

Hur bör vi reglera självständiga centralbanker?

Riksbanken och den penningpolitiska verktygslådan

Fredrik N G Andersson

How should we regulate independent central banks? The Riksbank and its monetary policy toolkit

Within what boundaries are independent central banks allowed to operate? This question is seldom discussed but has gained prominence due to the changes in monetary policy since the 2008/09 financial crisis. Notably, the Swedish central bank, the Riksbank, along with other central banks, has expanded its monetary policy toolkit to include so-called quantitative easing—primarily the purchase of securities, mainly bonds. Originally conceived as crisis instruments, these balance sheet measures have increasingly been embraced as monetary policy tools for stabilizing both the economic cycle and inflation. A growing body of literature suggests that these measures carry numerous adverse side-effects on the macroeconomy, and risk extending monetary policy beyond the original constraints set when the Riksbank gained independence in the 1990s. This article problematizes this evolution and raises the question of whether the monetary policy framework needs to be updated to limit the discretionary space of an independent Riksbank. The article concludes with a discussion on what potential reforms to this framework might entail.

Inledning

Att centralbanken skall vara självständig och inte direkt styras av regeringen eller den lagstiftande församlingen är något som idag sällan ifrågasätts. På goda grunder. Länder med oberoende centralbanker har genom historien haft lägre inflation och en mer stabil makroekonomisk utveckling. En fråga som

Fredrik N G Andersson är verksam vid Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet.
E-post: fredrik_n_g.andersson@nek.lu.se

dock bör diskuteras är vilken handlingsfrihet en självständig centralbank bör ha. Idag regleras penningpolitiken i huvudsak genom ett prisstabilitetsmål. Centralbanken har mer eller mindre fria händer när det kommer till att utforma penningpolitiken och fritt välja verktyg för att nå målet så länge som de uppfyller sitt uppdrag. Sedan 2010-talet har detta resulterat i att centralbankerna har utökat sin verktygslåda med vad som ofta går under namnet okonventionella penningpolitiska verktyg.¹ Här ingår bland annat balansräkningsåtgärder (*kvantitativa lättnader*) som går ut på att centralbanken köper och säljer värdepapper på de finansiella andrahandsmarknaderna.

Frågor kring verktygslådan kan förefalla triviala. Om centralbanken använder sitt traditionella verktyg, styrräntan, eller balansräkningsåtgärder spelar väl ingen större roll? Så är inte fallet. Till exempel har Europeiska Centralbankens (ECB:s) obligationsköp utmanats både i EU-domstolen och den tyska författningsdomstolen (Bobic & Dawson 2020). I maj 2020 fann författningsdomstolen att ECB inte hade i tillräcklig utsträckning analyserat och motiverat storleken på sina värdepappersköp och därmed brutit mot proportionalitetsprincipen i artikel 5.1 i Fördraget om Europeiska unionen (Feld & Wieland 2021). Det fanns enligt författningsdomstolen en risk att ECB agerade utanför sitt mandat och därigenom kommit att påverka politikområden som tillhör medlemsstaterna. Först efter att ECB och den tyska Bundesbank agerat och lovat att ”*continuously assess the effectiveness and efficiency of the monetary policy measures, their transmission channels and their benefits and costs*” (ECB 2020) godkände författningsdomstolen att värdepappersköpen fortsatte. Även om EU-domstolen och den tyska författningsdomstolen till sist fann att köpen var inom ramarna för vad ECB får lov att göra, är balansräkningsåtgärderna kontroversiella och ligger i en gråzon i förhållande till lagstiftarens ursprungliga intentioner. En liknande diskussion kan föras i Sverige om de värdepappersköp som Riksbanken inledde 2015 (se Andersson m.fl. 2016; Riksrevisionen 2023).

Vad den tyska författningsdomstolen pekade på var centralbankernas bristande konsekvensanalys av hur balansräkningsåtgärder påverkar samhällsekonomin på kort och lång sikt innan de påbörjade sina värdepappersköp. En anledning till detta var avsaknaden av forskning på områden. En annan anledning var begränsningar i de modeller som centralbankerna använder sig av för att studera penningpolitikens påverkan på samhällsekonomin; dessa var inte lämpade att studera värdepappersköpens fullständiga samhällseffekter. Den förre Riksbankschefen Stefan Ingves uttryckte det hela mycket väl när han kallade Riksbankens värdepappersköp för ”*ett samhällsexperiment vi aldrig gjort tidigare*” (*Dagens Industri* 2017). Under senare år har forskningen om balansräkningsåtgärder pekat på flera negativa sidoeffekter av centralbankernas

1 Det finns historiska exempel då centralbanken köpt värdepapper även tidigare. Under den tidiga inflationsmålseran var detta dock ovanligt före finanskrisen.

värdepappersköp, som måste ställas i relation till de eventuellt positiva effekterna.²

Omfattningen på värdepappersköpen, den bristande konsekvensanalysen samt de många negativa effekterna av köpen väcker frågor kring vilka frihetsgrader självständiga centralbanker bör ha i att utforma och experimentera med nya verktyg. Penningpolitik är ingen exakt vetenskap utan är full av subjektiva bedömningar och val. Här ingår hur det lagstadgade prisstabilitetsmålet skall tolkas i praktiken, hur inflationen skall mötas, vilka modeller som skall ligga till grund för penningpolitiken, vilka effekter av penningpolitiken som centralbanken skall ta hänsyn till och vilka de kan bortse från. Att överlåta penningpolitiken till en självständig centralbank är alltså inte helt oproblematiskt ur ett demokratiskt perspektiv. När Riksbanken blev självständig på 1990-talet utgick lagstiftaren från att penningpolitiken främst implementerades genom centralbankens korta styrränta och dess kommunikation med allmänheten. Därmed var penningpolitikens möjlighet att påverka ekonomin begränsad. Med balansräkningsåtgärder har centralbankens inflytande över ekonomin ökat. Centralbankens subjektiva bedömningar och val spelar därmed en större roll.

Syftet med denna artikel är att diskutera och problematisera centralbankernas självständighet genom att ställa frågan om det penningpolitiska ramverket måste uppdateras för att förhindra att centralbankens inflytande över ekonomin blir för stort. Artikeln tar sin utgångspunkt i senare års balansräkningsåtgärder, men frågan är större än så. Ingves (2021) till exempel lyfte i ett anförande i Nationalekonomiska föreningen behovet av ytterligare penningpolitiska verktyg för att möta de nya globala utmaningar Riksbanken möter. Frågan kring huruvida och i så fall hur, centralbankens verktygslåda bör regleras är en ytterst aktuell fråga.

Artikeln inleds med en diskussion om bakgrunden till dagens penningpolitiska ramverk i Sverige och euroområdet samt vilka antaganden som inflationsmålet och centralbankens oberoende vilar på. Därefter följer en beskrivning av balansräkningsåtgärderna samt deras ekonomiska och politiska konsekvenser. Därefter följer en diskussion om olika möjliga reformer för att motverka att centralbankerna får för stort inflytande över ekonomin. Artikeln fokuserar på Sverige, men omfattar även den internationella utvecklingen som Riksbanken är en del av.

2 Hur balansräkningsåtgärderna påverkar ekonomin behandlas i avsnitt tre.

Det penningpolitiska ramverket

PENNINGPOLITIKEN I TEORIN

Det finns både skillnader och likheter mellan penning- och finanspolitiken. En likhet är att båda kan användas för att stabilisera konjunkturen och inflationen. Idag är det penningpolitiken som har huvudansvaret för stabiliseringspolitiken. Att det har blivit så har främst historiska förklaringar. Fram till 1990-talet var det nämligen precis tvärtom – finanspolitiken hade huvudansvaret medan penningpolitiken var bakbunden av den då fasta växelkursen. Under en längre tid fungerade det gamla systemet relativt väl. I samband med oljeprischockerna under 1970-talet kom stabiliseringspolitiken dock att bli för expansiv vilket resulterade i hög inflation, låg tillväxt och återkommande devalveringskriser (se Andersson 2023a). Stabiliseringspolitiken lades då om. Den fasta växelkursen övergavs och centralbanken fick ett inflationsmål och huvudansvaret för stabiliseringspolitiken d v s det system vi har idag.

Denna reform av stabiliseringspolitiken hade starkt stöd i den nationalekonomiska forskningen från den tiden. Bland annat visade Rogoff (1985), Alesina (1988) och Grilli m.fl. (1991) både teoretiskt och empiriskt att självständiga centralbanker är bättre lämpade att bedriva en långsiktigt hållbar stabiliseringspolitik jämfört med folkvalda politiker.³ En självständig centralbank har inte samma incitament som folkvalda politiker att stimulera ekonomin inför ett stundande val utan kan fokusera på den långa sikten. Oberoendet från regeringen och den lagstiftande församlingen underlättar även professionaliseringen av centralbanken, vilket förankrar penningpolitiken i den nationalekonomiska forskningen. Dessa två potentiella vinster räcker dock inte för att motivera självständiga centralbanker. Självständigheten vilar även på antagandet om pengars långsiktiga neutralitet.

Centralbankernas inflytande över ekonomin kommer ytterst från dess direkta eller indirekta inflytande över penningmängden – det vill säga mängden betalningsmedel i ekonomin. Enligt neutralitetsantagandet har penningmängden ingen långsiktig påverkan på reella variabler så som tillväxten eller arbetslösheten. Enbart prisnivån påverkas på lång sikt av penningpolitiken.⁴ Med enbart en variabel står penningpolitiken inte inför några svåra målkonflikter utan kan koncentrera sig på en uppgift. Därmed kan politiken delegera ansvaret för denna uppgift till en självständig centralbank. På kort sikt är det dock annorlunda och penningpolitiken har en bredare påverkan på ekonomin, något som är centralt för diskussionen i denna artikel och de sidoeffekter som

3 Andra forskare har nyanserat bilden något och hävdar att det finns andra faktorer som var minst lika viktiga som centralbankens oberoende (se till exempel Posen, 1993; Campillo och Miron, 1997).

4 Det går att ifrågasätta neutralitetsantagandet. Bland annat visar forskningen att när penningpolitiken bidrar till en kris kan detta få långsiktiga ekonomiska och politiska effekter (Eichengreen 2019; Borio 2016; Andersson 2016).

har uppstått genom centralbankernas balansräkningsåtgärder. Om vi temporärt bortser från detta, och accepterar antagandet om att penningpolitiken enbart kan påverka prisnivån på lång sikt finns det inget demokratiskt problem att överlåta implementeringen till en oberoende myndighet, åtminstone så länge själva målet för penningpolitiken bestäms av regeringen och/eller den lagstiftande församlingen (Friedman 1962). Här skiljer sig penningpolitiken från finanspolitiken som har tillgång till både fler verktyg och en bredare påverkan på ekonomin, både på kort och lång sikt. Finanspolitiken kan inte på samma sätt delegeras till en oberoende myndighet så som penningpolitiken.

PENNINGPOLITIK I PRAKTIKEN: SVERIGES RIKSBANK OCH DEN EUROPEISKA CENTRALBANKEN

Penningpolitiken i Sverige och i euroområdet vilar på en liknande teoretisk och juridisk grund och har därmed många likheter. Riksbanken och ECB är politiskt oberoende och de har båda ett lagstadgat prisstabilitetsmål. ECB skall utöver stabila priser bidra till full sysselsättning och hög tillväxt, så länge detta inte äventyrar prisstabiliteten (EU 1993, Kapitel 2, Artikel 105). ECB får alltså ta hänsyn till penningpolitikens kortsiktiga effekter på den reala ekonomin så länge de inte äventyrar den långsiktiga prisstabiliteten. Riksbankslagen från 1999 innehöll inga sådana direkta mål för Riksbanken.⁵ I praktiken har dock Riksbanken tagit hänsyn till penningpolitikens påverkan på tillväxt och arbetslöshet på kort sikt. Sedan januari 2023 gäller en ny riksbankslag. Prisstabilitetsmålet har formulerats som ”*varaktigt låg och stabil inflation (prisstabilitetsmålet)*”. Därtill har ett realekonomiskt mål tillkommit: ”[u]tan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning (realekonomiska hänsyn)” (Prop. 2021/22:41). I denna artikel kommer jag i huvudsak utgå från 1999 års riksbankslag eftersom det var den lag som gällde under den period som diskuteras. I den avslutande diskussionen återkommer jag till några av de förändringar som den nya lagen innebär.

Prisstabilitet, eller ett ”*fast penningvärde*”, är vaga formuleringar. Hur prisnivån (eller inflationen) skall mätas, liksom nivån på ett eventuellt inflationsmål samt över vilken tidshorisont målet skall uppnås har överlåtit till Riksbanken och ECB att på egen hand bestämma. Förarbetena till Riksbankslagen från 1999 anger följande motivering till denna handlingsfrihet: ”*det är inte lämpligt att i lag fastställa en särskild nivå för tillåten prisökningstakt eller att ange storleken på ett eventuellt toleransintervall. En sådan precisering skulle bli alltför inflexibel och innebära att Riksbanken inte ges tillräckligt utrymme att anpassa målet till nya omständigheter*” (Prop. 1997/98:40, s. 52). Förarbetena ger alltså Riksbanken rätten att anpassa målet till nya omständigheter om

5 Som andra mål för Riksbanken angav lagen att ”*främja ett säkert och effektivt betalningsväsende*”.

ett alltför snävt fokus på prisstabilitet skulle skapa oreda någon annanstans i ekonomin. Syftet med prisstabilitet var inte att stabilisera inflationen runt en specifik siffra utan att genom prisstabilitet möjliggöra en bättre realekonomisk utveckling. Så här stod det i propositionen (1997/98:40, s. 36): *”prisstabilitet är ett välfärds mål i den meningen att en hög och instabil prisökningstakt, inflation, försämrar förutsättningarna för ekonomisk tillväxt”*. I de fall den makroekonomiska stabiliteten var hotad av ett allt för snävt fokus på inflationen fick Riksbanken alltså lov att ändra på målet. I och med den nya riksbankslagen 2023 har denna frihet begränsats något. Nu måste Riksdagen godkänna förändringar i utformningen av inflationsmålet.

Hur prisenivån skall mätas samt storleken på inflationsmålet avgörs av Riksbanken och ECB på egen hand. Från ett teoretiskt perspektiv går det att argumentera för att prisenivån i en ekonomi utgörs av ett ”genomsnitt” av alla priser. Eller som Fisher (1911) uttryckte det, priser på allt som går att köpa för pengar. Ett allomfattande prisindex finns inte utan inflationen mäts ofta med hjälp av ett konsumentprisindex. Som framgår av namnet innehåller indexet priser över vanliga varor och tjänster som hushåll konsumerar, men exkluderar andra priser så som tillgångspriser. Det finns goda argument för att mäta inflationen med hjälp av ett konsumentprisindex. Indexet är brett och innehåller många priser och konsumenter utgör en stor och viktigt grupp i samhället. Konstruktionen av indexet har en gedigen teoretisk grund och tas fram med hjälp av beprövade metoder. Svagheten är att indexet inte ger en fullständig bild av prisenivåns utveckling när många priser exkluderas. Runt millennieskiftet fanns en akademisk diskussion kring huruvida centralbankerna skulle ta hänsyn till tillgångspriser (asset prices) så som aktiepriser eller fastighetspriser. Till exempel noterade Goodhart (2001) att *”[m]y dictionary (Longman) defines inflation as a fall in the value of money, not as a rise in the consumer price index. If I spend my money now on obtaining a claim on future housing services by buying a house, or on future dividends by buying an equity, and the price of that claim on housing services or on dividends goes up, why is that not just as much inflation as when the price of current goods and services rises?”*⁶

Upprepade försök att inkludera tillgångspriser på ett tillförlitligt sätt i centralbankens prisindex misslyckades, inte minst därför att tillgångspriser är relativt volatila på kort sikt, vilket gör inflationsmätningar som innehåller tillgångspriser svårtolkade. Dessutom bör tillgångspriser på lång sikt stiga i takt med den ekonomiska tillväxten, något som till exempel konsumentpriser inte gör, vilket innebär svårigheter att kombinera tillgångspriser med konsumentpriser i samma prisindex. Med andra ord, det finns både praktiska och teoretiska skäl till att centralbanker har valt att utgå från ett konsumentprisindex för

6 Detta är ingen ny diskussion utan går tillbaka till bland annat Fischer (1911) och Alchian & Klein (1973).

sina inflationsmätningar. Samtidigt ger konsumentprisindex inte en fullständig bild av den totala inflationen i ekonomi. Den tidigare centralbankschefen för Bank of Canada (2008–2013) och Bank of England (2013–2020), Mark Carney, gav uttryck för detta när han noterade att ett ursprungligen hälsosamt fokus på konsumentprisinflation efter 1970- och 1980-talens höga inflation med tiden blev en farlig distraktion när den ohållbara utvecklingen på tillgångsmarknaderna, som ledde fram till den globala finanskrisen 2008/09, ignorerades (Carney 2015).

I och med att Riksbankens oberoende lagfästes, så fick Riksdagen en utökad roll att övervaka och utvärdera Riksbankens arbete. Detta sker genom regelbundna utfrågningar av direktionen i Finansutskottet, samt med inbjudna externa granskare som utvärderar den förda penningpolitiken. I skrivande stund har fyra större utvärderingar genomförts med externa granskare; Giavazzi & Mishkin (2006), Goodhart & Rochet (2011), Goodfriend & King (2016) samt Klug & Honohan (2021). Även om rapporterna har presenterat flera goda insikter och kommit med konkreta förslag på hur penningpolitiken kan förbättras, finns det tydliga brister i själva uppföljningen av dem (Andersson & Jonung 2022b). Riksbanken har på egen hand kunnat bestämma vilka delar av rapporterna de går vidare med och vilka delar de ignorerar. Ansvarsutkrävandet av Riksbanken är i praktiken ytterst begränsat. En viktig anledning till detta är att Riksdagen har bristande resurser att på egen hand studera och utvärdera penningpolitiken. Självständigheten har i praktiken kommit med mycket långtgående maktbefogenheter och svag politisk övervakning och utvärdering. Jämförelsevis utsätts finanspolitiken för mycket hårdare granskning genom den årliga utvärdering som Finanspolitiska rådet genomför.

Precis som i Sverige sker i EU en parlamentarisk övervakning och uppföljning av ECB:s arbete, i detta fallet genom EU-parlamentet. Detta sker i huvudsak i samband med att ECB presenterar sin årsrapport. Externa utvärderingar vart femte eller tionde år har inte genomförts. EU-parlamentets uppföljning är alltså något mindre rigorös jämfört med Riksdagens övervakning av Riksbanken. Brister i övervakningen av ECB har påtalats av bland annat Grünwald och Klooster (2023) – inte minst i relation till hur penningpolitiken utökade sin verktygslåda med balansräkningsåtgärder.

Nya penningpolitiska verktyg: balansräkningsåtgärder

Penningpolitiken är i huvudsak reglerad genom målen för penningpolitiken. Verktygslådan är i stort oreglerad bortsett från att Riksbanken och ECB inte får lov att direkt finansiera ett offentligt budgetunderskott genom att köpa statsobligationer från staten. Däremot får de lov att köpa statsobligationer på andrahandsmarknaden från andra aktörer så som affärsbankerna. När

Riksbanken och ECB blev självständiga på 1990-talet agerade penningpolitiken i huvudsak genom den korta styrräntan samt sin kommunikation med allmänheten. Även om verktygslådan inte direkt reglerades fanns det en tanke om att det var genom dessa två verktyg som centralbanken i huvudsak agerade. Sedan finanskrisen 2008/09 har centralbankerna dock på egen hand utökat den penningpolitiska verktygslådan med nya kraftfulla instrument. Här ingår balansräkningsåtgärderna då centralbanken köper och säljer värdepapper på de finansiella andrahandsmarknaderna. Främst handlar det om stats-, kommun-, företags-, och bostadsobligationer.

Ofta beskrivs balansräkningsåtgärder som ett alternativ till styrränta i en lågräntemiljö där det är svårt att sänka styrräntan ytterligare (Rogoff 2019). Genom att köpa värdepapper kan centralbanken göra penningpolitiken expansiv utan att behöva ändra styrräntan. Det finns dock centrala skillnader. Till exempel påverkar balansräkningsåtgärder ekonomin genom delvis andra kanaler än styrräntan. En annan viktig skillnad är att den naturliga gräns för hur expansiv penningpolitiken kan bli, som finns när centralbanken agerar genom styrräntan försvinner. Styrräntan kan inte bli hur låg som helst. Därmed finns det ett undre golv för hur expansiv penningpolitiken kan bli. Balansräkningsåtgärdernas storlek begränsas enbart av hur många värdepapper som finns tillgängliga för centralbankerna att köpa. Eftersom det finns gott om värdepapper och det alltid kan skapas nya, är denna begränsning mest av teoretisk natur. Centralbanken får alltså större möjlighet att påverka ekonomin både genom fler kanaler och på ett potentiellt mer kraftfullt sätt.

Låt oss se närmare på balansräkningsåtgärderna har påverkat ekonomin. Bank of Japan var först ut med att i modern tid köpa stora mängder värdepapper i början av 2000-talet. Japans ekonomi befann sig då i en utdragen kris med låg tillväxt. Under den globala finanskrisen 2008/09 följde först den amerikanska centralbanken Federal Reserve och därefter Bank of England efter och köpte värdepapper för att stabilisera det finansiella systemet och begränsa finanskrisens skadeverkningar på den reala ekonomin (Lyonnet & Werner 2012; Fawley & Neely 2013). I Europa avstod ECB och Riksbanken initialt från balansräkningsåtgärder.⁷ Det var först i samband med den europeiska skuldcrisen 2014/15 som ECB började köpa värdepapper i stor skala. Då befann sig euroområdet i ett nästan permanent kristillstånd. Sex år efter finanskrisen hade ekonomin ännu inte fullt ut återhämtat sig. Samtidigt var eurons överlevnad hotad av skuldcrisen i södra Europa. Precis som för Federal Reserve och Bank of England var balansräkningsåtgärderna ett krisverktyg.

Riksbanken följde ECB:s exempel och började köpa värdepapper under våren 2015, trots att svensk ekonomi var på väg in i en högkonjunktur (Andersson & Jonung 2020a). Tillväxten låg över det historiska genomsnittet och

7 För en diskussion om Riksbankens agerande under finanskrisen, se Molin (2010).

arbetsmarknaden var stark. Enbart den uppmätta konsumentprisinflationen låg något under inflationsmålet på två procent, vilket för Riksbanken var tillräckligt starkt motiv för att stimulera ekonomin med balansräkningsåtgärder. Riksbanken blev något av en pionjär när det kom till att introducera värdepappersköp, inte som ett krisverktyg utan som ett penningpolitiskt verktyg i normalt fungerande ekonomi för att försöka påverka inflationstakten. Centralbanker i andra små välutvecklade ekonomier som likt den svenska var relativt stark avstod vid den här tidpunkten från balansräkningsåtgärder (Andersson m.fl. 2022).⁸ Riksbankens värdepappersköp var alltså inte oundvikliga.⁹

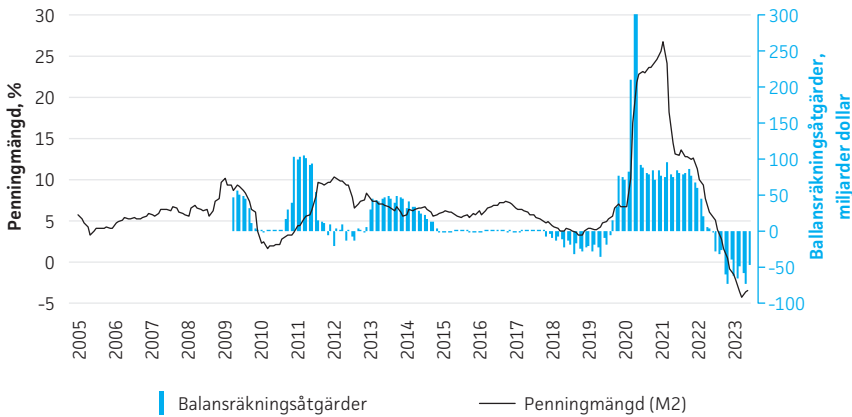
Skillnaden mellan balansräkningsåtgärder som ett krisverktyg och som ett penningpolitiskt verktyg i en normalt fungerande ekonomi är centralt för att förstå hur åtgärderna påverkar samhällsekonomin. För att illustrera denna skillnad återges hur balansräkningsåtgärderna och penningmängden samvarierar i USA (figur 1), euroområdet (figur 2) och Sverige (figur 3). Penningmängden mäts med det breda penningmängdsmåttet som innehåller mängden kontanter samt de medel som finns på hushållen och företagens bankkonto.¹⁰ Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin på många olika sätt, är det svårt att direkt mäta hur expansiv eller återhållsam den samlade penningpolitiken är. Vidare beror detta på tillståndet i ekonomin. En ränta på säg fem procent eller en viss nivå på värdepappersköpen kan både vara expansiv och åtstramande beroende på konjunkturläget. Penningmängden är en, om än imperfekt, indikator som ger en samlad bild av penningpolitiken. Ju snabbare ökning i mängden pengar, desto mer expansiv har penningpolitiken totalt sett varit i relation till konjunktturen och hur väl banksektorn fungerar.

I en normalt fungerande ekonomi med god tillväxt och en inflation på runt två procent växer penningmängden i genomsnitt med runt fem procent. Ibland något snabbare och ibland något långsammare. Vid en kris, inte minst vid en finanskris, faller tillväxten i mängden pengar vilket minskar köpkraften i ekonomin, något som i sin tur slår mot den reala ekonomin. Till exempel föll penningmängdstillväxten snabbt under finanskrisen 2008/09. Balansräkningsåtgärderna (de gula staplarna) i USA var ett sätt att motverka detta, se figur 1. Åtgärderna bidrog till att penningmängden kunde börja växa normalt igen, vilket underlättade för ekonomin att återhämta sig. De stora värdepappersköpen stimulerade alltså enbart en återgång till en mer normal utveckling av penningmängden.

8 Här ingår länder som Norge, Australien, Kanada och Nya Zealand.

9 Ett återkommande försvar för Riksbankens värdepappersköp under högkonjunktoren 2015–19 är att det var ofrånkomligt givet det låga internationella ränteläget. Erfarenheterna från andra små ekonomier visar att så var inte fallet.

10 M2 för USA och M3 för euroområdet och Sverige.



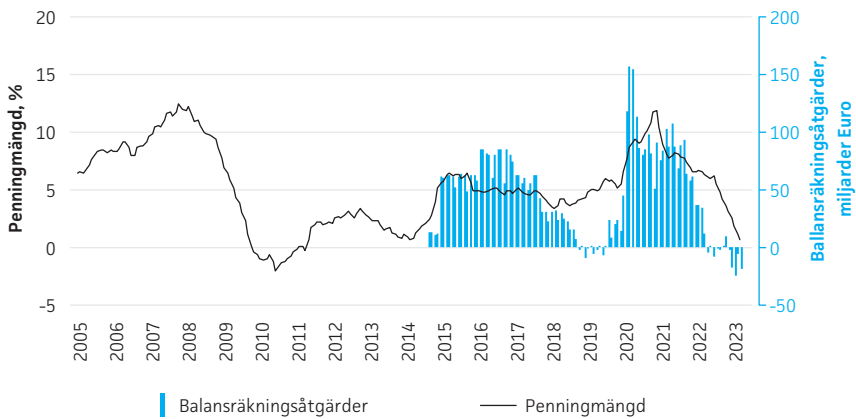
Källa: Federal Reserve Economic Data (FRED).

Figur 1. Penningmängden i USA samt Federal Reserves nettoköp av värdepapper

Eftersom euroområdet led av en djup kris samtidigt som ECB avstod från värdepappersköp under finanskrisen förblev penningmängdstillväxten låg fram till 2015 då ECB:s värdepappersköp kom i gång, se figur 2. Tillväxten var till och med negativ i början av 2010, vilket höll tillbaka återhämtningen i ekonomin (Andersson 2023b). Precis som i USA bidrog värdepappersköpen till en mer normal tillväxt i penningmängden. Sverige avviker från detta mönster. Välfungerande finansmarknader och en god konjunktur i kombination med Riksbankens värdepappersköp fick penningmängden att stiga snabbt långt över normala nivåer, se figur 3. Under flera år låg tillväxten en bra bit över fem procent. Först när Riksbankens nettoköp av värdepapper upphörde i slutet av 2017 föll tillväxttakten tillbaka till en långsiktigt mer hållbar nivå. Balansräkningsåtgärderna i en normalt fungerande ekonomi blir alltså mer stimulerande jämfört med liknande åtgärder i en krisekonomi.

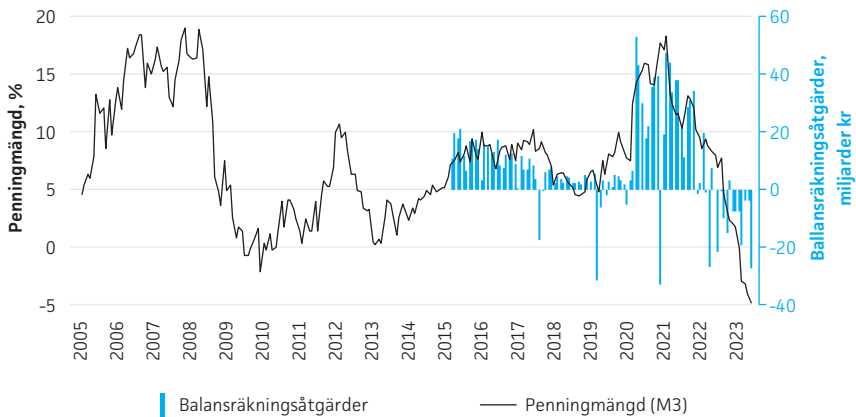
Under pandemin fungerade finansmarknaderna relativt väl bortsett från våren 2020. De mycket stora värdepappersköpen som alla centralbanker genomförde efter sommaren 2020 bidrog till en kraftig expansion av penningmängden; inte minste gällde detta i Sverige och USA, där penningmängden på två år ökade med mellan 30 och 40 procent. Denna kraftiga expansion av mängden pengar bidrog till den höga konsumentprisinfation som uppstått efter pandemin (Andersson 2023b; Seidl 2023).¹¹ Utvecklingen under pandemin speglar återigen hur expansiv penningpolitiken kan bli när centralbanken köper värdepapper i en ekonomi som fungerar relativt väl.

11 Även flaskhalsar i världshandel som uppstod under pandemin samt stigande energipriser i samband med kriget i Ukraina bidrog till inflationsutvecklingen. Hur mycket varje enskild komponent bidrar till inflationen är i skrivande stund, hösten 2023, för tidigt att avgöra.



Källa: ECB.

Figur 2. Penningmängden i euroområdet samt ECB:s nettoköp av värdepapper



Källa: Penningmängd (SCB), balansräkningsåtgärder (Riksbanken).

Figur 3. Penningmängden i Sverige samt Riksbankens nettoköp av värdepapper

De tre figurerna har alltså fyra tydliga budskap. För det första, balansräkningsåtgärder under en kris så som finanskrisen eller de inledande månaderna under pandemin kan vara ett viktigt verktyg för att motverka finansiell stress och se till att mängden pengar i omlopp inte minskar. För det andra, det krävs mycket omfattande köp för att uppnå önskad effekt. För det tredje, det är möjligt för centralbanken att köpa stora mängder värdepapper. Här finns ingen övre gräns som varit bindande. För det fjärde, det har visat sig relativt svårt att snabbt avveckla balansräkningsåtgärderna. Fram till 2023 fanns det få perioder då centralbankerna sålde av värdepapper. När Federal Reserve försökte minska sina innehav under 2013 reagerade finansmarknaderna så pass negativt, att

man avstod från ytterligare försäljning fram till 2017 (Avdjiev & Takats 2019; Chari m.fl. 2021). I euroområdet har ECB stött på patrull när de försökt sälja värdepapper under 2023. Kraftigt belånade sydeuropeiska länder riskerar att hamna i en ny skuld kris om ECB säljer sina värdepapper för fort (Buitter 2023). Med andra ord, att köpa värdepapper är enkelt. Att banta balansräkningen är svårare. Det skapar en potentiell asymmetri mellan expansiva och åtstramande åtgärder.

EKONOMISKA KONSEKVENSER AV BALANSRÄKNINGSÅTGÄRDER

Värdepappersköpen har alltså varit omfattande och fått ett genomslag i penningmängden. Hur påverkar då balansräkningsåtgärderna ekonomin? Detta är en omstridd fråga. En genomgång av Fabo m.fl. (2021) visar att studier gjorda av centralbanker tenderar att finna större positiva effekter på tillväxt och sysselsättning jämfört med studier gjorda av akademiker och som publicerats i vetenskapliga journaler. Av litteraturen att döma går det dock att dra följande generella slutsatser. Påverkan på tillväxt, arbetslöshet och konsumentpris inflation beror på det allmänna tillståndet i ekonomin och hur väl det finansiella systemet fungerar (Karadi & Narkov 2021; Busetto mfl 2022). När det är kris är effekten relativt stor åtminstone vid de tillfällen då åtgärderna förhindrar en nedgång i penningmängden. När ekonomin fungerar relativt väl är effekterna små och snabbt avtagande. Haldane m.fl. (2016) och Yu (2016) fann till exempel att Federal Reserve och Bank of Englands åtgärder under finanskrisen 2008/09 bidrog till att ekonomin återhämtade sig snabbare än i euroområdet där ECB avstod från liknande åtgärder vid den tidpunkten. Dock var effekten som störst i början av värdepappersköpen och försvann därefter snabbt. House of Lords (2021) genomgång av Bank of Englands balansräkningsåtgärder under 2010-talet fann inga mätbara positiva effekter på tillväxt eller sysselsättning.

Om de realekonomiska effekterna troligen är små tyder forskningen på att de finansiella effekterna är desto större. När centralbanken köper värdepapper stiger tillgångspriser, räntor sjunker, risktagandet stiger och den privata skuldsättningen ökar (se till exempel Joyce m.fl. 2012 och Papandamou m.fl. 2020). Prissättningen på finansmarknaderna snedvrids och risken för att investerare fattar felaktiga investeringsbeslut ökar, vilket i längden kan leda till större finansiella förluster och i värsta fall en ny finanskris (Thornton 2015). Denna risk är särskilt stor när köpen pågår under en längre period och investerare, hushåll och företag vänjer sig vid låga räntor och inflaterade tillgångspriser (Karadi & Narkov 2021). Investerare blir lätt beroende av fortsatta penningpolitiska stimulanser. Eftersom balansräkningsåtgärdernas realekonomiska effekter är begränsade i en normalt fungerande ekonomi, finns det en överväldigande risk att centralbanken stimulerar ekonomin för mycket, vilket leder till signifikanta finansiella obalanser.

Eftersom svensk ekonomi inte genomgått något större kris är det svårt att belägga några positiva realekonomiska effekter av Riksbankens köp 2015–19.

Ekonomi var redan på väg in i en högkonjunktur när Riksbanken inledde sina värdepappersköp och uppgången i konsumentprisinflationen från 1 till 2 procent under åren 2015–18 skedde samtidigt som konjunkturen förbättrades i euroområdet och det europeiska inflationstrycket steg (Andersson 2021). Påverkan på tillgångsmarknaderna var desto större, speciellt på bostadsmarknaden, där fastighetspriserna steg och hushållens skulder nådde ständigt nya rekordnivåer så länge köpen pågick (Andersson 2017; Andersson & Jonung 2020a; Andersson 2021). Penningpolitiken är inte ensam ansvarig för denna utveckling, men stimulanserna var en viktig faktor. Under pandemin expanderade Riksbanken sina värdepappersköp till att inkludera privat utgivna värdepapper såväl som bostadsobligationer. Riksbanken stöttade bostadsmarknaden med drygt 400 miljarder kronor. Att bostadsutlåningen ökade och fastighetspriserna då steg kraftigt var föga förvånande (Andersson & Jonung 2020b).

Penningpolitiska studier är ofta begränsade till att studera effekten på konsumentprisinflationen, den reala ekonomin och de finansiella marknaderna.¹² Balansräkningsåtgärderna har dock större effekter än så som måste belysas. Det finns inte minst viktiga fördelningspolitiska och finanspolitiska aspekter att ta hänsyn till. Låt oss börja med fördelningspolitiken. Studier över balansräkningsåtgärdernas påverkan på inkomst- och förmögenhetsfördelningen ger en blandad bild (Colciago m.fl. 2019). Precis som för de realekonomiska effekterna ser det ut som det allmänna tillståndet är av betydelse. Balansräkningsåtgärder som motverkar en kris gynnar i huvudsak ekonomiskt svagare hushåll som tenderar att drabbas hårdast vid kriser. När balansräkningsåtgärder används som ett penningpolitiskt verktyg i en normalt fungerande ekonomi är det dock inte uppenbart att det är dessa hushåll som gynnas. Snarare tvärtom, det finns en allt större litteratur som pekar på att när balansräkningsåtgärderna inflaterar tillgångspriser, gynnar det i huvudsak hushåll med stora förmögenheter och/eller äldre hushåll som köpt sin bostad för många år sedan (Domanski m.fl. 2016; Evgenidis & Fasianos 2020; Luigi m.fl. 2023). Hushåll med få eller inga tillgångar, eller större delen av sin förmögenhet på bankkonton utan ränta, hör till förlorarna. Så även yngre hushåll som får svårare att ta sig in på bostadsmarknaden eller som måste ta stora lån i relation till sin inkomst för att ha möjlighet att köpa en bostad. Vidar betyder höga skulder i relation till inkomst ett stort risktagande om bostadspriserna skulle falla, räntorna skulle stiga eller om hushållet skulle drabbas av ett inkomstbortfall, något som många hushåll har fått uppleva i samband med ränteuppgången som inleddes 2022.

Värdepappersköpen i en relativt normalt fungerande ekonomi medför alltså en omfördelning av förmögenheter mellan olika grupper. Penningpolitiken för med andra ord med sig fördelningspolitiska konsekvenser. Hur förmögenheter

12 För en diskussion om kvantitativa lättnaders bredare inverkan på samhället, se till exempel Seglin (2020) samt House of Lords (2021) och referenser där i.

skall fördelas är en fråga för finanspolitiken och folkvalda politiker, inte Riksbanken och dess utnämnda direktion. En annan aspekt av fördelningspolitiken är de indirekta subventioner av privata företag och industrier, som balansräkningsåtgärderna ger upphov till. Dessa uppstår när centralbanken köper värdepapper, som är utgivna av privata företag till exempel bostads- eller företagsobligationer. Köp av värdepapper utgivna av privata aktörer, så som bostads- eller företagsobligationer, innebär att dessa företag och branscher kan låna till en lägre kostnad, vilket i praktiken innebär en finanspolitisk subvention. Rogoff (2016) kallar detta för ”*fiscal quantitative easing*” för att tydliggöra hur penningpolitiken agerar på finanspolitikens område.

De indirekta subventionerna av privata företag går ett steg längre när det kommer till affärsbankerna. När centralbanken köper värdepapper betalar de genom att sätta in pengar på affärsbankernas konton i centralbanken. Om centralbanken köpt värdepapper av någon annan aktör än affärsbankerna får dessa aktörer i sin tur pengar insatta på sina konton i sin respektive affärsbank.¹³ Oavsett vem centralbanken köper värdepapper av, så ökar affärsbankernas innehav hos centralbanken. När räntan är låg har detta innehav ingen större betydelse. Men, centralbanken betalar ränta på affärsbankernas innehav i centralbanken. Högre räntor betyder att affärsbankerna får alltmer i ränta på de pengar de fått av centralbanken. Detta är en ordning som naturligtvis gynnar affärsbankerna och dess aktieägare. En vidare effekt av de stigande räntorna är att centralbanken gör en värdeförlust på sitt innehav av värdepapper. När centralbanken köpte obligationerna betalade de ett högt pris för dem och när de säljer av sitt innehav sker det till ett lägre pris.

Centralbankerna gör stora förluster på sina värdepappersköp, något som hamnar på finanspolitikens, det vill säga skattebetalarnas, bord. Hur stora dessa förluster blir beror på framtida räntor och hur många värdepapper centralbanken säljer innan de löpt ut. Skattningar pekar dock på att den sammanlagda kostnaden för räntor till affärsbankerna och värdeförlusten kommer uppgå till tiotalmiljarder kronor.¹⁴ Penningpolitiken får alltså finanspolitiska konsekvenser.

Balansräkningsåtgärderna får även indirekta politiska effekter genom hur den påverkar den allmänna politiska debatten. Värdepappersköpen har sänkt de långa obligationsräntorna och möjliggjort en ökad offentlig upplåning. Detta har i sin tur medverkat till politiska krav på ökad offentlig upplåning både internationellt och i Sverige. Det har uppstått krav på att centralbankerna skall genomföra ”folkets balansräkningsåtgärder” (Coppola 2019; Lavoie & Fiebiger 2018), vilket i grunden går ut på att centralbanken skall skapa nya pengar och direkt ge dessa till hushållen eller till staten för att genomföra viktiga

13 Se McLeay m.fl. (2014) för en diskussion om hur pengar skapas när centralbanken köper värdepapper.

14 Se Kjellberg & Åhl (2022) och Thedéen (2023) för en skattning av Riksbankens potentiella förluster.

investeringar i stället för att köpa värdepapper på andrahandsmarknaden. Andra har ställt krav på gröna balansräkningsåtgärder (Mas 2023; McConnell m.fl. 2021), där centralbanken skall finansiera klimatinvesteringar för att snabba på klimatomställningen. Argumenten är enkla. Om centralbanken gynnat affärsbanker och förmögna hushåll – varför då inte också gynna andra grupper i samhället? Problemet med dessa argument är att centralbanken inte har verktygen att skapa nya värden. Centralbanken kan inte göra alla grupper rika eller finansiera viktiga investeringsprojekt. Som vi har sett kan penningpolitiken påverka fördelningen av förmögenheter, men detta är ytterst en uppgift för finanspolitiken, inte penningpolitiken. Hur denna debatt kommer påverka penningpolitiken framöver återstår att se. Att debatten har uppstått och på sikt kan förändra förutsättningarna för den ekonomiska politiken är dock indirekt ett resultat av stora värdepappersköp under en mycket lång tid.

Balansräkningsåtgärderna har alltså kommit att påverka samhället på olika sätt långt över de traditionella variabler som centralbanken brukar studera och/eller ta hänsyn till. Från ett teoretiskt perspektiv borde dessa effekter vara temporära och därmed övergående. Enligt antagandet om pengars neutralitet bör en expansiv penningpolitik leda till högre inflation som återställer alla de finansiella, realekonomiska och politiska effekter som penningpolitiken på kort sikt gett upphov till. Det väcker frågan vad är kort och lång sikt i praktiken?

TIDSHORISONTEN – VAD ÄR LÅNG SIKT I PRAKTIKEN?

Hur snabbt penningpolitiken får fullt genomslag i prisnivån är här en central fråga. I de fall priserna är lättrorliga, försvinner penningpolitikens påverkan på den reala ekonomin inom något år. I det fall priserna är trögrörliga tar det längre tid. Studier över sambandet mellan mängden pengar och konsumentprisinflationen tyder på att det kan ta upp mot tio till femton år innan en förändring i penningmängden fullt ut återspeglas i dessa priser. För tillgångspriser är processen snabbare och tar på sin höjd något år (Andersson 2011; Assenmacher-Wesche & Gerlach 2008; Rua 2012; Ryczkowski 2019).¹⁵ En effekt av inflationsmålet är att den förankrat inflationsförväntningarna för konsumentpriser vid inflationsmålet på två procent och därmed bidragit till att göra konsumentpriserna mer trögrörliga än tidigare (Ehrmann 2021; Strohsal & Winkelmann 2015); något som i sin tur förlängt den period under vilken penningpolitiken har en påverkan utöver prisnivån i ekonomin.

Möjligheten för centralbanken att stimulera ekonomin innan detta syns i konsumentpriserna har alltså ökat. En penningpolitik som ensidigt utgår från ett konsumentprisindex riskerar därmed bli för expansiv eller återhållsam med konsekvenser för andra delar av samhällsekonomin under längre period. Här

15 Skillnaderna i hur snabbt olika typer av priser och inverkan på ekonomin i termer av obalanser diskuteras bland annat av Keynes (1930) och av Alchian & Klein (1973).

finns alltså ett tydligt problem i översättningen av det penningpolitiska ramverket från teorin till praktiken. Stabila, trögrörliga konsumentpriser är ingen garant för bredare makroekonomisk stabilitet.

Naturligtvis behöver inte centralbankens fokus på trögrörliga konsumentpriser leda till att penningpolitiken blir för expansiv eller åtstramande ur ett samhällsekonomiskt perspektiv, så länge som penningpolitiken utgår från ett långsiktigt perspektiv. Så som inflationsmålpolitiken i praktiken implementeras blir den dock lätt kortsiktig. Penningpolitiken påverkar ekonomin med långa tidsförskjutningar. Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin med en viss latens, måste penningpolitiken vara framåtblickande och utgå från dess förväntade framtida effekt på ekonomin (Svensson 1997, 2010). Således har prognoser kommit att spela en allt större roll vid de penningpolitiska besluten. Framtiden är dock notoriskt svår att förutspå och prognoserna är osäkra (Kay & King 2020). Redan vid prognoshorisonter på så lite som ett år slår prognoserna sällan in. Centralbanker agerar därför i huvudsak efter prognoshorisonter som sträcker sig två till tre år in i framtiden, en tidsperiod mycket kortare än den som många studier indikerar krävs för att penningneutralitet skall uppstå.

I de fall centralbanken försöker finjustera konsumentprisinflationen så att den når 2,0 procent inom två till tre år, finns alltså risken att centralbanken tar i för mycket. När centralbanken agerar genom styrräntan enbart, begränsas penningpolitiken naturligt – åtminstone i expansiv riktning – av att de nominella räntorna inte kan bli hur låga som helst. När balansräkningsåtgärder ingår i den penningpolitiska arsenalen är detta inte längre fallet. Penningpolitiken kan snabbt bli mycket expansiv så som figurerna 1 – 3 illustrerar, med långtgående ekonomiska och politiska konsekvenser.

Vad denna diskussion illustrerar är att översättningen av penningpolitik i teorin till penningpolitik i praktiken är full av subjektiva val. Hur inflationen skall mätas, hur hög den skall vara, över vilken tidshorisont penningpolitiken skall nå sitt mål, vilka verktyg centralbanken skall använda sig av för att implementera penningpolitiken, osv. är beslut oundvikligen baserade på subjektiva bedömningar (Mishkin 2016). Vidare finns det subjektiva bedömningar gällande vilka modeller som centralbanken skall använda sig av för att modellera ekonomin och vilka variabler den skall inkludera i modellerna. I dagens penningpolitiska ramverk har centralbankerna getts nästan helt fritt spelrum att göra sina egna bedömningar. Tyvärr tonas ofta vikten av dessa val ned i den penningpolitiska debatten. Apel och Jansson (2023) beskriver till exempel Riksbankens penningpolitik som förankrad i forskningens huvudfåra vilket skapar en illusion av objektivitet. Centralbankernas bedömningar, inte enbart styrda av tillståndet i ekonomin, utan hur inflationsmålet skall tolkas och ekonomin modelleras, har en signifikant påverkan på den förda penningpolitiken och det ekonomiska utfallet. I sin utvärdering av Riksbankens penningpolitik kritiserar Goodfriend och King (2016) till exempel Riksbankens

tilltro till specifika modeller och konstaterar att "[e]n större ödmjukhet beträffande dessa modeller hade varit på sin plats" (Goodfriend & King 2016: 7). När den penningpolitiska verktygslådan är begränsad blir centralbankens val och bedömningar av mindre vikt. När verktygslådan växer blir de av central betydelse.

Är det dags att uppdatera det penningpolitiska ramverket?

Hur bör vi då förhålla oss till det faktum att den penningpolitiska verktygslådan har vuxit och att centralbankens bedömningar och val därmed får en ännu större påverkan på det samhällsekonomiska utfallet än tidigare? Här finns i huvudsak fyra alternativ. Det första alternativet (i) är att acceptera den situation som uppstått och tillåta att centralbankerna spelar en större roll i samhället än vad som ursprungligen var tänkt när Riksbanken och ECB fick sitt oberoende på 1990-talet. Det andra alternativet (ii) är att låta regering och/eller den lagstiftande församlingen återta ansvaret för penningpolitiken och därmed förankra i de demokratiska processerna. Det tredje alternativet (iii) är att omformulera målet för penningpolitiken för att bättre fånga penningpolitikens fullständiga påverkan på samhällsekonomin. Därigenom skulle det inte vara möjligt för centralbanken att bortse från den förda penningpolitikens eventuella negativa sidoeffekter. Det fjärde alternativet (iv) är att begränsa den penningpolitiska verktygslådan och därigenom reducera centralbankens inflytande över ekonomin. Centralbankens subjektiva val blir därigenom av mindre betydelse.

Den nya riksbankslagen som började gälla från och med årsskiftet 2022/23 medför vissa begränsningar för Riksbanken. Riksbankens oberoende består och de får fortsatt använda sig av balansräkningsåtgärder (alternativ i). Köpen begränsas dock till statsobligationer (alternativ iv).¹⁶ Det har även införts en proportionalitetsprincip som innebär att Riksbanken endast får vidta en åtgärd vars avsedda resultat står i rimlig proportion till de kostnader och risker som åtgärden medför för Riksbankens och statens finanser (Riksbanken 2023). Prisstabilitet är fortsatt huvudmålet för Riksbanken, men Riksdagen måste godkänna inflationsmålet utformning (alternativ ii). Riksbanken har dock fortsatt ensamrätt i att föreslå förändringar i inflationsmålet. Dessa reformer skall inte överskattas. Det är osannolikt att den nya lagen skulle lett till en väsentligt annorlunda penningpolitik under åren 2015–21. Skall ramarna för Riksbanken och penningpolitiken förändras är det andra reformer som skall till.

Vad skulle alternativ ii) till iv) betyda för penningpolitiken? En på ytan enkel reform för att hantera penningpolitikens utökade inflytande över

16 Vid en kris får Riksbanken fortsatt köpa även andra värdepapper.

ekonomin är att låta regering och riksdag ta över ansvaret på utformningen av penningpolitiken (alternativ ii). Det kan ske genom en återgång till det system som gällde före omläggningen av penningpolitiken på 1990-talet eller genom att antalet ledamöter i Riksbankens direktion utökas med representanter från politiken som tillsammans med dagens direktionsledamöter utformar och implementerar penningpolitiken.¹⁷ Det finns fördelar med ett sådant system. Samordningen av finans- och penningpolitiken underlättas, vilket kan vara värdefullt vid en ekonomisk kris eller i en lågräntemiljö. I de fall det uppstår målkonflikter eller penningpolitiken ser ett behov att agera utanför sina traditionella ramar, blir det lättare att förankra dessa beslut i de demokratiska församlingarna. Väljarna får större möjlighet att direkt hålla beslutsfattare ansvariga för de penningpolitiska besluten.

Fram till 1990-talet var regering och riksdag ansvarig för penningpolitiken i Sverige.¹⁸ Före 1970-taket fungerade detta upplägg relativt väl. Det var först i samband med oljeprischockerna på 1970-talet som problemen uppstod. Enligt Andersson (2023a) är det inte självständiga centralbanker i sig som är det viktiga, utan att det finns tydliga regler för stabiliseringspolitiken som möjliggör aktiva åtgärder under en kris, men som förhindrar allt för kraftiga stimulanser vid normala konjunkturcykler. En återgång till det system som gällde före 1990-talet skulle mycket väl kunna leda till ett gott resultat, men det är inte säkert. I praktiken är det inget realistiskt alternativ att dra tillbaka Riksbankens självständighet så länge andra utvecklade ekonomier inte följer efter. Skulle Sverige ensidigt avskaffa Riksbankens oberoende skulle det troligen minska internationella investerares förtroende för svensk ekonomisk politik med en svagare krona och högre räntor som resultat.

Det tredje alternativet innebär att målet för penningpolitiken görs om, åtminstone det operativa målet, det vill säga inflationsmålet. Lagformuleringen om varaktigt låg och stabil inflation är tillräckligt flexibel för att en reform kan ske utan att ändra riksbankslagen. Ett alternativ är att ersätta konsumentprisindex med en ny och bredare målvariabel som bättre fångar hur penningpolitiken påverkar hela samhällsekonomin. Tyvärr finns det ingen sådan övergripande indikator. I praktiken skulle en omformulering av inflationsmålet kräva att antalet målvariabler utökas. Fler mål för penningpolitiken utan fler verktyg att uppnå dessa mål ökar risken för målkonflikter. Redan vid två mål för centralbanken uppstår det lätt problem. Till exempel har Federal Reserve, Bank of England och ECB fått ett utökat mandat när det kommer till finansiell stabilitet sedan finanskrisen 2008/09,¹⁹ något som väckt kritik. Bland annat

17 I Storbritannien utser finansministern direkt fyra ledamöter. Dessa behöver dock inte vara politiker.

18 Hur självständiga centralbankerna har varit i relation till politiken har varierat både mellan länder och över tid. Se till exempel Garriga (2016) eller Romelli (2022).

19 Sverige har valt en delvis annan väg och delar upp ansvaret för penningpolitik (Riksbanken) och

har flera studier pekat på att vinsterna av att med penningpolitiken motverka finansiella obalanser är små i förhållande till de potentiella kostnaderna i form av lägre tillväxt och ökad arbetslöshet (Svensson 2017; Schularick m.fl. 2021). Med andra ord: det uppstår lätt en målkonflikt mellan finansiell stabilitet och prisstabilitet. Det finns andra sätt att verka för finansiell stabilitet än att lägga det på penningpolitiken enligt detta synsätt (Kockerols & Kok 2021). Samtidigt finns det studier som visar att den ekonomiska, sociala och politiska kostnaden av finansiella kriser är så pass stor för samhället, att vinsterna av att motverka en sådan kris överstiger eventuella kostnader (Gambacorta & Signoretti 2014; Borio & White 2014). Även om världen inte är så pass enkel att centralbanken enbart kan ha ett mål (prisstabilitet) utan måste även ha visst ansvar för finansiell stabilitet, är det orimligt att ytterligare utöka antalet mål.

Det leder till det fjärde alternativet – att begränsa verktygslådan så att centralbankens inflytande över ekonomin inte blir för stort. Att begränsa verktygslådan är inte enkelt. Det skulle gå att i lag skriva in att centralbanken enbart får agera genom styrräntan och sin kommunikation, så som ursprungligen var tanken när Riksbanken och ECB fick sin självständighet. Samtidigt förändras världen kontinuerligt och att på förhand utesluta nya penningpolitiska verktyg kan vara skadligt för den ekonomiska stabiliteten.²⁰ Inte minst gäller detta vid stora kriser. Däremot kan det vara på sin plats att reglera hur stora de samlade penningpolitiska insatserna får lov att bli, oavsett vilket penningpolitiskt verktyg som centralbanken använder sig av. Här kan det finanspolitiska ramverket utgöra en förebild.

Utformningen av de finans- och penningpolitiska ramverken har två centrala skillnader. Det finanspolitiska ramverket reglerar storleken på de finanspolitiska *verktygen* medan det penningpolitiska ramverket reglerar det penningpolitiska *målet*. Det finanspolitiska ramverket är utformat för att förhindra att det finanspolitiska stimulanserna blir för stora samt se till att finanspolitiska stimulanser är tillfälliga. Enligt uppdateringen av det finanspolitiska ramverket från 2016 skall budgetsaldot uppvisa ett överskott på 1/3 procent av BNP över konjunkturcykeln. Därutöver finns det ett minne inbyggt i ramverket i form av det sk skuldankaret på 35 procent av BNP (+/- 5 procentenheter) som reglerar att eventuellt stora avvikelser från överskottsmålet under en större kris så som pandemin med tiden korrigeras genom en mer återhållsam finanspolitik åren efter. Ramverket tillåter således att staten lånar pengar under en lågkonjunktur eller större kris. Finanspolitiken måste dock stramas åt så fort krisen är över. Så skedde under finanskrisen 2008/09, den europeiska skuldcrisen 2014/15 samt under pandemin 2020/21. Den offentliga

finansiell stabilitet (Finansinspektionen). Riksbanken, Finansinspektionen, regeringen och Riksgälden träffas regelbundet i det Finansiella stabilitetsrådet för att diskutera finansiella stabilitetsfrågor.

20 Se Ingves (2021) för en diskussion.

skulden steg tillfälligt under kriserna, men föll tillbaka så fort krisen var över. Sverige är ett av få utvecklade länder där den offentliga skulden 2022 var lägre än 2008.

Riksbanken möter inga sådana begränsningar. Den implicita begränsningen som fanns i att styrräntan inte kan bli hur negativ som helst försvann med balansräkningsåtgärderna. I dagens ramverk kan penningpolitiken bli hur expansiv som helst så länge som de trögrörliga konsumentpriserna ligger i linje med inflationsmålet. Hade det funnits en begränsning för den samlade penningpolitiken i linje med det finanspolitiska ramverkets hade det fortsatt varit möjligt för centralbanken att köpa värdepapper vid allvarliga kriser. Samtidigt hade centralbanken varit ålagd att upphöra med den expansiva penningpolitiken så fort ekonomin började återhämta sig. Balansräkningsåtgärder i högkonjunktur som under åren 2015–19 eller som bidrog till en mycket kraftig expansion av penningmängden från hösten 2020 till 2021 hade inte varit möjliga.

Begränsningen av den samlade penningpolitiken kan alltså ske genom ett långsiktigt ankare som förhindrar att penningpolitiken under en längre tid blir för expansiv. Hur det skall gå till kan diskuteras. Ett alternativ är att sätta ett intermediärt långsiktigt mål för den totala kredit- och/eller penningmängdstillväxten. I ECB:s ursprungliga penningpolitiska strategi fanns det ett sådant mål för penningmängdstillväxten satt till 4,5 procent per år (ECB 2004). Målet var angivet för att förhindra en allt för expansiv penningpolitik som inte direkt syntes i konsumentpriserna på kort sikt (Issing 2009). Ett sådant mål förhindrar inte att det uppstår kriser eller att penningpolitiken begår misstag, men det reglerar storleken på hur stora misstagen kan bli och därmed risken för kriser skapad av penningpolitiken. Med ett sådant mål skulle krispolitiken under finanskrisen vara möjligt, som illustreras i figurerna 1–3, men inte den expansiva penningpolitiken som Riksbanken bedrev 2015–19 och alla centralbanker från hösten 2020 till slutet av 2021/början av 2022.

Sammanfattning

Av de fyra alternativ som diskuterats i denna artikel är det fjärde alternativet troligen det bästa. De fördelar som finns med en självständig centralbank skulle bestå, samtidigt som ramarna inom vilken penningpolitiken måste hålla sig inom klargörs ytterligare. Vid kriser kan centralbanken agera kraftfullt – även vara innovativ – när det kommer till vilka verktyg man använder sig av. När krisen är över måste Riksbanken dock återgå till en långsiktigt hållbar politisk kurs. Genom att reglera storleken på de penningpolitiska insatserna får centralbankens subjektiva bedömningar och val mindre vikt för det samhällsekonomiska utfallet. Risken för negativa sidoeffekter på förmögenhetsfördelningen, finanspolitiken eller något annat område begränsas. Vidare minskar behovet av

att förankra de penningpolitiska beslutet i de demokratiska processerna varpå centralbankens oberoende kan kvarstå. En reformering av det penningpolitiska ramverket i denna riktning skulle i praktiken innebära en återgång till den ursprungliga tanken bakom centralbankernas oberoende, det vill säga att förhindra en alltför expansiv penningpolitik.

Det finns ytterligare potentiella vinster av att begränsa storleken på de penningpolitiska stimulanserna. Centralbanken tvingas bättre förklara och motivera hur man balanserar kortsiktiga hänsynstaganden mot den långsiktiga makroekonomiska stabiliteten; något som i sin tur bidrar till en mer balanserad diskussion kring penningpolitiken och dess begränsningar. Penningpolitiken är i många fall ett trubbigt verktyg. Redan när det kommer till att försöka finjustera konjunkturen eller konsumentprisinflationen med några tiondels procentenheter får penningpolitiken problem. Att ge penningpolitiken fler uppdrag än långsiktig makroekonomisk stabilitet genom att bidra till prisstabilitet och finansiell stabilitet är svårt, kanske omöjligt. Den penningpolitiska debatt som uppstått på 2010-talet har dock ofta gått i motsatt riktning och krävt alltmer av Riksbanken, något Riksbanken själv indirekt uppmuntrat till genom sina stora värdepappersköp som ett resultat av kortsiktiga fluktuationer i inflationsmätningarna.

Tyvärr behandlades de frågor som lyfts i denna artikel in av den utredning som presenterade sin översyn av det penningpolitiska ramverket 2019 (se Andersson & Jonung 2020c). Förhoppningsvis kan denna artikel bidra till en välbehövlig debatt kring det penningpolitiska ramverket och hur stort handlingsutrymme Riksbanken bör ha. Med över tjugofem års praktiskt erfarenhet av en självständig centralbank är det på hög tid att de grundläggande antaganden som självständigheten vilar på testas och problematiseras. Centralbankernas oberoende är ingen blank check för centralbanken att experimentera med samhällsekonomin utan effektivt ansvarsutkrävande.

Referenser

- Alchian, A. & Klein, B., 1973. "On a correct measure of inflation", *Journal of Money, Credit and Banking* 5(1), s. 173-191.
- Alesina, A., 1988. "Macroeconomics and politics", *Macroeconomics Annual*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Andersson, B., Beechy Österholm, M. & Gustafsson, P., 2022. Riksbankens köp av värdepapper 2015-2022. Riksbanksstudie Nr 2 2022. Stockholm: Riksbanken. Tillgänglig på <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/riksbanksstudie/svenska/2022/riksbanksstudie-riksbankens-kop-av-vardepapper-2015-2022.pdf>.
- Andersson, F N G., 2011. "Monetary policy, asset price inflation, and consumer price inflation", *Economics Bulletin* 31(1), s. 759-770.
- Andersson, F N G., 2016. "A blessing in disguise? Banking crises and institutional reforms", *World Development* 83, s. 135-147.

- Andersson, F N G., 2017. "Sekulär stagnation, vad är det, finns det och hur påverkar det penningpolitiken?", *Ekonomisk Debatt* 45(17), s. 13–25.
- Andersson, F N G., 2021. "Kommentarer på Stefan Ingves, Ny finansiell miljö – hur möter Riksbanken utmaningarna?", *Ekonomisk Debatt* 49(6), s. 25–39.
- Andersson, F N G., 2023a. "The quest for economic stability: A study on Swedish stabilisation policies 1873–2019", *Scandinavian Economic History Review*, forthcoming.
- Andersson, F N G., 2023b. "The problem of stagflation: How should the ECB respond to the increase in inflation?", *European View* 22(1), s. 39–47.
- Andersson, F N G., Bergh, A. & Olshov, A., 2016. "Riksbanken feltolkar lagen i sin syn på inflationsmålet", *DN Debatt*, 20 december 2016.
- Andersson, F N G. & Jonung, L., 2020a. "Lessons from the Swedish experience with negative central bank rates", *Cato Journal* 40(3), s. 595–612.
- Andersson, F N G. & Jonung, L., 2020b. "Coronakrisens anatomi – en första obduktion", *Ekonomisk Debatt* 48(8), s. 31–44.
- Andersson, F N G. & Jonung, L., 2020c. "Mastodontutredningen som missar målet – om Riksbankskommitténs slutbetänkande", *Ekonomisk Debatt* 48(6), s. 21–29.
- Andersson, F N G. & Jonung, L., 2022a. "Den europeiska stabiliseringspolitiken efter coronapandemin: Mer flexibel integration eller federalism?", i Bakardjjeva Engelbrekt, A., Michalski, A. & Oxelheim, L. (red.), *EU mellan federalism och flexibel integration. Europaperspektiv 2022*. Stockholm: Santerus Förlag.
- Andersson, F N G. & Jonung, L., 2022b. *Lunds universitets remissyttrande över Karnit Flug och Patrick Honoans utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020*. Lund: Lunds universitet. Tillgänglig på https://portal.research.lu.se/files/119038612/EHL_Remissvar_Riksbankens_penningpolitik_2015_2020.pdf.
- Assenmacher-Wesche, K. & Gerlach, S., 2008. "Interpreting euro area inflation at high and low frequencies", *European Economic Review* 52(6), s. 964–986.
- Avdjiev, S. & Taktas, E., 2018. "Monetary Policy Spillovers and Currency Networks in Cross-Border Bank Lending: Lessons from the 2013 Fed Taper Tantrum", *Review of Finance* 23(5), s. 993–1029.
- Bobic, A. & Dawson, M., 2020. "Making sense of the "incomprehensible": The PSPF Judgment of the German Federal Constitutional Court", *Common Market Law Review* 57(6), s. 1953–1998.
- Borio, C. & White, W., 2014. "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regime", *BIS Working Paper No. 147*.
- Buiter, W. H., 2023. "Relearning Inflation Control in the Post-Covid Era", s. 201–216 i Aliber, R.Z., Gudmundsson, M. & Zoega, G. (red.), *Fault Lines After COVID-19. Global Economic Challenges and Opportunities*. Springer.
- Busetto, F., Chavaz, M., Froemel, M., Joyce, M. & Kaminska, I., 2022. "QE at the Bank of England: a perspective on its functioning and effectiveness", *Bank of England Quarterly Bulletin* (2022Q1). Tillgänglig på: <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2022/2022-q1/qe-at-the-bank-of-england-a-perspective-on-its-functioning-and-effectiveness>.
- Carney, M., 2015. *Three truths for finance*. Speech at the Harvard Club Southwark Cathedral dinner, London, 21 September 2015. Tillgänglig på <https://www.bis.org/review/r150922a.htm>.
- Campillo, M. & Miron, J., 1997. "Why does inflation differ across countries?", i Romer, C. & Romer, D. (red.), *Reducing inflation: Motivation and strategy*. Chicago: University of Chicago Press.

- Chari, A., Stedman, K. D. & Lundblad, C., 2020. "Taper Tantrums: Quantitative Easing, Its Aftermath, and Emerging Market Capital Flows", *The Review of Financial Studies* 34(3), s. 1445-1508.
- Colciago, A., Samarina, A. & de Haan, J., 2019. "Taper Tantrums: Quantitative Easing, Its Aftermath, and Emerging Market Capital Flows", *Journal of Economic Surveys* 33(4), s. 1199-1231.
- Coppola, F., 2019. *The Case For People's Quantitative Easing*. Oxford: Polity Books.
- Dagens Industri, 2017. Stefan Ingves: "Det är ett samhällsexperiment vi aldrig gjort tidigare", 14 november 2017. Tillgänglig på <https://www.di.se/nyheter/stefan-ingves-det-ar-ett-samhallsexperiment-vi-aldrig-gjort-tidigare/>.
- De Luigi, C., Feldkircher, M., Poyntner, P. & Schuberth, H., 2023. "Quantitative Easing and Wealth Inequality: The Asset Price Channel", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 85(3), s. 638-670.
- Domanski, D., Scatigna, M. & Zabaï, A., 2016. "Wealth inequality and monetary policy", *BIS Quarterly Review*, March 2016, s. 45-64.
- ECB, 2004. *The monetary policy of the ECB*. Frankfurt am Main: ECB.
- ECB, 2020. *Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 3-4 June 2020*. Tillgänglig på <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2020/html/ecb.mg200625~fd97330d5f.en.html>, läst 1 september 2023.
- Eichengreen, B., 2019. *The populist temptation. Economic grievance and political reaction in the modern era*. Oxford: Oxford University Press.
- Ehrmann, M., 2021. "Point targets, tolerance bands or target ranges? Inflation target types and the anchoring of inflation expectations", *Journal of International Economics* 132, s. 103514.
- Ekonomifakta, 2023. *Offentliga sektorns utgifter*. Tillgänglig på <https://www.ekonomifakta.se/fakta/offentlig-ekonomi/offentlig-sektor/offentliga-sektorns-utgifter/>, läst 1 september 2023
- EU, 1993. *Fördrag om Europeiska unionen/Maastrichtfördraget*. Tillgänglig på <https://www.europarl.europa.eu/about-parliament/sv/in-the-past/the-parliament-and-the-treaties/maastricht-treaty>.
- Evgenidis, A. & Fasianos, A., 2020. "Unconventional Monetary Policy and Wealth Inequalities in Great Britain", *Oxford Bulletin of Economics & Statistics* 83(1), s. 115-175.
- Fabo, B., Jancokova, M., Kempf, E. & Pastor, L., 2021. "Fifty shades of QE: comparing findings of central banks and academics", *European Central Bank Working Paper Series* 2584.
- Fawley, B.W. & Neely, C.J., 2013. "Quantitative easing", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 95(1), s. 51-88.
- Feld, L.P. & Wieland, V., 2021. "The German Federal Constitutional Court Ruling and the European Central Bank's Strategy", *Journal of Financial Regulation* 7(2), s. 217-253.
- Fisher, I., 1911. *The purchasing power of money. Its determination and relation to credit, interests and crises*. New York: Macmillan.
- Flug, K. & Honohan, P., 2021. *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik*. Sveriges Riksdag. Tillgänglig på https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/rapport-fran-riksdagen/utvardering-av-riksbankens-penningpolitik_H90WRFR4.

- Friedman, M., 1962. "Should there be an independent monetary authority?", i Yeager, L B, *In Search of a Monetary Constitution*. Cambridge: Harvard University Press.
- Gambacorta, L. & Signoretti, F. M., 2014. "Should monetary policy lean against the wind? An analysis based on a DSGE model with banking", *Journal of Economic Dynamics and Control* 43, s. 146-174.
- Garriga, A.C., 2016. "Central Bank Independence in the World: A New Data Set", *International Interactions* 42(5), s. 849-868.
- Giavazzi, F. & Miskhin, F. S., 2006. *En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005*. Sveriges Riksdag. Tillgänglig på https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/rapport-fran-riksdagen/en-utvardering-av-den-svenska-penningpolitiken_GUoW1.
- Goodfriend, M & King, M., 2016. *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010-2015*. Sveriges Riksdag. Tillgänglig på https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/rapport-fran-riksdagen/utvardering-av-riksbankens-penningpolitik_H3oWRFR6.
- Goodhart, C., 2001. "What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation?", *The Economic Journal* 111, s. 335-356.
- Goodhart, C. & Rochet, J-C., 2011. *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010*. Sveriges Riksdag. Tillgänglig på https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/rapport-fran-riksdagen/utvardering-av-riksbankens-penningpolitik-och_GYoWRFR5.
- Grilli, V., Masciandaro, D. & Tabellini, G., 1991. "Political and monetary institutions and public financial policies in industrial countries", *Economic Policy* 13, s. 341-392.
- Grünewald, S. & Klooster, J.v. 2023. "New strategy, new accountability? The European Central Bank and the European Parliament after the strategy review", *Common Market Law Review* 60(4), s. 959-998.
- Haldane, A.G., Roberts-Sklar, M., Wieladek T. & Young, C., 2016. "QE: the story so far", *Bank of England Working Paper* 624.
- House of Lords, 2021. *Quantitative easing: a dangerous addiction?* London: House of Lords Paper 42.
- Ingves, S., 2021. "Ny finansiell miljö – hur möter Riksbanken de nya utmaningarna?", *Ekonomisk Debatt* 49(6), s. 58-92.
- Issing, O., 2009. "Asset prices and monetary policy", *Cato Journal* 29(1), s. 45-51.
- Issing, O., 2012. "The Mayekawa lecture: central banks – paradise lost", *Bank of Japan Monetary Economic Studies* 30, s. 55-74.
- Joyce, M., Miles, D., Scott, A. & Vayanos, D., 2012. "Quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction", *The Economic Journal* 564, s. 271-288.
- Karadi, P. & Nakov, A., 2021. "Effectiveness and addictiveness of quantitative easing", *Journal of Monetary Economics* 117, s. 1096-1117.
- Kay, J. & King, M., 2020. *Radical uncertainty. Decision-making for an unknowable future*. London: The Bridge Street Press.
- Keynes, J. M., 1930. *A treatise of money*. London: Macmillan and Co ltd.
- Kjellberg, D. & Åhl, M., 2022. "Riksbankens finansiella resultat och kapital påverkas av högre räntor", *Riksbanken Ekonomisk Kommentar Nr 8 2022*.
- Kockerols, T. & Kok, C., 2021. "Leaning against the wind: macroprudential policy and the financial cycle", *International Journal of Central Banking* 17(5), s. 177-236.

- Lavoie, M. & Fiebger, B., 2018. "Unconventional monetary policies, with a focus on quantitative easing", *European Journal of Economics and Economic Policies* 15(2), s. 139-146.
- Lyonnet, V. & Werner, R., 2012. "Lessons from Bank of England on quantitative easing and other unconventional monetary policies", *International Review of Financial Analysis* 25, s. 94-105.
- Mas, J.F., 2020. "Central Banks and Climate Justice: The Case for Green Quantitative Easing", i Pellegrino, G. & Di Paola, M. (red.), *Handbook of Philosophy of Climate Change*. Springer.
- McConnell, A., Yanovski, B. & Lessmann, K., 2021. "Central bank collateral as a green monetary policy instrument", *Climate Policy* 22(3), s. 339-355.
- McLeay, M., Radia, A. & Thomas, R., 2014. "Money creation in the modern economy", *Bank of England Quarterly Bulletin* Q1, s. 14-27.
- Mishkin, F.S., 2016. "Will monetary policy become more of a science?", i Wieland, V. (red.), *The Science and Practice of Monetary Policy Today*. Heidelberg: Springer Verlag.
- Molin, J., 2010. "Hur har Riksbanken hanterat den finansiella krisen?", *Penning och Valutapolitik* 1, s. 121-150.
- Papadamous, S., Siriopoulos, C. & Kyrazis, N.A., 2020. "A survey of empirical findings on unconventional central bank policies", *Journal of Economic Studies* 47(7), s. 1533-1577.
- Posen, A. S., 1993. "Why central bank independence does not cause low inflation: there is no institutional fix for politics", i O'Brien, R. (red.), *Finance and International Economy*, 7. Oxford: Oxford University Press.
- Proposition 1997/98:40. *Riksbankens ställning*. Tillgänglig på <https://www.regeringen.se/49bb2e/contentassets/1f1cfaefa7e34fdb9e075fe396f6ode1/riksbankens-stallning>.
- Proposition 2021/22:41. *En ny riksbankslag*. Tillgänglig på <https://data.riksdagen.se/fil/30997F90-8CC1-4661-9C67-89ACEFD77E68>.
- Riksbanken, 2023. *Fördjupning. Den nya riksbankslagen och det penningpolitiska ramverket*. Tillgänglig på <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ppr/fordjupningar/svenska/2023/230209/den-nya-riksbankslagen-och-det-penningpolitiska-ramverket-fordjupning-i-penningpolitisk-rapport-februari-2023.pdf>.
- Riksrevisionen, 2023. *Riksbankens tillgångsköp - dyrköpta erfarenheter*. *Riksrevisionen Granskningsrapport RiR 2023:21*. Tillgänglig på <https://www.riksrevisionen.se/rapporter/granskningsrapporter/2023/riksbankens-tillgangskop---dyrkopta-erfarenheter.html>.
- Riksbankslagen 1988:1350. Lag om Sveriges riksbank. Tillgänglig på <https://www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/styrdokument/riksbankslagen/>.
- Rogoff, K., 1985. "The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target", *Quarterly Journal of Economics* 100, s. 1169-1185.
- Rogoff, K., 2016. *The curse of cash. How Large-Denomination Bills Aid Crime and Tax Evasion and Constrain Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.
- Rogoff, K., 2019. "Is this the beginning of the end of central bank independence?", *Group of Thirty Occasional Paper* 95. Washington DC.
- Romelli, D., 2022. "The political economy of reforms in Central Bank design: evidence from a new dataset", *Economic Policy* 37(112), s. 641-688.

- Rua, A., 2012. "Money growth and inflation in the euro area: A time-frequency view", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 74(6), s. 875-885.
- Ryczkowski, M., 2019. "Money, credit, house prices and quantitative easing – the wavelet perspective from 1970 to 2016", *Journal of Business Economics and Management* 20(3), s. 546-572.
- Schularick, M., ter Steege, L. & Ward, F., 2021. "Leaning against the wind and crisis risks" *American Economic Review* 3(2), s. 199-214.
- Seglin, G., 2020. *The menace of fiscal QE*. Washington D.C.: Cato Institute. Centre for Monetary and Financial Alternatives.
- Seidl, C., 2023. "Inflation: Thruway of ECB's Monetary Policy", *Journal of Economic Analysis* 2(1), s. 1-15.
- Strohsal, T. & Winkelmann, L., 2015. "Assessing the anchoring of inflation expectations", *Journal of International Money and Finance* 50, s. 33-48.
- Svensson, L. E. O., 1997. "Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets", *European Economic Review* 41(6), s. 1111-1146.
- Svensson, L. E. O., 2017. "Cost-benefit analysis of leaning against the wind", *Journal of Monetary Economics* 90, s. 193-213.
- Thedeen, E., 2023. "Riksbanken behöver återställa sitt kapital". Anförande i Finansutskottet 24 oktober 2023. Tillgänglig på <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/tal-och-presentationer/2023/thedeen-riksbanken-behoover-aterstalla-sitt-kapital/>.
- Thornton, D.L. 2015., "Requiem for QE", *Cato Institute Policy Analysis* 783.
- Yu, E., 2016. "Did quantitative easing work?", *Federal Reserve Bank of Philadelphia Economic Insights*. First Quarter 2016.