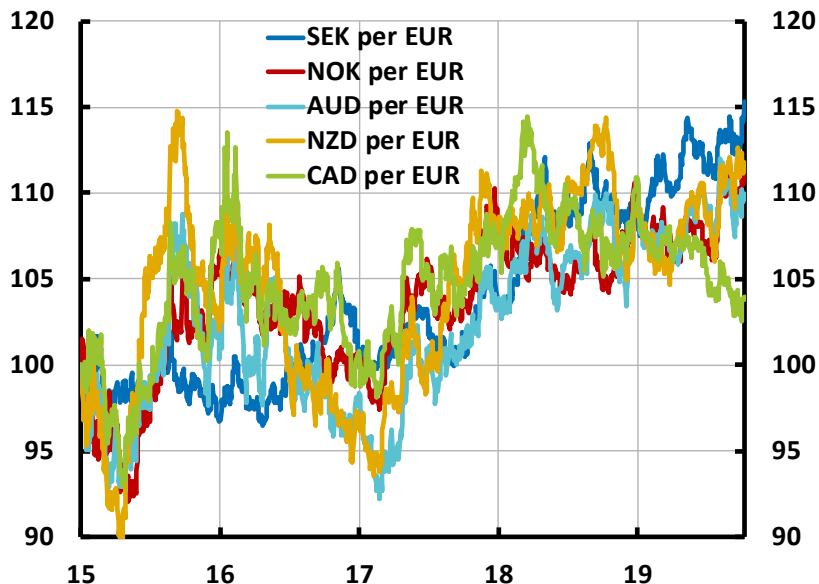
Index, januari 2005 = 100.



Källor: Valueguard och Riksbanken.

### Diagram 6: Likartad utveckling för valutorerna i små öppna ekonomier

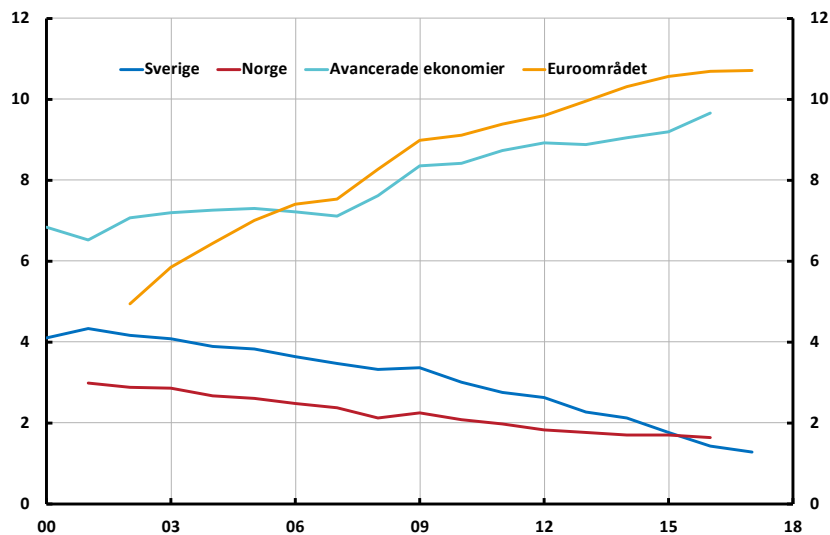
Index, 5 januari 2015 = 100.



Källa: ECB.

### Diagram 7: Användning av kontanter har fallit i Sverige

Procent av BNP.



Källor: BIS och Riksbanken.