

Bortom styrräntan – ett nytt ekonomisk-politiskt paradigm för Sverige

Penningpolitiken och styrräntan spelar huvudroller i dagens ekonomisk-politiska paradigm. Paradigmet har tillsammans med centralbankernas extraordinära insatser och affärsbankernas dominans över penningmängden lett till skyhöga tillgångspriser, ökad ojämlikhet, finansiell instabilitet och bankövervinster. Vi föreslår ett nytt ekonomisk-politiskt program för Sverige som omfattar en e-krona, en statlig investeringsbank, en revidering av Riksbankens sekundära mandat samt nya penningpolitiska verktyg i form av medborgarpengar, likviditetsavgifter och ett bundet sparande. Förslaget skulle förbättra penningpolitikens effektivitet, minska målkonflikter i den ekonomiska politiken och öka den finansiella stabiliteten. Det skulle även förenkla de finansiella regelverken, stimulera konkurrensen på finansmarknaden och skapa bättre förutsättningar för långsiktiga klimat-investeringar.

Det ekonomisk-politiska paradigm som började tillämpas i bl a Sverige under 1990-talet var en reaktion på hög inflation och stora offentliga budgetunderskott. Paradigmet gör en tydlig uppdelning av ansvarsområden där penningpolitiken är överordnad finanspolitiken utan någon formell samordning, fokuserar på inflationsbekämpning och bedrivs av en oberoende centralbank med styrräntan som huvudsakligt verktyg. Finanspolitiska regler bidrog till att penningpolitiken även fick en huvudroll vid stabiliseringen av realekonomin i EU-länderna.¹

I samband med den globala finanskrisen 2007–08, det svaga inflationstrycket under 2010-talet och den låga efterfrågan under pandemin 2020–22 tvingades dock centralbankerna att tänja på paradigmet gränser och vidta extraordinära åtgärder såsom minusränta och omfattande obligationsköp (*Quantitative Easing* – hädanefter ”QE”). Penningpolitiken var periodvis samordnad med finanspolitiken (om än informellt) på ett sätt som kan liknas vid s k monetär finansiering.

Stigande efterfrågan samt kostnadschocker i pandemin och Ukraina-invasionens kölvatten innebar dock att centralbankerna snart återgick till traditionell räntestyrning utifrån sitt primära inflationsmål och sitt sekundära beaktande av konjunkturläget (Apel och Jansson 2023). Riksbanken deklarerade med stöd av den nya riksbankslagen från 2022 att utökningar av dess balansräkning bara kunde äga rum vid allvarliga finansiella störningar (Thedéen 2025). Tendensen till *back to basics* förstärktes i Sverige av

SAMUEL FÄRDOW KAZEN OCH LENNART ERIXON

Samuel Färdow Kazen är utredare vid Positiva Pengar samt International Movement for Monetary Reform. Han har främst bedrivit forskning om penningpolitik, monetära system och finansiella marknader. samuel.kazen@positivapengar.se

Lennart Erixon är professor emeritus vid Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet. Han har främst bedrivit forskning om ekonomisk politik, lönebildning, tillväxt och ekonomisk psykologi. lex@ne.su.se

¹ Penningpolitiken hade redan fått en central roll i svensk stabiliseringspolitik genom övergången till rörliga växelkurser i november 1992.

att diskussionen om en e-krona kom att avstanna. Riksbanken hade sedan mitten av 2010-talet drivit på debatten om digitala centralbanksvalutor. Betalningsutredningen ansåg dock att samhällsbehovet inte var starkt nog (SOU 2023:16).

Flera centralbanker har dock börjat diskutera innehållet i den penningpolitiska verktygslådan och arbetsfördelningen mellan penning- och finanspolitik. ECB tar sedan 2022 hänsyn till företagens miljö- och klimatpåverkan vid QE (Cipollone 2024). Riksbanken föreslog en ökad samordning med finanspolitiken mot bakgrund av svårigheterna under 2010-talet att höja inflationstakten på egen hand (Jansson 2021). Den kom under pandemin att be om finanspolitiska stöd för att stimulera ekonomin och även att efterfråga lagstiftning om effektivare verktyg i framtiden (Bremman 2021).

Centralbankernas förslag går i rätt riktning. Men de håller fast vid ett trubbigt instrument, styrräntan, och ett penningssystem som skapar allvarliga målkonflikter i den ekonomiska politiken, finansiell instabilitet, komplicerade regelsystem samt lägger hinder för offentliga investeringar (avsnitt 1 och 2).

I denna artikel föreslår vi en ekonomisk-politisk reform för Sverige baserad på analyser av dagens penningssystem och finansmarknader samt på reformidéer om *Sovereign Money* (se avsnitt 3).² Förslaget förhindrar oönskade fördelningseffekter och bidrar till en större makroekonomisk stabilitet, högre produktivitet samt en snabbare grön omställning. Dessutom skapar förslaget ett mer robust betalningssystem och en större flexibilitet vid extraordinära situationer. Förslaget inbegriper införandet av en e-krona och bildandet av en statlig investeringsbank, men däremot inte att Riksbanken blir av med sitt oberoende eller överger sitt primära mål om en låg och stabil inflation. Artikeln bemöter därefter invändningar (avsnitt 4) och avslutas med en avrundande belysning av förslagets konsekvenser för samordningen mellan finans- och penningpolitik (avsnitt 5).

1. Svag måluppfyllelse och negativa sidoeffekter

Fixeringen vid centralbankens styrränta i dagens ekonomisk-politiska paradigm kan förefalla paradoxal mot bakgrund av den empiriska litteraturen. Studier av såväl Sverige som andra OECD-länder visar att ränteförändringar haft en förhållandevis svag inverkan på antingen inflationen, BNP-tillväxten eller båda variablerna sedan mitten av 1990-talet (Konjunkturin-

² *Sovereign Money*-litteraturen tar sin utgångspunkt i Irving Fishers idéer och Chicagoplanen från 1930-talet. Den kritiserar privata bankers penningsskapande till förmån för statlig kontroll över penningutbudet.

Även Knut Wicksell och Stockholmsskolans ekonomer betonade betydelsen av bankernas penningsskapande i sina sekvensanalyser (se t ex Lindahl 1957). *Sovereign Money* ska inte förväxlas med *Modern Monetary Theory* (MMT) som lika lite som krav på ett minskat oberoende för centralbankerna (Arrhenius m fl 2024; Rothstein 2024) legat till grund för förslagen om en ny ekonomisk politik i föreliggande artikel.

stitutet 2022; Bank of England 2022; Gülşen och Çiçek 2023).³ Det finns t o m studier som påvisat ett omvänt (positivt) samband mellan ränta och tillväxt (Lee och Werner 2023).

Den genomsnittliga årliga inflationstakten mellan 1998 och 2024 låg nära målet om två procent i flertalet europeiska länder (Calmfors 2025). Men avvikelser förekom under långa perioder. I exempelvis Sverige var inflationen från 1998 fram till pandemin 2020 bara 1,2 procent i genomsnitt.

En förklaring till penningpolitikens ojämna måluppfyllelse är att dagens paradigm utformades för att bekämpa inflation, inte för att underblåsa den. Paradigmet antog att det föreligger en ”tidsinkonsistens” mellan att prioritera kortvarig realekonomisk expansion (exempelvis inför ett val) och långsiktiga önskemål om ett stabilt penningvärde. Centralbankens uppdrag blev att motverka en inflationsdrivande finanspolitik genom impopulära räntehöjningar. Men efter millennieskiftet har politiker i EU-länder som Tyskland och Sverige tävlat om att uppvisa ”sunda” statsfinanser och ”spara i ladorna”. Politiska åtstramningar innebar en omvänd tidsinkonsistens där centralbankerna tvingades att föra en extraordinär expansiv penningpolitik under 2010-talets andra hälft med QE och minusräntor som en remarkabel ytterlighet (Leeper 2018). Ekonomer i ämnets huvudfåra återuppväckte Keynes teori om penningpolitikens ineffektivitet när ekonomin hamnat i en ”likviditetsfälla” med låg inflation och låga räntor.

Den extraordinära penningpolitiken bidrog till ett generellt lågt ränteläge som ökade ojämlikheten i inkomster och förmögenheter genom sina effekter på fastighetsmarknaden och framför allt på finansmarknaden. Stigande tillgångspriser gynnade finanssektorn samt fastighets- och aktieägarna (Chung 2017; De Luigi m fl 2023; Davtyan 2023; Lee 2024; Časta 2025).⁴

QE bröt också mot principen om marknadsneutralitet. Centralbankerna hänvisade till att tillgångspriser och riskpremier bestäms av finansmarknaden (ECB 2017). Men QE var ett uttryck för att de bedömde att priset på finansiella tillgångar var suboptimalt (van’t Klooster och Fontan 2020) och att marknadsräntorna var dåligt anpassade till det trendmässiga fallet i den naturliga realräntan (Apel och Jansson 2023). Kritiker framhöll dessutom att QE ensidigt gynnat fossilindustrin och storföretag (Matikainen m fl 2017; Schreiber 2021).

³ Ett undantag är Laséen m fl (2022) som framhåller att långvariga förändringar av penningpolitiken haft de avsedda effekterna på inflation och BNP i såväl Sverige som i andra OECD-länder (se även Kolasa m fl 2025). Det starka sambandet mellan Riksbankens penningpolitik och inflationen (speciellt CPIF) uppkom dock främst genom effekterna på kronkursen (se också Deb m fl 2023). Sambandet var svagt för den inhemska efterfrågan och t o m insignifikant för arbetslösheten. Rathnayaka m fl (2024) bekräftade i sin multipla regressionsanalys av ett aggregat för 33 OECD-länder att ränteförändringar haft de förväntade effekterna på inflationen och BNP-tillväxten under 2020-talet. Men räntans inflytande var här betydligt svagare än för andra bestämningsfaktorer.

⁴ Ökningen av ojämlikheten var dock mindre om hänsyn tas till den expansiva penningpolitikens positiva effekter på sysselsättningen och lönerna.

Långvarigt låga räntor och QE minskade dessutom utbudet av säkra tillgångar vilket drev investerare mot högre risktagande. Under pandemin började centralbankerna att köpa tillgångar med kreditbetyg nära riskklass BBB-, gränsen för ”skräpobligationer” (Branzoli m fl 2024). Resultatet blev ett överflöd av billiga krediter och minskad finansiell stabilitet. Efter pandemin (2022) var svenska hushåll de näst mest skuldsatta och svenska företag de tredje mest skuldsatta (som andel av BNP) i hela EU enligt Eurostat.

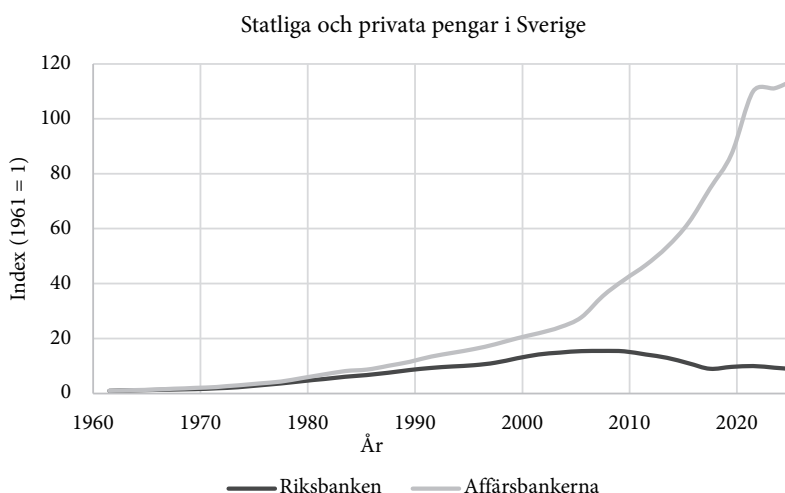
Affärsbankerna blev de stora vinnarna när penningpolitiken blev kontraktiv efter pandemin. Centralbankerna hade inte haft möjligheter under pandemin att köpa tillgångar direkt på marknaden; de måste gå omvägen via affärsbankerna som därmed fick enorma mängder centralbanksreserver ”gratis” som en oavsiktlig konsekvens av köpen. När styrräntan höjdes 2022 blev reserverna allt lönsammare. Svenska banker erhöll sammantaget 94 miljarder i passiva ränteintäkter mellan 2022–25 vilket ökade penningmängden och tvärt emot avsikten kan ha ökat inflationen.

2. Strukturella utmaningar

Andelen privata bankpengar har under de senaste decennierna ökat på bekostnad av statligt utgivna pengar (figur 1). Ungefär 99 procent av penningmängden i Sverige är i dag skapad av affärsbanker genom utlåning och inte av centralbanker eller någon annan offentlig institution.

Centralbankens minskade kontroll över penningmängden har ökat risken för finanskriser genom två kanaler. För det första – när pengar skapas av privata banker genom kreditgivning kan penningmängden öka genom offentlig eller privat skuldsättning. Vid en begränsning av den offentliga

Figur 1
Utvecklingen av
penningmängden
skapad av Riksbanken
respektive av affärs-
bankerna 1961–2025



Källa: Riksbanken. Andelarna har uppskattats approximativt genom en jämförelse av värdet för sedlar och mynt i omlopp (centralbankspengar) med värdet för M3 minus sedlar och mynt (affärsbankspengar).

skuldsättningen genom finanspolitiska ramverk och offentliga sparsamhetsideal krävs privat skuldsättning (eller nettoexport) för utgivning av nya pengar. I Sverige ökade penningmängden och därmed den privata skuldsättningen genom banklån med i genomsnitt åtta procent årligen mellan 1999 och 2022. Samtidigt har BNP-tillväxten varit 2,5 procent i årsgenomsnitt. Att skuldsättningen stiger snabbare än inkomsterna är ohållbart på sikt. Hushållen och företagen drabbas inte så länge räntorna sjunker. Men de är nu djupt skuldsatta och mycket känsliga för räntehöjningar vilket ökar risken för finanskriser.⁵

För det andra medför bankpengar en kreditrisk eftersom de kan bli värdelösa vid en bankrusning. Bankerna har dessutom blivit allt systemviktigare i takt med att finanssektorn vuxit och statliga pengar minskat. För att förhindra att betalningssystemet kollapsar och samhället står utan pengar måste staten rädda bankerna vid en kris. Det leder till s k *moral hazard* i bankerna vilket ökar deras risktagande.

Banksubventionernas negativa sidoeffekter har jämte bankpengarnas (ökade) betydelse ställt krav på omfattande regelverk – se Baselreglerna. Empiriska studier, inklusive Baselkommitténs egen utvärdering, har visat på allvarliga brister (Basel Committee 2022). Kapitalkraven har gått ut över utlåning till produktiva små- och medelstora företag (Fraisie m fl 2020; Kroszner 2024) till förmån för storföretag, improduktiva tillgångsköp och finansiell spekulation (Admati och Hellwig 2024; Finance Watch 2024). I de fall reglerna påverkat utlåningen är det inte ens säkert att den finansiella stabiliteten ökat. Riskerna har ofta överflyttats till den oreglerade skuggbanksektorn (Kashyap m fl 2010; Buchak m fl 2018; Irani m fl 2021) samt till låntagarna (Wen 2021). Baselramverkets likviditetsregler har heller inte varit effektiva. Bankerna har fått så stora överskott genom QE att de kunnat uppfylla likviditetsreglerna med god marginal. Dessutom står centralbanken alltid beredd att bistå med likviditet. För att få dessa lån pantsätter bankerna mindre likvida tillgångar, vilket i praktiken övervältrar bankernas likviditetsrisk på centralbanken.

De nya makroprudentliga verktygen i Basel III och Basel IV är fortfarande mikroregleringar som inte tar hänsyn till systemrisk, spridningseffekter och korrelationer mellan risker i olika tillgångsportföljer (Kress och Zhang 2024). Enskilda bankers efterlevnad av mikroreglerna utesluter inte att banksystemet i sin helhet snabbt kan bygga upp sina likviditets- och kapitalbuffertar och accelerera kreditgivningen i en högkonjunktur. Kompletterande kontracykliska kapitalbuffertar har inte heller varit framgångsrika utan kritiserats för att i strid med sin avsikt ha gjort det finansiella systemet ännu mer procyklistiskt (Finance Watch 2024).

Baselreglerna har även misslyckats med sin viktigaste uppgift: att förhindra bankkrascher och finanskriser. Basel II lyckades inte avvärja finans-

⁵ När räntorna var som högst 2024 gick 54 procent av de svenska företagens löpande intäkter till betalningar av räntor och amorteringar enligt BIS. Motsvarande andel var 34 procent för tyska företag och 32 procent för brittiska företag.

krisen 2007–08. Inte heller Basel III:s stärkta kapitalkrav kunde förhindra bankkriser; Silicon Valley Bank, Signature Bank, First Republic Bank (USA) och Credit Suisse skulle gått omkull under 2023 utan statliga ingripanden.

Globaliseringen och digitaliseringen har lett till en kraftigt expanderad skuggbanksektor där nya finansiella produkter kan ompaketeras och förflyttas över nationsgränser på sekunder. Att möta denna utveckling genom att fortsätta på den inslagna vägen och etablera alltmer komplexa och svåröverblickbara regelverk på tusentals sidor framstår som en hopplös uppgift där lagstiftarna ständigt hamnar på efterkälken. Frågan infinner sig: finns det några alternativ?

3. Ett nytt ekonomisk-politiskt paradigm

Vi föreslår ett ekonomisk-politiskt paradigmskifte baserat på de reformförslag i litteraturen om *Sovereign Money* som vi anser är de mest relevanta för Sverige (Omarova 2021; McMillan 2024; Baeriswyl 2017; Huber 2023; Desan 2022; Hockett 2025). Vårt förslag har följande komponenter:

E-kronan som huvudsakligt betalningsmedel. Digitala kronor används i dag bara vid transaktioner mellan Riksbanken och affärsbankerna i RIX. Vi föreslår att alla fysiska och juridiska personer får tillgång till Riksbankspengar i digital form. Det innebär bl a att andra finansiella företag kommer att kunna verka oberoende av storbankernas konton, API:er, Swish och Bankgirot. De kan därmed utmana storbankernas oligopol på allvar. Vi rekommenderar att e-kronan införs gradvis med en beloppsgräns för innehavarnas tillgodohavanden på sina e-kronkonton som kan höjas successivt. E-kronan bör ges status som lagligt betalningsmedel och distribueras utan transaktionsavgifter. Samtliga näringsidkare blir då skyldiga och även villiga att acceptera betalningar i e-kronor. Den offentliga sektorn samt stora delar av företagssektorn och finansmarknaden omfattas i dag inte av en insättningsgaranti och bör därför självmant övergå till säkra statliga e-kronor.

Medborgarpengar. Riksbanken bör ges möjlighet att dela ut medborgarpengar direkt till invånarnas e-kronkonton. Offentliga huvudmän bestämmer hur de nytgivna medborgarpengarna ska beskattas. Riksbanken får därmed ett nytt verktyg för att påverka konsumtionen, investeringarna och inflationen utan att som i dag behöva gå omvägen via affärsbankerna. Riksbanken kommer då att kunna stabilisera efterfrågan och penningvärdet genom att förändra mängden pengar på ett sätt som undviker styrräntans och QE:s negativa sidoeffekter såsom upptrissade bostadspriser, större ojämlikhet och övervinster till affärsbankerna.

Likviditetsavgift på betalkonton. Riksbanken bör få ett nytt kompletterande verktyg för att kontrollera inflationen: en procentuell likviditetsavgift på samtliga betalkonton med e-kronor. Riksbanken ska hålla avgiften någorlunda stabil och bara tillåta mindre och gradvisa korrigeringar. En sådan avgift skulle sätta fart på cirkulationen av pengar i ekonomin genom att ge

incitament till investeringar och konsumtion. Den kan också öka utrymmet för mer medborgarpengar eller en expansiv finanspolitik. Avgiftens ekonomiska effekter liknar de vid en negativ ränta fränsett att den inte ökar benägenheten att ta lån. Likviditetsavgiften kommer samtidigt att minska penningmängden på längre sikt vilket dämpar inflationen. Den verkar dessutom utjämnande genom att större belopp dras från konton med mycket pengar.

Ränta på sparkonton. Likviditetsavgifter lämpar sig inte för att tygla inflationen på kort och medellång sikt. En höjning kan rentav spå på inflationen genom att förmå företagen och hushållen att spendera mer. Att sluta dela ut medborgarpengar är heller inte ett tillräckligt kraftfullt medel för att kapa inflationstoppar. Vi föreslår att Riksbanken ska kunna erbjuda medborgarna och företagen ett bundet sparande. Förutom räntesatsen och bindningstiden bestämmer här Riksbanken den högst tillåtna sparvolymen per konto. Sparandet minskar hushållens konsumtion, allmänhetens utlåning till privata banker samt de finansiella marknadernas investeringar. Denna penningpolitik vore ett effektivare och rättvisare sätt att bekämpa inflation än att som i dag belasta skuldsatta hushåll med höjda räntor vilket bl a får bankvinsterna att skjuta i höjden.⁶

En uppdatering av Riksbankens sekundära mandat. Vi föreslår ingen förändring av det primära inflationsmålet. Det finns dock skäl att diskutera det sekundära mandatets utformning. Lagstiftare i flera OECD-länder har beaktat kritiken av penningpolitiken för att ha prioriterat inflationsmålet alltför ensidigt. De har formulerat sekundära mål för centralbanken om t ex arbetslöshet, (balanserad) tillväxt, finansiell stabilitet och miljö. Inbakningen av politiska önskelistor i centralbankernas andra mandat kan dock leda till en otydlig arbetsfördelning mellan finans- och penningpolitik. Politiska prioriteringar kan vidare skifta över tid. Vi föreslår därför en modestare revidering: Riksbanken bör följa ECB:s riktlinjer att stödja den ekonomiska politiken i allmänhet. Inom ramen för det primära inflationsmålet kan Riksbanken använda sina nya verktyg i linje med de folkvaldas prioriteringar utan att riksbankslagen ständigt behöver omprövas.⁷ För att utvärdera penningpolitikens uppfyllelse av det sekundära målet och minska risken för kortsiktiga politiska påtryckningar bör Riksbanken enbart förhålla sig till de finanspolitiska prioriteringar och regler som Riksdagen fastställt och regelbundet ser över.

En statlig investeringsbank. En statlig investeringsbank bör etableras i Sverige för att möjliggöra offentliga och privata investeringar i infrastruktur

⁶ Ett liknande sparande fanns i Sverige fram till 2016 i form av premieobligationer och Riksgäldsspar. De skiljde sig från vårt förslag genom att premieobligationerna fick säljas innan de löpte ut och Riksgäldsspar kunde sägas upp med kort varsel. I vårt förslag kommer de inlånade pengarna att vara låsta under den aktuella bindningstiden och syfta till att strama åt ekonomin, inte till att finansiera statens utgifter.

⁷ Vi avstår från att uttala oss om behovet av att ge det sekundära målet en större vikt. Om Riksbanken får flera effektiva verktyg och lyckas bättre med att lösa målkonflikter i den ekonomiska politiken kan den fullgöra sitt sekundära uppdrag i större utsträckning utan att inflationsmålet behöver hotas.

och energisystem samt en nödvändig klimatomställning. Sådana investeringsbanker finns redan i flera andra OECD-länder (Waidelich och Steffen 2023). Banken kan finansieras på finansmarknaden och ha som långsiktigt krav att inte gå med förlust. Dess verksamhet ska inte vara begränsad av ett finanspolitiskt ramverk. Vi utesluter inte att banken kan ge öronmärkta lån till privata banker för att främja vissa investeringar.

Sammantaget utgör vårt förslag en helhet med positiva synergieffekter. Används säkra statliga e-kronor i stället för privata kreditpengar kommer penningmängden inte längre att äventyras av bankkriser. Det minskar behovet av bankgarantier och ökar tilltron till regelverket om resolution.⁸ Baselreglerna kan på sikt förenklas till att primärt omfatta transparenta preciseringar av finansiella risker vilket gör det lättare för mindre aktörer att bära regelbördan och utmana storbankernas oligopol.

När e-kronan ersätter bankpengar slipper Riksbanken att använda affärsbankerna som mellanhänder och kan bedriva penningpolitik direkt gentemot medborgare och företag. Möjligheten att kontrollera den faktiska penningmängden, inte bara mängden centralbanksreserver, innebär att kvantitetsstyrning – helt eller delvis – blir ett realistiskt alternativ till räntestyrning. Riksbankens räntekorridor kunde då fasas ut som styrmedel eller reduceras till att stabilisera marknadsräntan runt dess medelvärde.

Förslaget gör att inflationsmålet kan nås utan risk för negativa fördelningseffekter. För att öka inflationen kan Riksbanken dela ut medborgarpengar, avsluta erbjudanden om bundet sparande, köpa investeringsbankens obligationer eller på lång sikt minska likviditetsavgiften. För att dämpa inflationen kan Riksbanken upphöra med medborgarpengar, erbjuda bundet räntesparande, sälja obligationer eller på längre sikt öka likviditetsavgiften. Verktygen skapar flexibilitet och möjligheter för Riksbanken att vidta rätt åtgärder i ljuset av inflationens underliggande orsaker.

Genom en investeringsbank skulle Riksbanken och även marknadsaktörerna kunna erhålla ett säkrare tillgångsslag än riskfyllda privata tillgångar. Riksbanken kan dessutom genom sina köp av investeringsbankens obligationer sänka finansieringskostnaden för de offentliga och privata investeringar som anses politiskt önskvärda, en möjlighet som ökar genom vår breddning av det realekonomiska målet.

4. Tänkbara invändningar och missförstånd

Sverige har med egen valuta och rörlig växelkurs goda förutsättningar att genomföra förslaget. En tänkbar invändning är dock att staten får för stor makt. Förslaget ökar dock inte statens totala inblandning i marknaden utan ändrar bara inriktningen: från att subventionera affärsbankers generella utlåning till att stödja politiskt prioriterad utlåning. Dagens Baselregler

⁸ Tanken bakom resolution är att aktieägarna, inte skattebetalarna, ska betala vid en bankkris. I nästan samtliga fall har dock regeringarna tvingats att åsidosätta reglerna och stödja systemviktiga banker.

innebär dessutom en omfattande kontroll av finansmarknaden. Vårt förslag minskar behovet av reglering och tillsyn och därmed statens maktutövning.

En kritiker kunde beskylla förslaget för inflationsdrivande monetär finansiering. Centralbanker har dock redan i dag en sådan möjlighet via köp av värdepapper på andrahandsmarknaden. Ett totalförbud för Riksbanken att köpa privata och offentliga värdepapper (McMillan 2024) skulle helt blockera denna möjlighet. Vi föreslår dock en mer begränsad inskränkning. Genom lag skulle Riksbanken kunna förbjudas att köpa andra värdepapper än de som ges ut av den statliga investeringsbanken. Det hindrar Riksbanken från att gynna storföretag, affärsbanker och från att finansiera statens löpande utgifter genom QE. Men det förhindrar inte genomförandet av lånefinansierade framtidsinvesteringar eller av krisåtgärder vid pandemier och krig.

En ytterligare invändning är att medborgarpengar påverkar hushållens inkomster och samhällets inkomstfördelning och därför är en angelägenhet för finanspolitiken (SOU 2019:46; Breman 2021). Men med detta synsätt kan ju all penningpolitik – från räntestyrning till öppna marknadsoperationer – klassas som finanspolitik. Medborgarpengar är dessutom en mindre kontroversiell åtgärd ur fördelningssynpunkt än Riksbankens nuvarande instrument för att stimulera ekonomin. De har vidare det primära syftet att uppnå inflationsmålet vilket ger dem en klar penningpolitisk identitet i vårt reformprogram.

Förslag som liknar vårt har slutligen kritiserats för att uppmuntra framväxten och expansionen av skuggbanksektorn (jämför Fontana och Sawyer 2016 och Etzrodt 2023). Vi hävdar tvärtom att vårt förslag kommer att minska skuggbanksektorn av tre skäl (i) behovet av skuggbanksektorns penningssubstitut minskar när storföretagens likviditetsbehov kan tillgodoses av en e-krona, (ii) sektorn kommer att krympa och få en rimlig proportion när statliga subventioner och garantier som i dag i praktiken även omfattar skuggbanksektorn dras tillbaka och (iii) förenklade Baselregler försvagar de incitament till regelarbiterage som drivit skuggbanksektorns tillväxt.

5. Sammanfattning och utblickar

Vi har presenterat sex konkreta förslag för att angripa allvarliga problem med dagens ekonomisk-politiska paradigm. Merparten av förslagen kan motiveras och genomföras var för sig i en gradvis och reversibel process men innebär sammantaget en substantiell omläggning av den ekonomiska politiken. Vårt nya paradigm har potential att effektivisera penningpolitiken och mildra målkonflikter i den ekonomiska politiken. Det kan minska de ekonomiska klyftorna, öka den finansiella stabiliteten samt stärka konkurrensen och innovationskraften i finanssektorn. Programmet lägger grunden för en bättre koordinerad, mer ändamålsenlig och mindre kontroversiell ekonomisk politik.

I vårt förslag kvarstår inflationsmålet som överordnat och Riksbankens

oberoende stärks gentemot både affärsbanker och politiker. Riksbanken kan bedriva penningpolitik helt oberoende av affärsbankerna och löper därför en mindre risk att utsättas för påtryckningar. Genom effektivare verktyg får Riksbanken dessutom större möjligheter att styra mot sitt inflationsmål oavsett vilken finanspolitik som förs och den behöver därför inte förlita sig på politikernas draghjälp.

Förslaget utesluter inte ökad koordinering av finans- och penningpolitiken. Men i kontrast till dagens diskussion där finanspolitiken ensidigt åläggs att stödja penningpolitiken ger vårt förslag Riksbanken möjlighet att bidra till offentliga investeringar genom sitt utvidgade sekundära mandat och sina köp av investeringsbankens obligationer.

Förslaget möjliggör storskaliga statliga investeringar i Sverige utan att bryta mot existerande finanspolitiska regelverk. Maastrichtfördraget omfattar varken investerings- eller centralbankernas skulder och utgifter. Riksbankens inflationsmål blir i stället den effektiva gränssättaren vid lånefinansierade offentliga investeringar i det nya paradigmet. E-kronan kan samtidigt göra offentliga budgetunderskott mindre inflationsdrivande. Budgetunderskott täcks i dag genom affärsbankernas skapande av pengar (vilket begränsar den privata undanträngningens åtstramningseffekt). I vårt förslag kommer statliga underskott till fullo att finansieras genom inlåning av redan existerande e-kronor vilket gör dem mindre inflatoriska.

Riksbanken tappade ledartröjan i diskussionen om en digital centralbanksvaluta genom Betalningsutredningens kallsinniga inställning. Med stöd av eurozonens finansministrar gjorde ECB en stark framryckning i arbetet med en digital euro under slutet av 2025 trots intensiva protester från storbankernas lobbyister. För att hålla jämna steg med ECB kommer Riksbanken att påskynda sina utredningar om en e-krona. Det återstår att se vilka politiska partier som kommer att lyfta e-kronans många fördelar och vikten av ett paradigmskifte i den ekonomiska politiken.

REFERENSER

Admati, A och M Hellwig (2024), *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, New and Expanded Edition, Princeton University Press, Princeton NJ.

Apel, M och P Jansson (2023), "Penningpolitik i forskningen och den allmänna debatten", *Ekonomisk Debatt*, årg 51, nr 7, s 65–69.

Arrhenius, S, P Molander och F Tersman (2024), "Riksbanken kan inte lösa sina uppgifter", *Svenska Dagbladet*, 18 juni 2024.

Baeriswyl, R (2017), "The Case for the Separation of Money and Credit", i Heinemann, F, U Klüh och S Watzka (red), *Monetary Policy, Financial Crises, and the Macroeconomy*, Springer, Cham.

Bank of England (2022), *Monetary Policy Report*, Bank of England, London, augusti 2022.

Basel Committee (2022), *Evaluation of the Impact and Efficacy of the Basel III Reforms*, BIS, Basel.

Branzoli, N, R Gallo, A Ilari och D Portioli (2024), "Central Banks' Corporate Asset Purchase Programmes and Risk-taking by Bond Funds in the Aftermath of Market Stress", *Journal of Financial Stability*, vol 72, artikel 101261.

Breman, A (2021), "Penningpolitiken i spåren av coronakrisen – vi behöver tänka i nya banor", anförande vid Swedbank, 23 februari 2021.

Buchak, G, G Matvos, T Piskorski och A Seru (2018), "Fintech, Regulatory Arbitrage, and the Rise of Shadow Banks", *Journal of Financial Economics*, vol 130, s 453–483.

Calmfors, L (2025), "Dags för euron?", i

Calmfors, L (red), *Dags för euron*, Stiftelsen Fritt Näringsliv, Stockholm.

Časta, M (2025), "The Impact of Monetary Policy on Wealth Inequality", *Finance Research Letters*, vol 80, artikel 107374.

Chung, J J (2017), "Wealth Inequality as Explained by Quantitative Easing and Law's Inertia", *UMKC Law Review*, vol 85, s 275–310.

Cipollone, P (2024), "Europe's Tragedy of the Horizon: The Green Transition and the Role of the ECB", anförande i Trento, 26 maj 2024.

Davtyan, K (2023), "Unconventional Monetary Policy and Economic Inequality", *Economic Modelling*, vol 126, artikel 106380.

De Luigi, C, M Feldkircher, P Poyntner och H Schuberth (2023), "Quantitative Easing and Wealth Inequality: The Asset Price Channel", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol 85, s 638–670.

Deb, P, J Estefania-Flores, M Firat, D Furceri och S Kothari (2023), "Monetary Policy Transmission Heterogeneity: Cross-country Evidence", IMF Working Paper 2023/204, Washington DC.

Desan, C A (2022), "How to Spend a Trillion Dollars: Our Monetary Hardwiring, Why It Matters, and What to Do about It", Harvard Law School Working Paper 22-04, Cambridge MA.

ECB (2017), "The ECB's Corporate Sector Purchase Programme: Its Implementation and Impact", *ECB Economic Bulletin*, nr 4, s 40–45.

Etzrodt, C (2023), "Positive Money: Progressive Solution or Trojan Horse?", *Cambridge Journal of Economics*, vol 47, s 1207–1224.

Finance Watch (2024), *Lost Momentum: The Evolution and Challenges of Basel III – How to Move International Banking Regulation Forward*, 24 september 2024.

Fontana, G och M Sawyer (2016), "Full Reserve Banking: More 'Cranks' than 'Brave Heretics'", *Cambridge Journal of Economics*, vol 40, s 1333–1350.

Fraisse, H, M Lé och D Thesmar (2020), "The Real Effects of Bank Capital Requirements", *Management Science*, vol 66, s 5–23.

Gülşen, M A och U Çiçek (2023), "Estimating the Effect of Fiscal and Monetary Policies on Economic Growth in OECD Countries: 1996–2021 Period", *Turkuaz Uluslararası Sosyo-Ekonomik Stratejik Araştırmalar Dergisi*, vol 5, s 81–94.

Hockett, R C (2025), *Making Capital Democratic: A Reconstruction of State, Credit, and Finance*, Polity Press, Cambridge.

Huber, J (2023), *The Monetary Turning Point:*

From Bank Money to Central Bank Digital Currency (CBDC), Palgrave Macmillan, Cham.

Irani, R M, R Iyer, R R Meisenzahl och J-L Peydró (2021), "The Rise of Shadow Banking: Evidence from Capital Regulation", *The Review of Financial Studies*, vol 34, s 2181–2235.

Jansson, P (2021), "Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?", anförande vid Sveriges Riksbank, 8 december 2021.

Kashyap, A K, J C Stein och S Hanson (2010), *An Analysis of the Impact of "Substantially Heightened" Capital Requirements on Large Financial Institutions*, University of Chicago och Harvard University.

van't Klooster, J och C Fontan (2020), "The Myth of Market Neutrality: A Comparative Study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's Corporate Security Purchases", *New Political Economy*, vol 25, s 865–879.

Kolasa, M, S Laséen och J Lindé (2025), "Unconventional Monetary Policies in Small Open Economies", IMF Working Paper 25/66, Washington DC.

Konjunkturinstitutet (2022), *Konjunkturläget, September*, Konjunkturinstitutet, Stockholm.

Kress, J C och J Y Zhang (2024), "The Macroprudential Myth", *Georgetown Law Journal*, vol 112, s 569–638.

Kroszner, R S (2024), *White Paper on Basel III Endgame Proposal*, University of Chicago, Chicago.

Laséen, S, J Lindé och U Söderström (2022), "How Much Is Inflation Affected by Monetary Policy?", *Ekonomisk kommentar*, nr 13, Sveriges Riksbank, Stockholm.

Lee, D (2024), "Unconventional Monetary Policies and Inequality", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 1108.

Lee, K-S och R A Werner (2023), "Are Lower Interest Rates Really Associated with Higher Growth? New Empirical Evidence on the Interest Rate Thesis from 19 Countries", *International Journal of Finance & Economics*, vol 28, s 3960–3975.

Leeper, E M (2018), "Sweden's Fiscal Framework and Monetary Policy", *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2018:2, s 16–48.

Lindahl, E (1957), *Spelet om penningvärdet*, Kooperativa förbundets bokförlag, Stockholm.

Matikainen, S, E Campiglio och D Zenghelis (2017), "The Climate Impact of Quantitative Easing", Policy Paper, Grantham Research Institute, London.

McMillan, J (2024), *Capitalism and the Market Economy: Bringing Back Together What Banking Pulls Apart*, Zero/One Economics GmbH, Zurich.

Omarova, S T (2021), "The People's Ledger: How to Democratize Money and Finance the Economy", *Vanderbilt Law Review*, vol 74, s 1301–1362.

Rathnayaka, I W, R Khanam och M M Rahman (2024), "Examining Monetary Policy Measures and their Impacts during and after the COVID Era: OECD Perspectives", *Economies*, vol 12, artikel 154.

Rothstein, B (2024), "Riksbankens oberoende bör ifrågasättas", *Svenska Dagbladet*, 24 augusti 2024.

Schreiber, P (2021), *Below the Radar: Central Banks' Unsustainable Investments Exposed*, Reclaim Finance, Paris.

SOU 2019:46, *En ny riksbankslag*, slutbetänkande av Riksbankskommittén.

SOU 2023:16, *Staten och betalningarna*, betänkande från Betalningsutredningen.

Thedéén, E (2025), "Inflationsmålspolitik i Sverige – lärdomar och utmaningar", anförande vid workshop arrangerad av Ukrainas centralbank, 27 november 2025.

Waidelich, P och B Steffen (2023), "The Role of State Investment Banks for Renewable Energy Technologies in OECD Countries", MIT CEEPR Working Paper 2023-07.

Wen, J (2021), *Risk Migration from the Banking Industry to the Real Economy: An Examination of Spillover from Basel III*, del av doktorsavhandling, Columbia Business School, Columbia University.