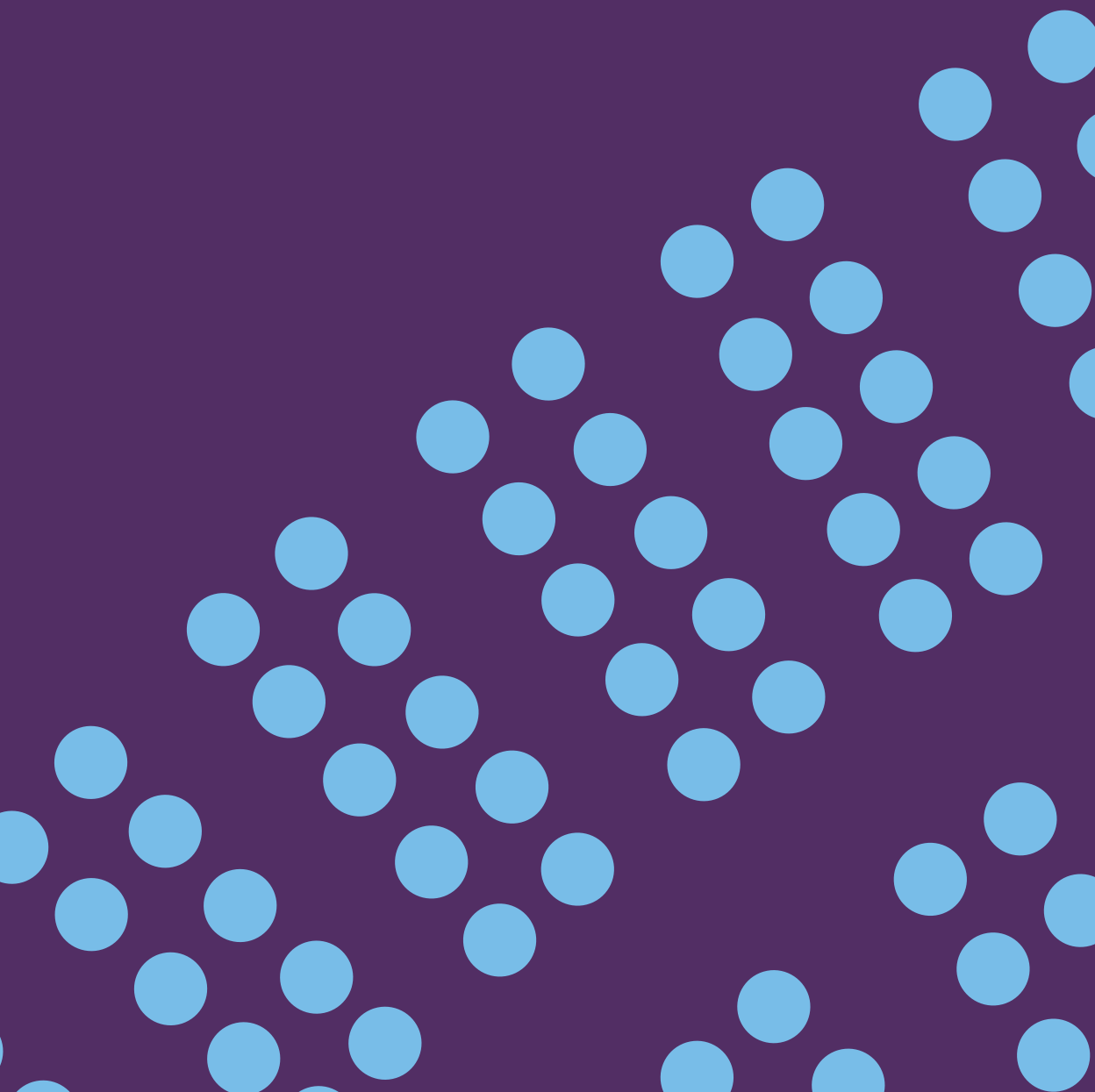


# Svensk penningpolitik 2023

John Hassler, Per Krusell och Roine Vestman



# Svensk penningpolitik 2023

John Hassler  
Institutet för internationell ekonomi

Per Krusell  
Institutet för internationell ekonomi

Roine Vestman  
Nationalekonomiska institutionen

Maj 2024

Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (Cemof)  
Stockholms universitet

ISSN 1653-0942  
ISBN 978-91-7915-097-6 (tryck)  
ISBN 978-91-7915-100-3 (pdf)  
Riksdagstryckeriet, Stockholm 2024

# Finansutskottets förord

Finansutskottet har gett Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (Cemof) vid Stockholms universitet i uppdrag att utvärdera penningpolitiken med fokus på det senast avslutade kalenderåret, alltså 2023. Cemof har i sin tur utsett professor John Hassler, professor Per Krusell och professor Roine Vestman att genomföra utvärderingen för finansutskottets räkning. Forskarnas rapport Svensk penningpolitik 2023 är den andra i sitt slag och utgör ett underlag för finansutskottets årligt återkommande utvärdering av penningpolitiken.<sup>1</sup>

Riksbanken har ett starkt grundlagsfäst oberoende som också har stärkts ytterligare med den nya riksbankslagstiftning som gäller sedan januari 2023. Oberoendet ställer höga krav på den demokratiska granskningen av Riksbanken, och finansutskottet har här en viktig roll. Finansutskottet ska enligt riksdagsordningen följa upp och utvärdera Riksbankens verksamhet i fråga om måluppfyllelse och effektivitet. Det gäller inte minst penningpolitiken, eftersom prisstabilitetsmålet är det överordnade målet för Riksbanken.

Sedan mitten av 00-talet har finansutskottet även låtit genomföra oberoende utvärderingar av penningpolitiken i ett lite längre tidsperspektiv ungefär vart femte år. I dessa utvärderingar har finansutskottet anlitat internationella forskare och tidigare centralbankschefer. Hittills har fyra sådana utvärderingar av penningpolitiken genomförts.<sup>2</sup>

Det är finansutskottets förhoppning att den nu aktuella rapporten med fokus på penningpolitiken 2023 ytterligare ska stimulera den offentliga debatten om svensk penningpolitik. Författarna svarar själva för innehållet och slutsatserna i rapporten.

Stockholm i maj 2024

Edward Riedl (M)  
ordförande i finansutskottet

Mikael Damberg (S)  
vice ordförande i finansutskottet

Mikael Åsell  
kanslichef

<sup>1</sup> Förra årets rapport från Cemof hade titeln Utvärdering av penningpolitiken 2022 (2022/23:RFR5) och skrevs av professor John Hassler, professor Per Krusell och docent Anna Seim.

<sup>2</sup> Den första externa utvärderingen avsåg perioden 1995–2005 och genomfördes av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1, bet. 2006/07:FiU27). Den andra avsåg perioden 2005–2010 och genomfördes av Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet (2010/11:RFR5, bet. 2012/13:FiU12). Den tredje avsåg perioden 2010–2015 och genomfördes av Marvin Goodfriend och Mervyn King (2015/16:RFR6, bet. 2015/16:FiU41). Den fjärde och senaste avsåg perioden 2015–2020 och genomfördes av Patrick Honohan och Karnit Flug (2021/22: RFR4, bet. 2021/22:FiU24).

# Innehållsförteckning

Finansutskottets förord .....	3
Författarnas förord .....	5
1 Inledning .....	6
2 Bakgrund – Riksbankens uppdrag, teori och empiri .....	8
2.1 Den nya riksbankslagen .....	8
2.2 Sammanfattning av penningpolitikens verktyg och effekter .....	9
2.3 Inflationförväntningar .....	17
2.4 Riksbankens balansräkning och valutareserven .....	18
3 Bakgrund – den makroekonomiska utvecklingen 2023 .....	24
3.1 Den makroekonomiska utvecklingen de senaste åren .....	24
3.2 Större makroekonomiska händelser under 2023 .....	27
4 Penningpolitiken 2023 .....	29
4.1 Riksbankens prognoser .....	29
4.2 Riksbankens beslut om åtgärder .....	30
4.3 Jämförelse med andra länder .....	36
4.4 Riksbankens övriga kommunikation .....	39
5 Utvärdering .....	40
5.1 Måluppfyllelse .....	40
5.2 Har politiken varit väl avvägd? .....	42
5.3 Återställning av Riksbankens eget kapital .....	49
5.4 Vanlig kritik mot Riksbanken .....	50
6 Ytterligare frågeställningar om penningpolitiken .....	53
6.1 Riksbankens finansiella ställning .....	53
6.2 Effekten av penningpolitiken på fördelningen av inkomst och förmögenhet .....	54
7 Sammanfattning och avslutande kommentarer .....	56
Referenser .....	58
Appendix .....	60

# Författarnas förord

Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (Cemof) vid Stockholms universitet utvärderade penningpolitiken 2022 på uppdrag av riksdagens finansutskott. Cemof fick därefter uppgiften att göra en liknande utvärdering av penningpolitiken 2023. Resultatet är denna rapport som i stort har samma struktur som förra årets.

Cemof har utsett en grupp forskare som arbetat med rapporten. Rapporten har skrivits av professor John Hassler och professor Per Krusell, båda vid Institutet för internationell ekonomi (IIES), och mig själv. Professor Anna Seim deltog under det inledande dataarbetet, tills hon utsågs till vice riksbankschef.

Vi vill rikta ett stort tack till de personer på Riksbanken som tillhandahållit data och svarat utförligt på faktafrågor. Vi har också haft nytta av diskussioner med doktorander på forskarutbildningen i nationalekonomi vid Stockholms universitet.

Vi ansvarar själva för innehållet i rapporten, och de slutsatser som dras representerar inte nödvändigtvis åsikterna hos andra forskare knutna till centrumet.

Stockholm i maj 2024

Roine Vestman  
professor, nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet  
föreståndare Cemof

# 1 Inledning

Syftet med denna rapport är att utvärdera Riksbankens penningpolitik 2023 och hur väl banken har uppfyllt prisstabilitetsmålet samt bidragit till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Vår analys är att betrakta som en tillämpad forskningsrapport baserad på Riksbankens beslut och kommunikation om dessa samt på en allmän omvärldsanalys. Vi har speciellt studerat Riksbankens egna redogörelser för den förda politiken i termer av penningpolitiska rapporter och protokoll från de penningpolitiska möten som hölls 2023.

Rapporten har följande struktur. Avsnitt 2 ger en bakgrund som beskriver den teori och empiri som är speciellt relevant för 2023 års penningpolitik. I avsnitt 3 går vi igenom den makroekonomiska utvecklingen under året och fokuserar särskilt på de händelser som har bäring på vår utvärdering. Den förda penningpolitiken, och kommunikationen om den i samband med de fem ordinarie penningpolitiska mötena, sammanfattas sedan i avsnitt 4, varefter utvärderingen presenteras i avsnitt 5. I avsnitt 6 tar vi upp ett par frågor som vi anser har relevans och kan behöva belysas mer fullständigt än vi har haft möjlighet att göra i årets rapport; frågorna här är heller inte specifika för 2023 års penningpolitik och deras allmängiltighet har gjort att vi bara snuddat vid dem i årets rapport. Avsnitt 7 innehåller våra sammanfattande slutsatser.

Mycket kort gör vi bedömningen att 2023 års penningpolitiska beslut var välavvägda. Det måste påpekas att vår bedömning av politiken alltid måste baseras på den information Riksbanken hade att tillgå vid beslutstillfällena. Man skulle i efterhand t.ex. kunna invända att det ser ut som om räntehöjningarna hade kunnat begränsas något. Kanske är det så, men vi har förståelse för den försiktighet, och den oro för en ihållande inflation, som uppenbarligen låg bakom besluten. Vad gäller kommunikationen är vi generellt positiva – vår centralbank förbättrar kontinuerligt kvaliteten på den information som ges och står sig väl internationellt – men vi har två specifika invändningar. Den första gäller de räntebanor som publicerats. Dessa stämmer ibland dåligt med marknadens förväntningar. Det vore önskvärt att Riksbanken bättre kommunicerar hur dessa banor konstruerats och även vad Riksbanken bedömer är orsaken till diskrepansen mellan räntebanorna och marknadens förväntningar. Den andra invändningen gäller beslutet i september att vidta åtgärder för att minska kursrisken på valutareserven. Det är för oss oklart vad de tyngsta skälen till detta var. Vi anser att i den mån ett motiv var penningpolitiskt borde (i) det ha behandlats på det penningpolitiska mötet och (ii) direktionen ha diskuterat valutainterventioners effekter på växelkurs, inflation och ekonomisk aktivitet, eftersom sådana interventioner i stort sett inte använts i penningpolitiken tidigare under eran med rörlig växelkurs.

Ett annat motiv är att åtgärden minskade risken för valutakursförluster, vilket med tanke på Riksbankens nuvarande svaga balansräkning skulle kunna vara särskilt värdefullt. Det vore då viktigt att förstå i vilken utsträckning Riksbanken anser att en svag balansräkning är begränsande för utförandet av penningpolitiken.



## 2 Bakgrund – Riksbankens uppdrag, teori och empiri

Detta avsnitt ger en bakgrund till analysen i rapporten. Vi tolkar Riksbankens uppdrag och mål och redogör kort för vad forskningen säger om centrala mekanismer som är relevanta för utvärderingen. Dessa inledande delar ska inte betraktas som en uttömmande beskrivning av ämnet penningpolitik utan har valts ut för att de är helt grundläggande eller för att de har specifik relevans i år. I förra årets rapport (Hassler, Krusell och Seim, 2023) gjordes en liknande genomgång, och några av de mekanismer som vi beskriver här diskuteras i större detalj där. Vi har endast inkluderat ett fåtal referenser till forskningslitteraturen, dels för att bibehålla fokus i presentationen, dels för att signalera att vi gör bedömningar som måste baseras på vår tolkning av forskningsläget och därför kan vara svåra att härleda till specifika studier.

### 2.1 Den nya riksbankslagen

Det gångna året var det första med den nya riksbankslagen, lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank. Lagen innebär vissa viktiga förändringar, men dessa gäller inte i särskilt stor utsträckning penningpolitiken. I praktiken är Riksbankens mål, som tidigare, att inflationen, dvs. ökningen av den allmänna prisnivån, ska vara låg och stabil. Riksbanken har specificerat målet som en ökningstakt på 2 procent per år för konsumentprisindex med fast ränta (KPIF). Den största skillnaden i penningpolitiskt avseende är att varje beslut enligt den nya lagen uttryckligen i lämplig utsträckning ska motiveras och att direktionsledamöternas ståndpunkter ska återges i protokollen från de penningpolitiska mötena. Vi uppfattar dock även detta som en kodifiering av rådande praxis. Det finns även andra förändringar av det slaget, som att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, ska bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. I praktiken tog Riksbanken redan sådan hänsyn genom att den bedrev en flexibel inflationsmålspolitik. Här är det viktigt att notera att en penningpolitik som alltför snabbt försöker styra inflationen mot målet kan vara skadlig just genom att de realekonomiska konsekvenserna blir för stora. I propositionen om en ny riksbankslag klargörs att ”det inte alltid är lämpligt att så snabbt som möjligt anpassa inflationen till den målsatta nivån”.<sup>3</sup>

I vår rapport diskuterar vi motiveringen till de penningpolitiska besluten i avsnitt 5. Vi diskuterar också en annan aspekt av lagen, nämligen kravet på återställning av det egna kapitalet, i avsnitt 6.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Prop. 2021/22:41 s. 212.

<sup>4</sup> I ett anförande den 18 januari 2024 diskuterar riksbankschefen skillnaderna mellan den gamla och nya lagen och de största förändringarna (Riksbanken, 2024).

## 2.2 Sammanfattning av penningpolitikens verktyg och effekter

I detta avsnitt beskriver vi hur Riksbankens penningpolitik påverkar ekonomin. Vi lägger tonvikt på de delar som är särskilt relevanta för denna rapport.

### **Konventionell penningpolitik**

Med konventionell penningpolitik menas att centralbanken använder styrräntan som politikinstrument. Styrräntan bestämmer räntorna på lån mellan centralbanken och affärsbankerna samt dagslåneräntan, alltså den ränta som bankerna betalar för kortsiktiga lån mellan varandra. Den direkta effekten på ekonomin av förändringar i dessa räntor är liten. Penningpolitiken verkar i stället genom att förändringar i styrräntan påverkar bolåneräntor, inlåningsräntor och andra räntor som företag och investerare möter. Dessa förändringar påverkar i sin tur efterfrågan i ekonomin och därmed produktion och inflation.

### **Penningpolitikens transmissionsmekanismer**

På vilka sätt påverkar då centralbankens ändringar av styrräntan ekonomin? De mekanismer som ligger bakom styrräntans effekt på ekonomin brukar benämnas penningpolitikens transmissionsmekanismer. Dessa verkar genom olika kanaler. Det är vanligt att skilja mellan en räntekanal, en kassaflödeskanal, en nuvärdeskanal (eller förmögenhetskanal) och en växelkurskanal. Gemensamt för alla dessa kanaler är att en höjning av styrräntan minskar den sammanlagda efterfrågan på varor och tjänster producerade inom landet, medan en sänkning av styrräntan ökar den.

Enligt den s.k. räntekanalens leder ändringar i de räntor hushåll och företag möter till att deras avvägning mellan att konsumera/investera nu eller i framtiden påverkas. En högre ränta gör det mer fördelaktigt att konsumera i framtiden snarare än i dag, allt annat lika. Avkastningen på att spara för senare konsumtion ökar och på samma sätt blir det dyrare att låna för att konsumera nu. En räntehöjning leder därför till att hushållen får starkare incitament att spara och därför konsumerar mindre. Vidare gör en räntehöjning att investerings efterfrågan minskar, vilket också leder till lägre efterfrågan i ekonomin. Det faktum att denna kanal verkar genom att påverka den relativa kostnaden för att konsumera/investera nu snarare än i framtiden gör att effekten verkar genom realräntan, dvs. nominalräntan minus den förväntade inflationen. Om räntan är 5 procent samtidigt som den förväntade inflationen är 5 procent är det ju lika dyrt att konsumera nu som i framtiden. Varje hundralapp som sparas ger 105 kronor om ett år, men då har å andra sidan priserna stigit så att köpkraften för de 105 kronorna är densamma som för 100 kronor i dag. Skillnaden mellan nominell ränta och förväntad inflation kallas realränta och är i detta exempel noll. Incitamenten att senarelägga konsumtion (spara) är då

små jämfört med om räntan är 5 procent och den förväntade inflationen noll, vilket innebär en realränta på 5 procent.

Riksbanken har direkt kontroll över den nominella styrräntan men inte över de realräntor hushåll och företag möter. Det faktum att inflationen och därmed inflationsförväntningarna är trögrörliga gör dock att förändringar i de nominella räntorna åtminstone på kort sikt påverkar realräntorna. Det är viktigt att poängtera att det är den förväntade inflationen som ska subtraheras när realräntan beräknas. Det är alltså felaktigt att säga att eftersom inflationen under 2023 ökade mer än räntorna så föll realräntorna. Inflationen, som mäter dagens priser i förhållande till föregående års, har inget med dagens realränta att göra.

Den andra transmissionsmekanismen är kassaflödeskanalen som verkar genom att en räntehöjning ökar hushållens löpande ränteutgifter, särskilt för bolån. För hushåll som är likviditetsbegränsade eller har små marginaler, dvs. som lever mer eller mindre ur hand i mun, kan en räntehöjning leda till att de tvingas dra ned på övrig konsumtion. En högre ränta innebär ju att de som lånat ut får ett större kassaflöde, men flertalet av dessa aktörer är rimligen inte likviditetsbegränsade och ökar därmed inte sin konsumtion i samma grad som låntagarna minskar sin. Till skillnad från räntekanalerna verkar kassaflödeskanalen genom nominalräntan. En högre ränta ökar de löpande utgifterna oavsett förväntad inflation.

Senare tids forskning har visat att denna kanal är mycket viktig och belagt detta bl.a. genom att visa att i euroländer med stor andel likviditetsbegränsade hushåll får Europeiska centralbankens (ECB) styrränteförändringar störst genomslag (Almgren m.fl., 2021). Senare tids forskning har också visat att kassaflödeskanalen verkar även för många hushåll som är jämförelsevis förmögna, eftersom dessa hushåll ändå kan vara likviditetsbegränsade på grund av att deras förmögenhet är uppbunden i illikvida tillgångar som exempelvis bostäder (se Flodén m.fl. (2021) för en studie på svenska hushåll och Kaplan och Violante (2018) för en forskningsöversikt).

Det finns anledning att tro att kassaflödeskanalen är särskilt viktig i Sverige, eftersom hushållens skulder är förhållandevis stora samtidigt som en stor andel av hushållen har rörlig ränta på bolånen jämfört med andra länder. I t.ex. USA, där ett typiskt bolån har fast ränta under 30 år, har styrränteförändringar en mycket svagare direkt inverkan på hushållens löpande ränteutgifter. En enkel överslagsberäkning ger oss möjlighet att direkt sätta siffror på kassaflödeskanalens effekter. Säg att räntan höjs med 0,25 procentenheter. Storleken på hushållens samlade skulder är ungefär fyra femtedelar av BNP. Höjda räntor med 0,25 procentenheter leder då till ökade utgifter om 0,20 procent av BNP, motsvarande knappt 15 miljarder kronor. Effekten på efterfrågan är sedan en procentuell andel av 15 miljarder. Den marginella konsumtionsbenägenheten kanske är 100 procent för de allra mest utsatta hushållen men avsevärt mindre för den genomsnittliga bolånetagaren, säg ungefär 30 procent. Dessutom har inte alla bolånetagare rörlig ränta. Den direkta efterfrågeminskningen av en räntehöjning med 0,25 procentenheter är därmed snarare runt 5 miljarder

kronor, vilket innebär att små ränteförändringar har ganska begränsade efterfrågeeffekter via denna kanal.

Ränteförändringar kan också påverka privat konsumtion genom att påverka priserna på tillgångar, som aktier och bostäder, via vad som kan kallas nuvärdeskanalen (eller förmögenhetskanalen). I den mån en högre styrränta slår igenom på längre räntor påverkas tillgångspriserna. En högre ränta minskar värdet av tillgångar som aktier och bostäder, vilket gör att hushållens förmögenheter minskar. Detta har en direkt effekt på hushållens samlade konsumtion, en s.k. förmögenhetseffekt, men gör också att värdet på de säkerheter som hushållen använder för lån minskar. Detta gör det svårare att låna och fler hushåll blir likviditetsbegränsade, vilket dämpar konsumtionen.

I en öppen ekonomi påverkas även aggregerad efterfrågan via det som brukar kallas växelkurskanalen. Om Riksbanken höjer räntan tenderar kronans värde att stärkas. För givna priser i lokal valuta gör detta vår export dyrare och import billigare. Eftersom många priser är trögrörliga kommer inte prisförändringar att i det korta perspektivet neutralisera denna effekt. En starkt växelkurs (orsakad av en räntehöjning) leder därmed till en minskning i aggregerad efterfrågan och också till lägre inflation via lägre importpriser uttryckta i svenska kronor. En del evidens pekar på att denna senare del av växelkurskanalen, dvs. att en växelkursförändring slår igenom på den inhemska prisnivån, blivit avsevärt starkare under senare år. Eftersom den svenska växelkursen fallit har detta försvårat bekämpningen av den höga inflationen. Vad gäller den första delen, att en högre ränta stärker växelkursen, visar dock den empiriska litteraturen att sambandet mellan ränta och växelkurs är svagt och osäkert.

Många av penningpolitikens transmissionsmekanismer verkar med fördröjning. Kassaflödeskanalen har visserligen i Sverige en snabb effekt på konsumtion och produktion på grund av att en så stor andel av bostadslånen har rörlig ränta. Men som en tumregel brukar man säga att en förändring av styrräntan får sin maximala effekt på produktion och konsumtion först efter ett till två år. Det slutliga målet för penningpolitiken är dock att påverka inflationen och det sker med ytterligare fördröjning. Detta har betydelse för hur en centralbanks penningpolitik bör utvärderas. Att i alltför strikt mening analysera beslut och inflationen enbart under ett enskilt år är inte lämpligt. Penningpolitiska beslut som fattades 2021 eller 2022, eller ännu längre tillbaka, har betydelse för ekonomin 2023. En utvärdering måste också utgå från de förutsättningar som rådde och den information som fanns vid tidpunkten för ett penningpolitiskt beslut.

## **Den neutrala räntan**

En hög styrränta stramar åt ekonomin medan en låg stimulerar den. Därav följer att det måste finnas en räntenivå däremellan som vare sig är stimulerande eller åtstramande. Denna räntenivå kallas den neutrala räntan och kan definieras både för en nominell och en real ränta (skillnaden mellan dem är

inflationförväntningarna). Hur hög den neutrala räntan är kan inte med exakthet avgöras i realtid. Det är dock klart att den trendmässigt har fallit över de senaste tre decennierna. Fallet för den reala neutrala räntan har varit i storleksordningen 3–4 procentenheter och med tanke på fallande inflationförväntningar har den nominella neutrala styrräntan fallit ännu mer. En ränta som i dag är åtstramande hade varit kraftigt stimulerande för 20 eller 30 år sedan. På samma sätt är inte en nollränta, eller ens en negativ ränta, numera nödvändigtvis extremt stimulerande, vilket den tidigare hade varit.

Pågående forskning försöker förklara fallet i den neutrala realräntan. Enkelt uttryckt kan man säga att utbudet av sparande på de globala finansmarknaderna har ökat samtidigt som efterfrågan på detta sparande för investeringar minskat. Därmed har räntan minskat utan att några stora förändringar av sparandets och investeringarnas andel av BNP skett. Ett flertal sannolika faktorer ligger bakom dessa förändringar. Dit hör demografiska förändringar, lägre förväntad tillväxttakt, förskjutningar i inkomstfördelningen i samhället, minskad riskaptit hos investerare och lägre offentliga investeringar. Gemensamt för alla dessa faktorer är att de ligger utanför centralbankernas kontroll (och mandat). Att det i dag krävs en lägre ränta för att stimulera ekonomin än tidigare och att den i ett längre tidsperspektiv inte så höga räntan vi har i dag ändå är kraftigt åtstramande är alltså ingenting som vare sig Riksbanken eller andra centralbanker kan hållas ansvariga för.

## **Kvantitativa lättnader**

Med en låg neutral ränta måste styrräntan och andra räntor i genomsnitt också vara låga över tid. I denna lågräntemiljö har centralbanker i många länder, däribland Riksbanken, haft svårt att nå upp till sina inflationsmål, särskilt efter finanskrisen 2007–2008. Att sänka räntorna till noll, eller till och med något under noll, har helt enkelt inte räckt för att stimulera ekonomin tillräckligt. Många centralbanker har därför bedrivit det som kallas okonventionell penningpolitik. Den mest omfattande okonventionella penningpolitiska åtgärd som centralbanker har vidtagit det senaste decenniet är kvantitativa lättnader (quantitative easing, QE). QE är ett samlingsnamn för balansräkningsoperationer men har framför allt inneburit att centralbanker köpt statsobligationer med långa löptider på andrahandsmarknaden.

QE är i grunden en omfördelning av finansiella tillgångar i ekonomin. När det gäller köp av statsobligationer, som uteslutande var vad Riksbanken genomförde fram till pandemin, innebär QE att Riksbanken köper en del av den utestående statsskulden från den privata sektorn. I praktiken betyder det att Riksbanken sänker den genomsnittliga löptiden på statsskulden genom att köpa obligationer med lång löptid från den privata sektorn. I betalning får den privata sektorn (affärsbankerna) tillgångar hos Riksbanken i form av riksbankspengar. Dessa är tillgångar på insättningskonton hos Riksbanken som är direkt tillgängliga. Sådana köp innebär att Riksbanken tar över en del av den utestående statsskuldens ränterisk. Denna risk uppstår genom att värdet på

obligationer direkt styrs av räntan. En högre ränta minskar värdet av obligationen och tvärtom. Denna effekt är starkare ju längre löptid obligationen har, vilket också är orsaken till att obligationer med lång löptid normalt har en högre ränta än de med kort.

Om Riksbanken köper obligationer med lång löptid och därmed övertar en del av ekonomins sammanlagda ränterisk på obligationer är det rimligt att anta att priset på denna risk faller. Detta innebär att räntorna på obligationer med lång löptid faller, ju mer desto längre löptiden är. Detta har en direkt stimulerande effekt på ekonomin genom att påverka andra långa lån, t.ex. för investeringar. Under normala tider, när den privata sektorn har vilja och förmåga att bära ränterisk, är dock dessa effekter sannolikt förhållandevis små. Empiriska studier visar visserligen att QE har en viss effekt på räntorna i ekonomin. Studierna fokuserar dock på de kortsiktiga effekterna och ofta på snävt definierade tillgångsslag eftersom de långsiktiga och breda effekterna är mer svåråtgångade. Mycket tyder dock på att effekten inte är särskilt stark på lite längre sikt under normala förhållanden. Det går dock inte att utesluta att inflationen varit något lägre och arbetslösheten något högre om Riksbanken inte genomfört köpen av värdepapper före pandemin.

QE kan också ha icke avsedda effekter. Blix Grimaldi m.fl. (2021) argumenterar exempelvis för att Riksbankens värdepappersköp försämrat likviditeten på den svenska obligationsmarknaden när bankens innehav som andel av den totala volymen utestående obligationer blivit tillräckligt stort. Riksgälden (2018) konstaterar att Riksbankens obligationsköp även före pandemin bidrog till en lägre omsättning på obligationsmarknaden. Hur stora de övergripande konsekvenserna av detta är får anses vara en öppen fråga. Att ett land fungerar också utan en stor marknad för statsobligationer är dock klart.

När ekonomin är i eller nära en stor finansiell kris kan effekten av QE vara mycket större. I ett sådant läge är efterfrågan på riskfri likviditet stor. Samtidigt kan den upplevda (och faktiska) risken i vissa finansiella tillgångar kraftigt öka. Riskpremierna på sådana tillgångar kan då stiga snabbt och okontrollerat så att deras värde minskar kraftigt. Historiskt har detta lett till att finansiella kriser fört med sig kraftigt stigande guldpriser samtidigt som aktier, fastigheter, långa obligationer och mer riskabla tillgångar faller kraftigt i pris. I stället för att efterfrågan på likviditet måste tillfredsställas med en fast mängd guld, kan likvida riskfria tillgångar i dag erbjudas genom att centralbankerna köper obligationer och betalar med centralbankspengar, dvs. affärsbankernas tillgångar på likvida konton hos centralbanken. Så länge förtroendet för värdet på dessa pengar är intakt är detta ett mycket effektivt sätt att möta den ökade efterfrågan på likviditet och i förlängningen minska risken för en finanskris. Under pandemin tog världens centralbanker över också andra risker genom att också köpa bl.a. bostadsobligationer. Dessa ges ut av bankerna med bostadsutlåning som säkerhet. För dessa tillgångar tillkommer risken att betalningsförmågan hos den som gett ut dem försvagas. Även om det är svårt eller omöjligt att leda i bevis att köp av finansiella tillgångar i sådana situationer är kritiska för att undvika finanskriser talar mycket för att så är fallet.

Sammanfattningsvis innebär QE (eller kvantitativa tightening, QT) att Riksbanken ”byter papper med den finansiella marknaden” och på så sätt ändrar dess portfölj av obligationer, vilket i normala tider sannolikt har liten effekt eftersom de flesta av de obligationer som berörs bedöms som mycket säkra och därför nära nog ekvivalenta. Men just i kristider kan många obligationer upplevas som riskabla, och när Riksbanken tar över dylika obligationer blir marknadsportfölj säkrare och de finansiella institutionerna mer stabila.

QE leder som beskrivits till att Riksbanken tar över en del av statsskuldens ränterisk, eftersom obligationer utlovar ränta och deras värde därför faller om marknadsräntorna oväntat går upp (eller ökar om räntorna går ned). Därmed kan Riksbankens värdepappersinnehav, på samma sätt som andra aktörers portföljer, leda till vinster och förluster. Detta är oundvikligt och i själva verket den mekanism som kan göra att värdepapperköp påverkar ekonomin. Normalt sett får innehavaren betalt för att ta denna risk. Det skedde t.ex. under perioden med negativa styrräntor. Riksbankens innehav av obligationer gav en löpande avkastning och innehavet finansierades av inlåning från affärsbankerna där räntan var negativ. Skillnaden skapade en vinst hos Riksbanken som kompensation för risken att räntorna skulle gå upp och leda till kapitalförluster, något som ju också skedde. I ett tillbakablickande perspektiv kan dock konstateras att vinster och förluster för de köp som gjordes före pandemin ungefär balanserar varandra.

Kapitalförluster (och vinster) påverkar Riksbankens eget kapital på samma sätt som för andra banker. Till skillnad mot privata banker är det i princip möjligt för Riksbanken att verka även om det egna kapitalet blir negativt. Trovärdigheten för Riksbanken skulle dock kunna komma i fara. Den nya riksbankslagen sätter därför både övre och undre gränser för det egna kapitalet i förhållande till andra poster på Riksbankens balansräkning. Riksbankens kvantitativa lättnader och de räntehöjningar som inleddes 2022 har lett till att Riksbanken gjort betydande förluster som förbrukat det egna kapitalet. Genom den nya riksbankslagen har det införts en skyldighet för Riksbanken att begära att riksdagen återställer bankens eget kapital när det redovisade kapitalet understiger en viss nivå.<sup>5</sup> Vi återkommer till en diskussion om Riksbankens balansräkning och finansiella situation i avsnitt 5 och 6.

## **Räntebanan och framåtblickande vägledning**

Förväntningar om framtida styrräntor är helt centrala för hur penningpolitiken verkar. Hushållens och företagens investeringsbeslut drivs av förväntningar om ränteläget under en lång framtid. Effekten av en ränteförändring på lönsamheten i en investering eller på bostadskostnader beror på hur länge den högre räntan förväntas gälla. Även utan några ränteförändringar kan förväntningar om framtida sådana strama åt ekonomin om räntan förväntas öka i framtiden och stimulera om förväntningarna är de motsatta. Därför är en central-

<sup>5</sup> Lagen anger dock att realiserade vinster på balansräkningen kan motivera ett undantag (8 kap. 15 §).

banks kommunikation om hur man tänker i fråga om sina penningpolitiska beslut mycket viktig. Genom att kommunicera på ett trovärdigt sätt ökar förståelsen för Riksbankens agerande såväl nu som i framtiden, och osäkerheten om framtiden minskar. Eftersom Riksbanken också på kort sikt kan styra ränteläget i ekonomin kan en trovärdig kommunikation om framtida räntor, den s.k. räntebanan, påverka marknadsaktörernas förväntningar.

Även om svenska hushåll i stor utsträckning har bostadslån med kort bindningstid gäller detta påstående. Som nämnts ovan är en väsentlig mekanism genom vilken hushållen påverkas av ränteförändringar kassaflödeskanalen. I en strikt teoretisk mening är kassaflödet inte framåtblickande. I praktiken är det dock rimligt att en räntehöjnings effekt på konsumtionen beror på hur länge räntan förväntas vara hög. Också hushåll med små möjligheter att finansiera ett underskott i sina löpande affärer har rimligen tillgång till vissa ekonomiska buffertar. En kort period med högre räntor kan då hanteras utan konsumtionsfall. Ju längre räntan förväntas vara hög, desto större krav ställer den på anpassning av konsumtionen.

En tydlig och begriplig kommunikation kan alltså minska osäkerheten om framtida räntor. Ett åtminstone till synes enkelt och begripligt sätt att kommunicera är att publicera räntebanor. Sådan kommunikation kan också användas för att inte bara minska osäkerheten utan också aktivt styra förväntningarna om framtida räntor i en viss riktning. Centralbanken kan t.ex. uppfatta att marknadens aktörer är överdrivet optimistiska om en snabbt förestående nedgång i styrräntorna. Att sätta en räntebana som avviker från marknadsförväntningarna kan då vara ett sätt att få ”rättning i ledet” och skapa mindre optimistiska förväntningar. Åtminstone i teorin är detta ett kraftfullt sätt att påverka efterfrågan och inflationen. Detta verktyg omnämns ofta som ”forward guidance”, vilket bäst översätts som framåtblickande vägledning. Olika centralbanker redogör på olika sätt för den troliga framtida utvecklingen av styrräntan. De flesta gör det främst verbalt. Vanligt förekommande uttryck som ”low for longer” och ”high for longer” är exempel på forward guidance.

Vissa centralbanker publicerar olika varianter av räntebanor. Riksbanken har publicerat en sådan bana sedan 2007 (Svensson, 2015) och är en av de centralbanker som är mest transparenta i detta avseende.<sup>6</sup> Banan redovisas i varje penningpolitisk rapport och tas fram i samspel mellan staben och direktionen. Det är tänkt att den i möjligaste mån representerar direktionens samlade bedömning om den framtida styrräntan. Enskilda direktionsledamöter har dock möjlighet att reservera sig mot räntebanan.<sup>7</sup> Norges Bank publicerar en räntebana som tas fram på ett snarlikt sätt, dock utan att den penningpolitiska kommittén fattar ett formellt beslut om den.

De allra flesta andra centralbanker redogör för räntebanor på ett mindre transparent och systematiskt sätt. Federal Reserve redovisar en dot plot sedan

<sup>6</sup> Se tabell 1 i Claussen (2017) för en översikt av centralbankers kommunikation om bl.a. framtida styrräntor.

<sup>7</sup> I ett tal den 17 april 2024 redogjorde Martin Flodén för kommunikationens betydelse i allmänhet, hur Riksbanken blivit mer transparent över tid och de fallgropar som han uppfattar när det gäller Riksbankens räntebana (Flodén, 2024).



2012. Den visar hur varje ledamot av Federal Open Market Committee (FOMC) ser på utvecklingen av styrräntan de närmaste åren. Ofta hänvisar man till medianen bland ledamöterna. I fallet med dot plot är det dock inte frågan om att alla medlemmar i FOMC försöker enas om en och samma räntebana, vilket för det mesta är fallet i Riksbankens direktion. ECB redovisar staff projections fyra gånger per år, men dessa prognoser reflekterar endast finansmarknadens förväntningar.

Att ange en räntebana kan som sagt tyckas vara en enkel och tydlig metod att kommunicera. I verkligheten är det mer komplicerat. Beslut om räntor fattas rimligen utifrån en bedömning av ett antal makroekonomiska faktorer. Till dessa hör konjunkturläget i Sverige och omvärlden, inklusive bedömningar av hur dessa kommer att utvecklas framöver. Eftersom framtida räntebeslut baseras på det konjunkturläge som då gäller kommer den publicerade räntebanan att vara *sammansatt information*: en prognos av konjunkturen samt Riksbankens ”handlingsregel”, dvs. hur banken i framtiden ändrar styrräntan som en reaktion på ett ändrat ekonomiskt läge. När den publicerade räntebanan skiljer sig från marknadens bedömningar av framtida räntor, vilket hänt under 2023, kan det därför vara svårt att tolka skillnaderna. Är en avvikelse orsakad av att Riksbanken och marknaden gör olika bedömningar av den makroekonomiska utvecklingen? Eller är orsaken att marknaden inte tror att Riksbanken kommer att reagera på denna utveckling på ett sätt som räntebanan indikerar? Om det första gäller är det rimligen ett mindre problem för Riksbankens trovärdighet. Den senare tolkningen kan däremot innebära att trovärdigheten ifrågasätts eller att Riksbankens handlingsregel är ottydligt kommunicerad. Risken med ett eroderat förtroende för Riksbanken kan innebära betydande penningpolitiska risker.

I verkligheten använder Riksbanken förstas sätt att kommunicera som mer direkt fokuserar på den makroekonomiska utvecklingen. I princip kommer då kombinationen av denna kommunikation och räntebanan att beskriva Riksbankens handlingsregler. Detta blir då ett effektivt sätt att kommunicera. Men det förutsätter att kommunikationen om makroutvecklingen är konsistent med den bedömda makroutveckling som används när räntebanan tas fram. Om så inte är fallet blir kommunikationen förvillande snarare än upplysande.

Sammanfattningsvis kan man säga att jämfört med andra centralbanker strävar Riksbankens direktion efter att vara transparent när det gäller räntebanan och tankarna om den framtida styrräntan. Det innebär att räntebanan potentiellt är ett penningpolitiskt verktyg. Men om Riksbankens räntebana ska fungera som ett verktyg måste den ha trovärdighet. Särskilt viktigt är att det finns trovärdighet för Riksbankens handlingsregler, dvs. hur Riksbanken reagerar på den makroekonomiska utvecklingen allteftersom den realiserar. Vi redovisar Riksbankens publicerade räntebanor i avsnitt 4 och utvärderar dem i avsnitt 5.

## 2.3 Inflationförväntningar

Med hjälp av de verktyg som diskuterats ovan strävar Riksbanken efter att uppnå målet om låg och stabil inflation. En förutsättning för att detta ska lyckas är att inflationsförväntningarna är förankrade vid inflationsmålet. Den grundläggande orsaken till detta är att mekanismerna som driver inflationen har inslag av självuppfyllande profetia. Om de samhällsaktörer som är viktiga för prisbildningen i ekonomin, särskilt löneförhandlare och företag, tror att inflationen kommer att bli hög, tenderar den att också bli hög. Detta kan skapa en självförstärkande återkoppling – förväntningar nu om hög inflation leder till hög inflation, vilket förstärker och validerar förväntningarna. En sådan process kan vara mycket kostsam att komma ur, eftersom kraftfulla åtstramningar, som via lågkonjunktur och arbetslöshet kväser förväntningarna genom att inflationstrycket blir lägre, kan komma att krävas.

Det är inte svårt att förstå varför förväntningar om hög inflation tenderar att leda till hög inflation. En central mekanism är just lönebildningen. Löner sätts inte dag för dag utan gäller för en viss avtalsperiod. Ju högre den förväntade inflationen är, desto högre tenderar lönen att sättas för att värna reallönerna, allt annat lika. För flertalet företag är löneutbetalningar den största kostnaden. Högre löner kommer därmed att vara en stark drivkraft bakom högre priser, alltså inflation.

Det är med andra ord helt centralt för Riksbanken att man lyckas hålla de mer långsiktiga inflationsförväntningarna (från ett par år och uppåt) nära målet. Som nämnts tidigare är inte Riksbankens mål att vid varje tidpunkt göra allt för att hålla inflationen på målet. En sådan politik skulle ha alltför stora realekonomiska kostnader. Tillfälliga avvikelser från inflationsmålet kan och bör alltså tillåtas. Men om avvikelserna blir för långvariga kan inflationsförväntningarna tappa sin förankring vid inflationsmålet. Riksbanken måste därmed göra en bedömning av vad som är en lagom snabb återgång till målet om en avvikelse uppstått, t.ex. på grund av utbudsstörningar liknande dem vi sett under de senaste åren.

I de modeller som används av Riksbanken och andra centralbanker inkluderas framåtblickande mekanismer som innebär att dagens inflation beror på vad den enligt modellen förväntas bli i framtiden. Det är emellertid genuint svårt, eller kanske omöjligt, att modellera människors förväntningsbildning på ett tillfredsställande sätt. Det går inte att med någon exakthet svara på frågor om hur länge inflationen kan ligga över målet innan ekonomins aktörer tappar förtroendet för det. I praktiken antas i de makroekonomiska modellerna att de långsiktiga inflationsförväntningarna alltid är förankrade vid målet. Antagandet betyder att modellerna också alltid förutspår att inflationen inte kommer att skena. Detta är en begränsning i modellerna som man måste ta fasta på, särskilt i extrema tider som dem vi har gått igenom. Ett konkret exempel är följande. Anta att Riksbanken i ett givet läge anser att en ränteökning på 0,5 procentenheter skulle vara rimlig för att styra inflationen mot det långsiktiga målet, förutsatt att inflationsförväntningarna är förankrade. Samtidigt är Riksbanken emeller-

tid orolig över förankringen. Då kan en högre styrräntehöjning vara motiverad, men hur mycket högre går inte att beräkna med existerande modeller; i själva verket kanske det också i efterhand kan se ut som att höjningen var onödigt hög. Det faktum att räntebesluten sker under osäkerhet och ofullständig förståelse av förväntningsbildningen är naturligt och också viktigt att ta hänsyn till vid utvärderingen av penningpolitiken. Vi återkommer till en diskussion om detta i avsnitt 5.

## 2.4 Riksbankens balansräkning och valutareserven

Vi börjar med att ta upp distinktionen mellan Riksbankens balansräkning och en bredare balansräkning som inkluderar hela staten. Vi beskriver sedan de olika posterna på Riksbankens balansräkning och deras roller, varefter vi diskuterar valutareserven lite mer utförligt. Vi berör också kort valutareservens finansiering i ett separat avsnitt.

### **Riksbankens balansräkning och den samlade statens balansräkning**

En centralbanks balansräkning består, som alla balansräkningar, av tillgångar och skulder; vi beskriver strax dessa kort. På en övergripande nivå är det dock viktigt att också se denna balansräkning ur ett bredare perspektiv, nämligen den samlade statens balansräkning, dvs. den som summerar Riksbankens och statens skulder och tillgångar. Om Riksbanken innehar en statsobligation på tillgångssidan i sin balansräkning, finns samma statsobligation som en skuld för staten – staten lånar pengar av Riksbanken – med följderna att de två posterna tar ut varandra i den samlade balansräkningen.

Om centralbanken ”trycker pengar” som används för att köpa statsobligationer tillkommer dessa i centralbankens balansräkning som en tillgång samtidigt som den ökade sedelmängden konteras som en skuldpost. Eftersom centralbankens tillgångar i form av statsobligationer tar ut statens skulder i samma obligationer kommer centralbankens köp att minska obligationskulden i den samlade statens balansräkning. I stället har skulden i form av utestående sedlar ökat. Om detta sätts i system och görs i syfte att löpande finansiera ett betydande underskott i statens utgifter kommer penningmängden att öka i en takt som för eller senare leder till att pengarnas värde snabbt minskar. Denna process kan sluta i hyperinflation.

I den moderna svenska ekonomin används inte sedelpressarna, eftersom mängden sedlar och mynt faller trendmässigt. När Riksbanken köper obligationer betalar man inte med sedlar utan med att öka affärsbankernas tillgångar på inlåningskonton hos Riksbanken. Dessa konton är likvida i den meningen att affärsbankerna har direkt tillgång till dem för sina transaktioner. I detta avseende kan de likställas med sedlar. Till skillnad mot sedlar ger dock dessa inlåningskonton normalt en ränta, och tidvis även en negativ sådan, vilket vi sett under senare tid. I detta avseende är dessa konton som annan

statlig skuldsättning, men löptiden är mycket kort. Riksbankens köp av obligationer ska därmed ses som att man ersätter statlig skuldsättning med längre löptid (några år i genomsnitt) med skuldsättning med mycket kort löptid. Riksbanken sänker alltså den genomsnittliga löptiden på statsskulden. Om detta sker i en situation när efterfrågan på likvida medel med kort löptid ökar kraftigt, som i inledningen av pandemin, kan detta vara samhälls-ekonomiskt mycket värdefullt. Om det sker i en situation med bristande tilltro till statsfinanserna riskerar det på samma sätt som sedelpressfinansiering att leda till skenande inflation.

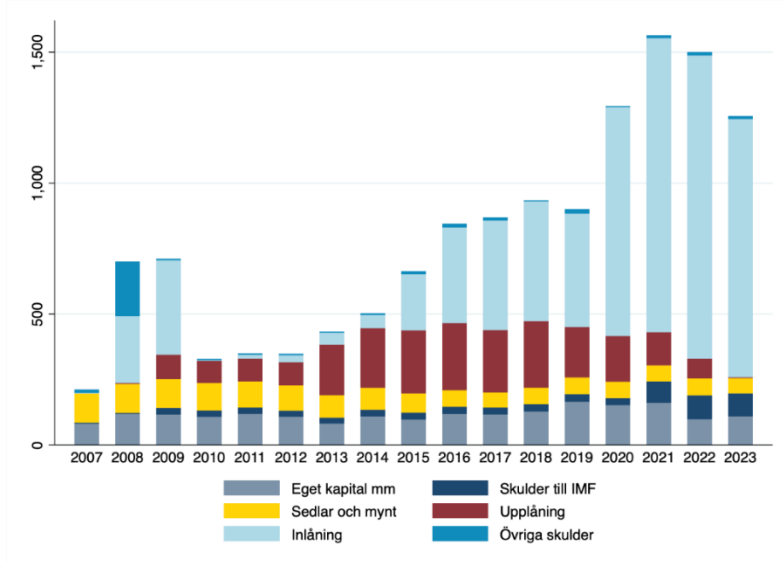
En analys av de samhälleliga konsekvenserna av olika förändringar av Riksbankens balansräkning måste inkorporera det bredare perspektivet, men de behöver också utvärderas utifrån ett snävare riksbanksperspektiv, eftersom Riksbanken och staten inte har identiska mål och restriktioner. Detta förhållande har ett syfte: En oberoende riksbank med ett tydligt men begränsat mandat kan förbättra det penningpolitiska beslutsfattandet. Men det innebär också att uppdelningen i tillgångar och skulder mellan Riksbanken och staten inte är oväsentlig. Förändringar i Riksbankens balansräkning kan alltså påverka förtroendet för banken.

### **De olika posterna på Riksbankens balansräkning**

Som nämnts är en post på skuldsidan för Riksbanken sedelmängden. För de sedlar som centralbanken ger ut kan den köpa räntebärande tillgångar. Detta ger över tid i genomsnitt ett positivt räntenetto. Vinsten som centralbanken gör från detta avspeglar samma seignorage som diskuterats ovan: en ränteskillnad mellan tillgångar och skulder. Dessa belopp har minskat över tid. Figur 2.1 visar skuldsidan av Riksbankens balansräkning under 2007–2023, där det framgår att posten sedlar och mynt inte är så stor. I slutet av 2023 uppgick den till knappt 5 procent av balansomslutningen (58 miljarder kronor) och den har minskat trendmässigt sedan 2008, både i förhållande till den reala ekonomin och nominellt. Också det egna kapitalet kan ses som kostnadsfritt i en bredare bemärkelse eftersom det är medel som skjutits till av övriga staten. Till skillnad från privata företag, där lönsamhet är ett mått på framgång och storleken på det egna kapitalet avspeglar detta, har Riksbanken inget krav på lönsamhet. Vid slutet av 2023 var posten minus 18 miljarder kronor. Tillsammans med resultatet för 2023 och värde regleringskonton, vilka innehåller orealiserade vinster, finns dock värden på 109 miljarder kronor. Dessa belopp är små i förhållande till Riksbankens balansomslutning som uppgår till 1 255 miljarder kronor, vilket är ungefär en femtedel av Sveriges årliga BNP. Siffrorna innebär också att merparten av Riksbankens skuldfinansiering inte är kostnadsfri, vilket är fallet med sedlar och mynt. Den största skuldposten består av affärsbankers inlåning hos Riksbanken, vilket i praktiken är placeringar över natten och av certifikat med en veckas löptid. Vid årets slut uppgick inlåningen till 78 procent av balansomslutningen (986 miljarder kronor). Riksbanken betalar ränta

på denna inlåning, styrräntan minus 0,1 procentenheter.<sup>8</sup> Tills nyligen har Riksbanken också haft lån från Riksgälden – 2021 uppgick skulden till 173 miljarder. Denna skuld utgör merparten av posten Upplåning i figur 2.1. Vi återkommer till den posten.

**Figur 2.1 Riksbankens skulder och eget kapital m.m. 2007–2023**



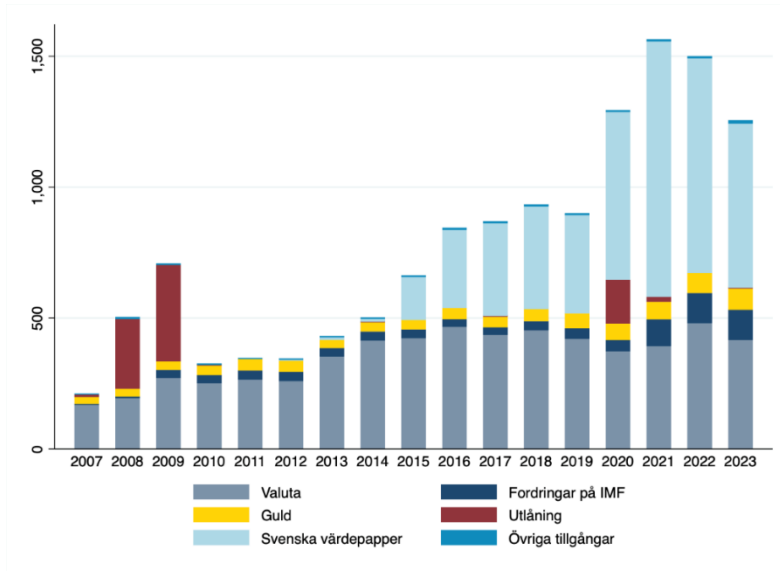
Anm.: Posten Eget kapital m.m. omfattar eget kapital, värdepapperskonton, avsättningar och årets resultat. Miljarder kronor.

Källa: Riksbanken.

Riksbanken har också tillgångar, vilka visas i figur 2.2. Den största posten, 626 miljarder kronor (50 procent av balansomslutningen), är svenska värdepapper vilka köpts i penningpolitiskt syfte sedan 2015 och under pandemin även för att främja den finansiella stabiliteten. Den näst största posten, 416 miljarder kronor (33 procent), utgörs av valutareserven. Riksbanken äger likvida räntebärande värdepapper i främst dollar och euro som snabbt kan säljas vid behov, för att få dollar respektive euro. Den exakta sammansättningen av valutareserven visas i figur A.1.

Tre stora beslut om valutareserven har fattats de senaste åren. I december 2012 fattades beslut om att utöka valutareserven. I januari 2021 beslutade Riksbankens direktion att ändra finansieringsform för delar av valutareserven, nämligen att inte längre låna från Riksgälden. I september 2023 beslutade Riksbankens direktion att vidta åtgärder för att minska växelkursrisken i valutareserven. Vi fördjupar oss därför i valutareserven nedan.

<sup>8</sup> Posten Inlåning kallas ibland för centralbanksreserver (central bank reserves), ej att förväxla med valutareserven. Att Riksbanken och andra centralbanker betalar ränta på inlåning är en del av det nuvarande penningpolitiska styrsystemet.

**Figur 2.2 Riksbankens tillgångar 2007–2023**

Anm.: Miljarder kronor. Observationer från den 31 december varje år. Årsdata.  
Källa: Riksbanken.

## Valutareservens storlek

Hur stor valutareseven bör vara är långt ifrån självklart. Ur det konsoliderade perspektivet innebär en valutareseerv en specifik placering av statens pengar. Värdet på utländsk valuta fluktuerar starkt över tid och stora vinster eller förluster kan därför förstås uppstå om valutareseven är stor. Under 2023 låg värdet av valutareseven kring 7 procent av BNP, vilket innebär en förhållandevis stor investering. Utifrån Riksbankens eget perspektiv handlar valutareseven om penningpolitik och finansiell stabilitet, vilka båda enligt riksbankslagen är legitima användningar av reserven.

Valutainterventioner kan göras i penningpolitiskt syfte: Riksbanken köper eller säljer då utländsk valuta för att påverka växelkursen och därmed ekonomisk aktivitet och inflation. Sådana interventioner vore helt centrala om kronans växelkurs var fast; under en fast växelkurs finns därför starka skäl att hålla en stor valutareseerv för att kunna parera marknadsfluktuationer i utbud och efterfrågan på kronor. Speciellt skulle det vara viktigt att kunna avvärja spekulativa attacker mot kronan. Med rörlig växelkurs görs dock valutainterventioner sällan av penningpolitiska skäl, och de uppfattas också som kontroversiella.<sup>9</sup> En aktiv handel i valuta riskerar också att leda till betydande förluster.

Ett annat syfte med att ha en valutareseerv har att göra med finansiell stabilitet. Utländsk valuta kan behövas för att ge likviditetsstöd, dvs. lån, i utländsk

<sup>9</sup> Sedan Sverige införde rörlig växelkurs har valutainterventioner i (uttalat) penningpolitiskt syfte bara skett vid ett tillfälle, 2001. Se Bylund, Iversen och Vredin (2023).

valuta till banker och andra finansiella aktörer.<sup>10</sup> Detta är också det främsta officiellt framförda skälet att i dag hålla en valutareserv. Hur stor valutareserven behöver vara för att fullgöra denna uppgift är dock svårt att säga på förhand. Riksbankskommittén (SOU 2019:46) för resonemang om detta utifrån erfarenheter från finanskrisen. År 2009 uppgick Riksbankens lån till affärsbanker i utländsk valuta till 250 miljarder kronor. Men bara 50 miljarder kronor av valutareserven togs i anspråk. Merparten av lånen finansierades med hjälp av lån från andra centralbanker, s.k. valutaåterköpsavtal (swapavtal), som Riksbanken ingick med Federal Reserve och ECB.

Under åren har både valutareservens storlek och formerna för dess finansiering varit återkommande frågor, och de har ofta varit kontroversiella. Under 2009–2012 var valutareservens storlek ungefär 260 miljarder kronor. I december 2012 fattade en oenig riksbanksdirektion beslut om att utöka valutareserven med ytterligare 100 miljarder kronor. Beslutet motiverades utifrån att kunna ge likviditetsstöd. Två direktionsledamöter (Karolina Ekholm och Lars E O Svensson) menade däremot att ytterligare förtida upplåning (dvs. innan en kris inträffar) var omotiverad eftersom Riksbanken skulle kunna få till stånd ett avtal med Riksgälden som, förutsatt att svenska staten uppfattas som kreditvärdig, skulle ha gett Riksbanken tillskott inom tio bankdagar. I stället för förtida upplåning skulle alltså Riksgälden vid behov låna ytterligare utländsk valuta och överföra denna till Riksbanken, som ett lån. Enligt beräkningar vore denna lösning billigare men bygger på att svenska staten uppfattas som kreditvärdig. Detta för oss till frågan om valutareservens finansiering.

## Valutareservens finansiering

Vi konstaterar först att den nya riksbankslagen inte anger en övre gräns för valutareserven i sig men däremot en gräns för ”upplåning till valutareserven”, nämligen högst 5 procent av BNP.<sup>11</sup> Dylig upplåning har varit viktig: Under 2013–2020 finansierades ungefär 200 miljarder av valutareserven genom lån från Riksgälden. Låneavtalen mellan myndigheterna var i utländsk valuta, vilket innebar att Riksbanken själv hade mycket begränsad exponering för valutarisk på dessa lån (eftersom både tillgångar och skulder var i samma utländska valuta). I januari 2021 beslutade riksbanksdirektionen att ändra finansieringsmetod, dvs. att avveckla lånen hos Riksgälden och i stället köpa utländsk valuta direkt genom att sälja svenska kronor.<sup>12</sup> I figur 2.1 ger detta avtryck i form av att posten Upplåning minskar och posten Inlåning ökar. Figur A.2 visar hur dessa lån gradvis minskar.

Spelar finansieringsmetoden någon roll? För att diskutera den frågan återvänder vi till vårt inledande resonemang om att Riksbankens balansräkning ytterst är en del av statens konsoliderade balansräkning. Med

<sup>10</sup> Riksbankslagen skiljer mellan generellt och särskilt likviditetsstöd.

<sup>11</sup> Om det finns ”synnerliga skäl” tilläts Riksbanken att tillfälligt förstärka valutareserven ytterligare.

<sup>12</sup> Se Riksbanken (2021).

den synen som utgångspunkt inser man att vilken myndighet som bär lånen inte spelar någon roll för staten som helhet, så länge lånen är desamma.<sup>13</sup> När Riksgälden tog upp lånen var de emellertid i utländsk valuta, så någon valutarisk på den del som tidigare finansierades via Riksgälden uppstod därför inte för staten som helhet. Riksbanken kan däremot bara finansiera reserven med inlåning i svenska kronor, vilket innebär att bytet av finansieringsform ökar den konsoliderade statens valutarisk med 200 miljarder kronor. Det finns alltså två konsekvenser av besluten 2012 och 2021. Att öka valutareservens storlek tenderar att öka de finansiella riskerna i Riksbankens balansräkning, och att inte längre låna från Riksgälden i utländsk valuta ökar valutaexponeringen både i Riksbankens balansräkning och för den konsoliderade staten. Vi återkommer till beslut om valutareserven i avsnitt 5 och 6.

<sup>13</sup> Detta resonemang bortser från att Riksbankens lån, i motsats till Riksgäldens, inte ingår i begreppet "Maastrichtskulden". Inom stabilitets- och tillväxtpakten finns ett krav om att Maastrichtskulden inte får överstiga 60 procent av BNP. Enligt det finanspolitiska ramverket är 35 procent av BNP ett riktmärke för Maastrichtskulden.



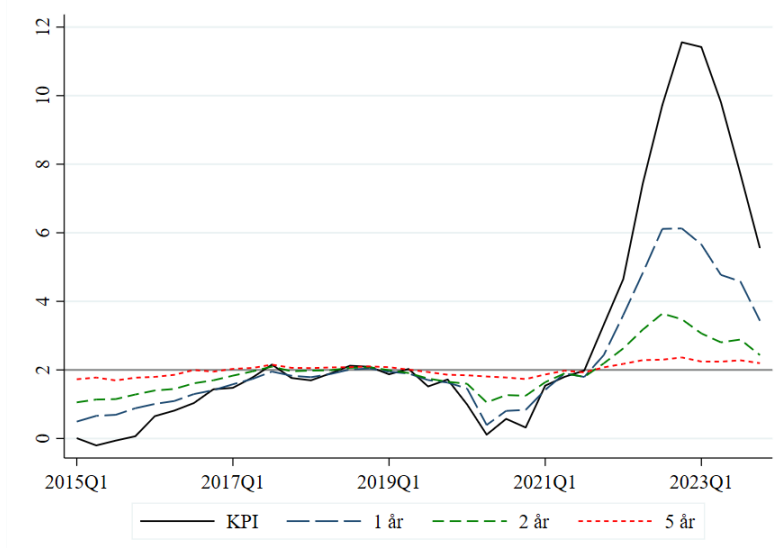
## 3 Bakgrund – den makroekonomiska utvecklingen 2023

I detta avsnitt beskriver vi den makroekonomiska utvecklingen med tonvikt på händelser som har bäring på penningpolitiken.

### 3.1 Den makroekonomiska utvecklingen de senaste åren

Under en lång följd av år var inflationen i Sverige något under målet. Detta ändrades under andra halvåret 2021. Till följd av utbudsstörningar under pandemin, kraftiga finanspolitiska stimulanser i vissa länder och en stimulerande penningpolitik så ökade inflationen. En topp nåddes under fjärde kvartalet 2022 när inflationen enligt konsumentprisindex (KPI) uppgick till 11,5 procent (9,6 procent enligt konsumentprisindex med fast ränta, KPIF). Från slutet av 2022 till slutet av 2023 ökade priserna mätt enligt KPI med 4,4 procent och med 2,3 procent mätt enligt KPIF. Figur 3.1 visar denna utveckling tillsammans med inflationsförväntningar mätta enligt Prospera. Förväntningarna på ett års sikt toppade på 6,1 procent under fjärde kvartalet 2022 och har sedan dess fallit till 3,4 procent under fjärde kvartalet 2023. Förväntningarna på två års sikt var 2,4 procent fjärde kvartalet 2023 och förväntningarna på fem års sikt var 2,2 procent. Den övergripande bilden av detta är att inflationen nu närmar sig målet och att förtroendet för inflationsmålet har bibehållits, dvs. att inflationsförväntningarna är väl förankrade.

**Figur 3.1 Inflation enligt KPI och inflationsförväntningar ett, två och fem år framåt 2015–2023**

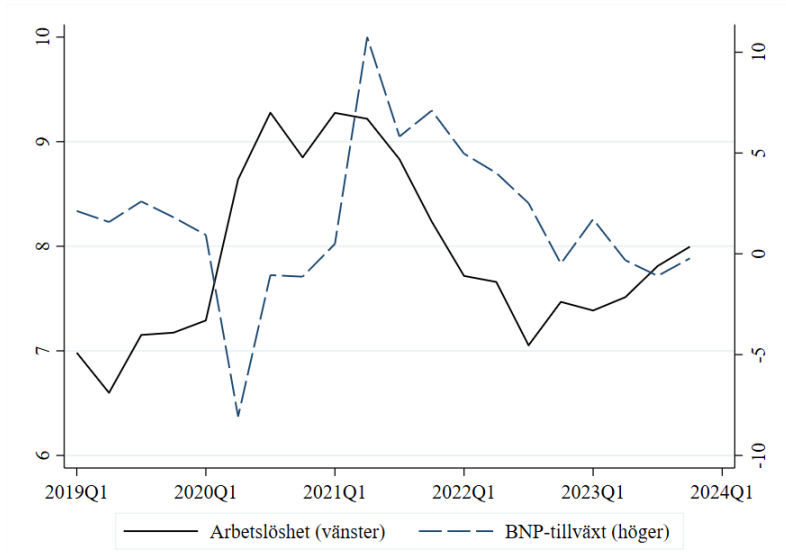


Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex (KPI). Inflationsförväntningarna enligt Prospera avser alla aktörer. Procent. Kvartalsdata. Den vertikala linjen illustrerar inflationsmålet.  
Källa: Riksbanken.

Sedan inflationen ökade och centralbankerna började höja räntorna har tillväxten fallit. Figur 3.2 visar att återhämtningen i ekonomin var mycket stark under den andra halvan av pandemin (fr.o.m. andra kvartalet 2021) men att BNP-tillväxten fallit sedan dess. Under andra och tredje kvartalet 2023 var tillväxten negativ, sannolikt åtminstone delvis som en följd av centralbankernas åtstramande penningpolitik. Arbetslösheten har dock ökat mindre än många inledningsvis befarade. I slutet av 2023 uppgick den till 8,0 procent, vilket innebär en ökning med mindre än 1 procentenhet sedan den lägsta nivån tredje kvartalet 2022. Sammantaget ger detta bilden att arbetsmarknaden har haft stor motståndskraft mot centralbankernas räntehöjningar och att de som trodde att ekonomin skulle mjuklanda fick rätt.<sup>14</sup> Figur 3.3 visar att utvecklingen i Sverige, USA och euroområdet har varit likartad, även om USA tycks ligga före i den penningpolitiska cykeln.

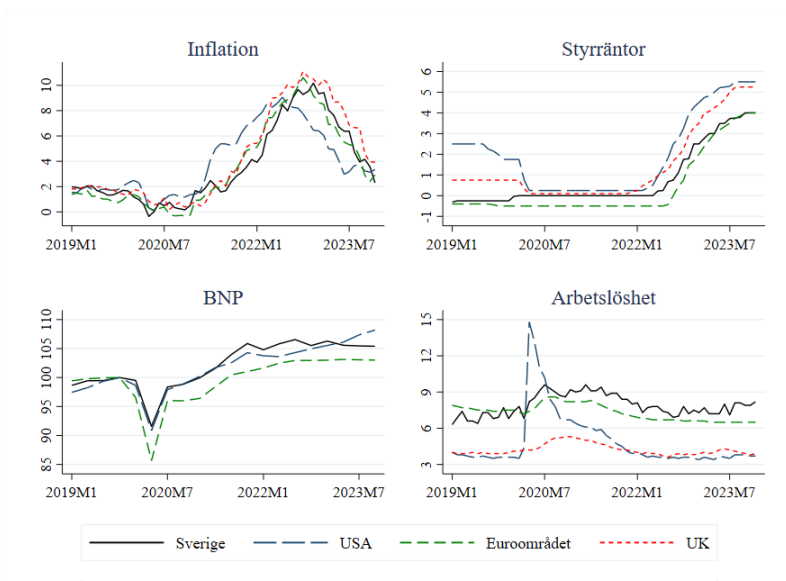
<sup>14</sup> Ett viktigt undantag är bostadsinvesteringarna som under 2023 minskade kraftigt.

**Figur 3.2 Arbetslöshet och BNP-tillväxt 2019–2023**



Anm.: Procent. Kvartalsdata.  
Källa: Riksbanken.

**Figur 3.3 Den ekonomiska utvecklingen i Sverige, USA och euroområdet 2019–2023**



Anm.: Inflation avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA och Storbritannien (UK). BNP är säsongrensat och 2019kv4 lika med index 100 (saknas för Storbritannien). Månadsdata för inflation, styrrentor och arbetslöshet och kvartalsdata för BNP. Data för BNP t.o.m. tredje kvartalet 2023.  
Källa: Riksbanken.

## 3.2 Större makroekonomiska händelser under 2023

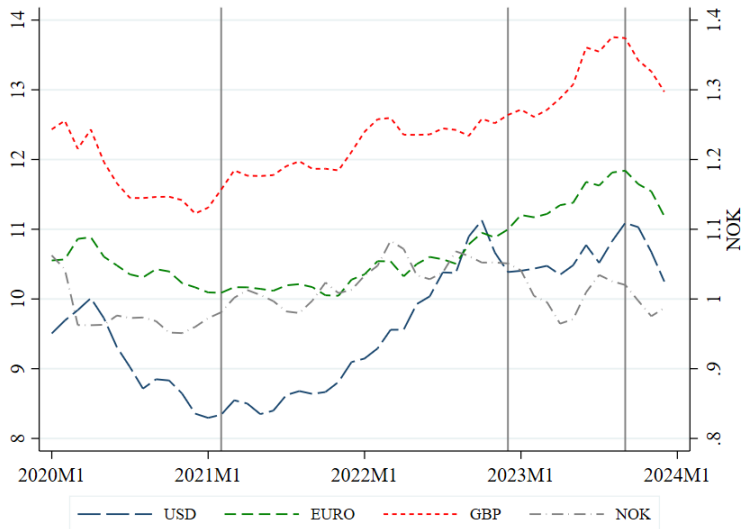
I mars 2023 inträffade två större händelser. I början av månaden inträffade uttagsanstormningar gentemot banker i USA (Silicon Valley Bank och två andra banker) och gentemot Credit Suisse. Detta ledde till allmän bankoro. Amerikanska bankaktier tappade drygt 20 procent i värde och svenska bankaktier knappt 20 procent. Centralbanker och myndigheter i berörda länder ingrep omgående, och några stora systemiska effekter fick inte dessa händelser. På marginalen är det dock troligt att högre riskpremier hade en åtstramande effekt under en tid. I slutet av månaden träffades ett nytt löneavtal för industrin i Sverige, när man satte det s.k. märket. Avtalet var på två år, från den 1 april 2023 till den 31 mars 2025, om totalt 7,4 procent (4,1 procent för 2023 och 3,3 procent för 2024). På grund av märkets normerande ställning innebär detta i praktiken att reallönerna inte kommer att återhämta sig förrän tidigast 2025 och att risken för en löneprisspiral minskat avsevärt.

Under början av 2023 fortsatte kronan att försvagas gentemot de viktigaste valutorna. Figur 3.4 visar att kronan var som svagast i september då den tappat 5,7 procent gentemot euron sedan januari och 6,6 procent gentemot dollarn. Efter september vände utvecklingen. Sett till helåret var förändringen i kursen gentemot euron liten och kronan stärktes något gentemot dollarn.<sup>15</sup> Under året hade den svenska kronan dock en stabil kurs med den norska kronan. Tidsmässigt sammanföll en vändning för kronan med att Riksbanken tillkännagav åtgärderna för att minska valutareservens kursrisk. Vi återkommer till detta i avsnitt 4 och 5.

Under 2023 vände inflationstakten nedåt från toppnivåerna som nåddes i december 2022 för inflationen mätt med fast ränta (KPIF: 10,2 procent) och KPI (12,3 procent) och i februari 2023 för inflationen mätt med fast ränta exklusive energipriser (KPIF-XE: 9,3 procent). Som figur 3.5 visar präglades inflationsutvecklingen under våren, sommaren och hösten av att energipriserna minskade, vilket ledde till att inflationen enligt KPIF föll snabbare än inflationen enligt KPIF-XE (vilket också kallas den underliggande inflationen). I avsnitt 4 publicerar vi figurer som beskriver inflationsutvecklingen under året i mer detalj.

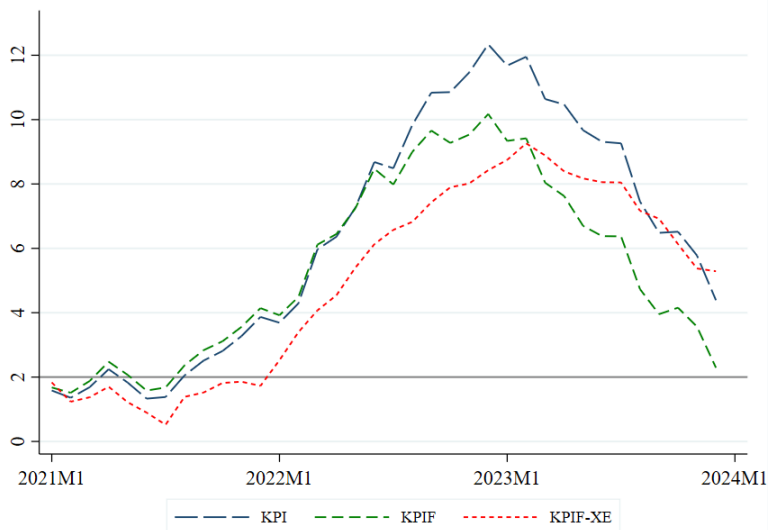
<sup>15</sup> I Riksbankens årsredovisning anges dollarkurserna 10,0511 (2022-12-31) och 10,4177 (2023-12-31) samt eurokurserna 11,1185 (2022-12-31) och 11,145 (2023-12-31).

**Figur 3.4 Den svenska kronan gentemot den amerikanska dollarn, euron, det brittiska pundet och den norska kronan 2020–2023**



Anm.: Skalan för växelkursen gentemot den amerikanska dollarn (USD), euron (EURO) och det brittiska pundet (GBP) anges på den vänstra axeln och skalan för den norska kronan (NOK) på den högra. De två första vertikala linjerna indikerar start- och slutdatum för övergången till en egenfinansierad valutareserv. Den tredje vertikala linjen indikerar september 2023, när åtgärderna för valutasäkring av valutareserven påbörjades. Svenska kronor per enhet utländsk valuta. Månadsdata.  
Källa: Riksbanken.

**Figur 3.5 Inflationen enligt olika mått 2021–2023**



Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex (KPI), konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) och konsumentprisindex med fast ränta exklusive energipriser (KPIF-XE). Procent. Månadsdata. Den vertikala linjen illustrerar inflationsmålet.  
Källa: Riksbanken.

## 4 Penningpolitiken 2023

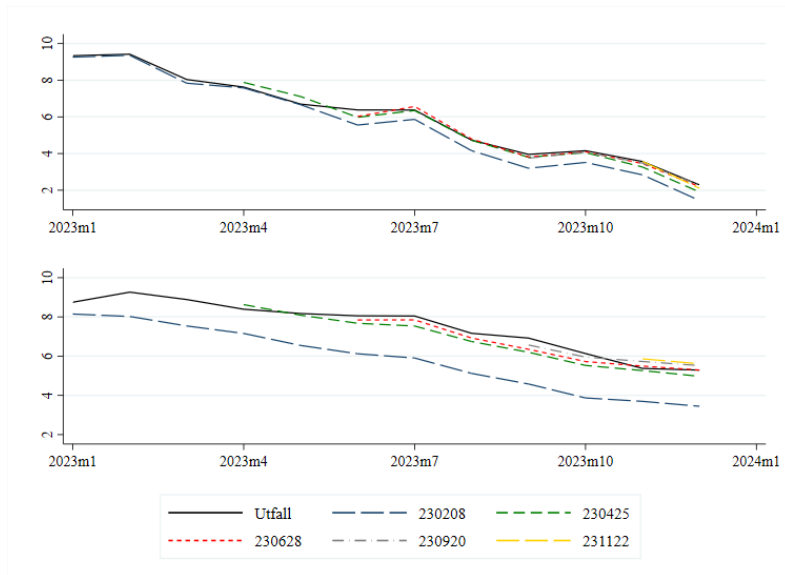
I detta avsnitt beskriver vi Riksbankens prognoser och den förda penningpolitiken samt gör vissa jämförelser med andra centralbanker.

### 4.1 Riksbankens prognoser

Mot bakgrund av kritiken i förra årets rapport av Riksbankens prognoser undersöker vi prognoserna under 2023. Figur 4.1 visar Riksbankens prognoser för inflationen med fast ränta (KPIF) och fast ränta exklusive energipriser (KPIF-XE) i samband med varje penningpolitisk rapport under 2023, tillsammans med utfallet. Vid varje rapporttillfälle finns vanligtvis utfallet fram t.o.m. en eller två månader innan. Det är slående att prognoserna för inflationen med fast ränta haft pricksäkerhet. I jämförelse med prognoserna under närmast föregående år är detta en stor förbättring. Vi diskuterar möjliga källor till denna förbättring<sup>16</sup> i utvärderingsavsnittet nedan.

<sup>16</sup> Överensstämmelsen är god även för inflationen exklusive energipriser. Den första prognosbanan (23-02-08) ligger förvisso inledningsvis 1,4 procentenheter under utfallet. Att prognosen för KPIF-XE i februari ligger under medan prognosen för KPIF ligger perfekt innebär att prisökningarna var större än prognos i någon eller några delkomponenter av KPIF. Som vi beskrivit i avsnitt 3 beror detta på att inflationsdynamiken i olika delkomponenter var svår att förutse. Riksbanken (2024a) jämför Riksbankens prognoser för KPIF-inflationen med andra prognosmakares, och under 2023 är skillnaden liten.

**Figur 4.1 Prognoser och utfall för inflation under 2023 enligt KPIF (överst) och KPIF-XE (underst)**



Anm.: Heldragen linje visar årlig inflation (utfall). Streckade linjer visar prognoser vid olika datum. Inflation med fast ränta (KPIF) överst, inflation med fast ränta och exklusive energipriser underst (KPIF-XE). Procent. Månadsdata.

Källa: Riksbanken.

I föregående års rapport diskuterades förutom inflationsprognoserna även prognoserna för BNP-gapet och arbetslösheten, liksom för räntebanan. Prognoserna för BNP-gapet och arbetslösheten återfinns i figur 4.7 och även dessa ligger nära utfallet. Vi diskuterar räntebanorna i avsnitt 4.4.

## 4.2 Riksbankens beslut om åtgärder

Riksbanken höll fem penningpolitiska möten under 2023. Styrräntan höjdes med totalt 1,5 procentenheter, från 2,5 procent till 4,0 procent, mellan februari och november. Även andra åtstramande penningpolitiska beslut fattades, främst i form av aktiva försäljningar av obligationer och att en allt stramare räntebana kommunicerades. Besluten sammanfattas i tabell A.1 i appendix.<sup>17</sup>

### Styrräntan och balansräkningsoperationer

Vid mötet i februari höjdes styrräntan med 0,5 procentenheter till 3,0 procent. Man beslutade också om att inleda försäljningar av statsobligationer, motsvarande 3,5 miljarder kronor per månad, fr.o.m. april. Slutligen beslutade man om att öka emissionen av riksbankscertifikat med en veckas löptid, vilket höjer

<sup>17</sup> Besluten under 2022, som utvärderades i föregående års rapport, återfinns i tabell A.2.

den effektiva styrräntan något. Som skäl för beslutet angavs att KPIF-XE fortsatt att stiga och att kronan försvagats ytterligare, vilket skulle försvåra åtstramningen. Utfallen för KPIF i december 2022 var 10,1 procent och 8,4 procent för KPIF-XE.

Vid mötet i april beslutade direktionen att höja styrräntan med 0,5 procentenheter till 3,5 procent. Två av direktionsledamöterna förespråkade en höjning med enbart 0,25 procentenheter.<sup>18</sup> Majoriteten betonade dock att nedgången i KPIF-inflationen främst berodde på stora nedgångar i energipriser medan inflationen enligt KPIF-XE (exklusive energipriser) hade minskat mindre än prognosen från februari (se figur 4.1).

Vid mötet i juni beslutade direktionen att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Direktionen beslutade också höja tempot i försäljningarna av statsobligationer till 5 miljarder kronor per månad fr.o.m. september. Som huvudsakligt skäl angavs att inflationen rensad för energipriser föll långsamt och att tjänstepriserna fortsatte att öka snabbt. Det senare sågs som ett tecken på att den inhemska efterfrågan var stark och ytterligare åtstramning var nödvändig.

Vid mötet i september beslutade direktionen att höja styrräntan med ytterligare 0,25 procentenheter till 4,0 procent. Både vid mötet i juni och i september anfördes detaljer i inflationsutvecklingen som avgörande för besluten. Som tidigare nämnts föll inflationen enligt KPIF snabbare än inflationen rensat för energipriser, vilket antyder en hög inhemsk efterfrågan. Nya utfall präglades av hög volatilitet och en förskjutning i hur olika delindex av KPIF utvecklades. Inflationstakten för varor och livsmedel minskade snabbt redan tidigt under året medan så inte var fallet för tjänster som väger tungt i index (ca 46 procent om transporter inkluderas). Figur 4.2 och 4.3 illustrerar detta. Figur 4.2 visar att vikterna för index spelar roll – med 2023 års vikter applicerat på 2022 är inflationen lägre. Riksbanken (2023d) anger speciellt utrikesresor som en sådan kategori. Figur 4.3 illustrerar tjänsters ökade betydelse för inflationstakten under året. I oktober var KPIF-inflationen 4,2 procent och bidraget från tjänster var 3,2 procentenheter. Överlag var de enskilda inflationsutfallen från månad till månad volatila, vilket försvårade tolkningen – vi återkommer till en diskussion om detta i avsnitt 5.

Samma dag som det penningpolitiska beslutet meddelades i september offentliggjordes också att Riksbanken bestämt att vidta åtgärder för att minska växelkursrisken på en fjärdedel av valutareserven (8 miljarder dollar och 2 miljarder euro). Dessa belopp av dollar och euro såldes. De anskaffades genom att Riksbanken samtidigt ingick s.k. valutaåtersköpsavtal (swapavtal) som innebär att Riksbanken byter svenska kronor mot utländsk valuta under en begränsad tid. Vid avtalets utgång byts valutan tillbaka till en förutbestämd växel-

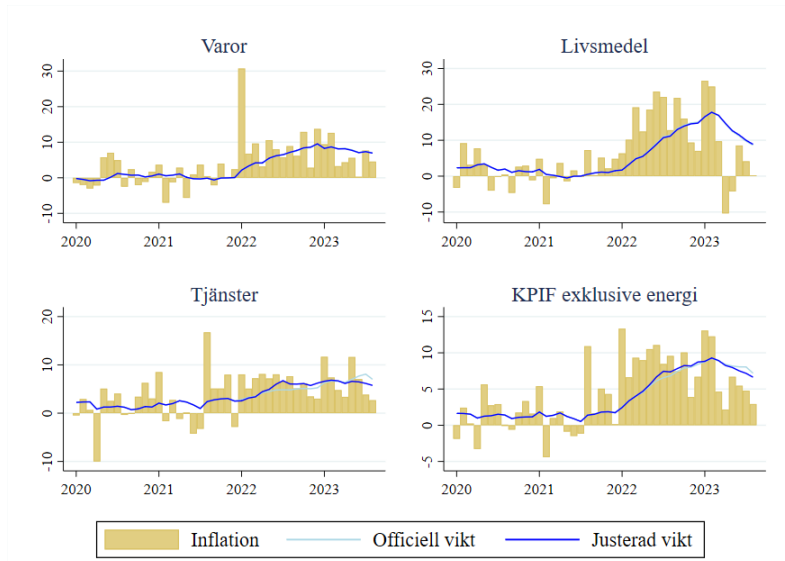
<sup>18</sup> Martin Flodén anförde tre skäl för en mindre höjning: (i) att inhemsk efterfrågan försvagas snabbt, (ii) att löneavtalet för industrin innebär svag utveckling för reallönerna och (iii) bank-  
oron. Anna Breman anförde följande skäl: (i) styrräntan är åtstramande och det är önskvärt att den förblir det under lång tid liksom att handlingsutrymme finns att agera på ny information, (ii) inhemsk efterfrågan faller och prognosen är nedreviderad, (iii) att inflationstakten bäst trycks ned genom att hålla räntan åtstramande under lång tid.



kurs. Riksbanken måste då leverera utländsk valuta men får tillbaka svenska kronor. Pressmeddelandet från Riksbanken om detta är helt separerat från den penningpolitiska rapporten och protokollet. Vi kommenterar beslutet om dessa åtgärder i avsnitt 4.4 och 5.

Slutligen beslutade direktionen i november 2023 att lämna styrräntan oförändrad på 4,0 procent. Vid den tidpunkten hade även tjänsteinflationen fallit betydligt och inflationen enligt KPIF för augusti–oktober uppräknat i årstakt och säsongrensat var 3,24 procent.<sup>19</sup>

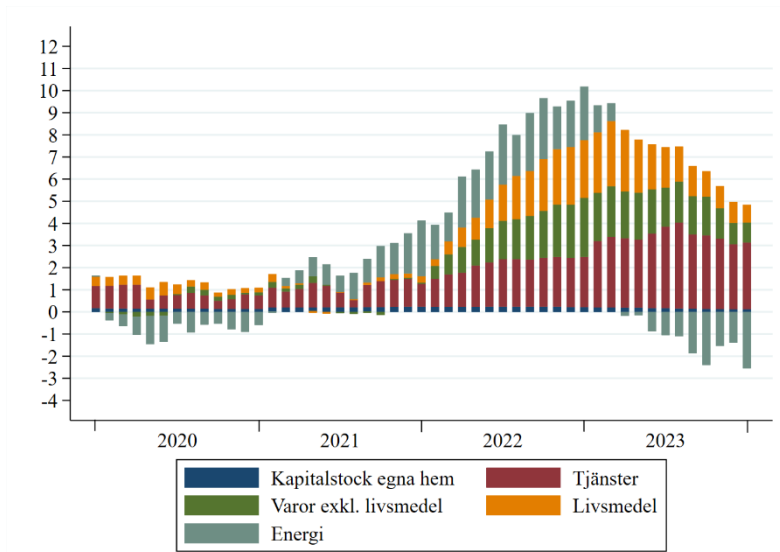
**Figur 4.2 KPIF exklusive energi och undergrupper**



Anm.: Inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta och exklusive energipriser (KPIF-XE). Ljusblå linje anger officiellt index. Mörkblå linje anger utvecklingen med 2023 års indexvikter för 2022. Staplarna anger säsongrensade förändringar på månadsbasis uppräknat till årstakt. Procentenheter. Månadsdata t.o.m. oktober 2023.

Källa: Riksbankens penningpolitiska rapport i september 2023.

<sup>19</sup> Inflationen vid årsskiftet 2023/24 var 2,3 procent enligt KPIF och 5,3 procent enligt KPIF-XE. Inflationen mätt över tre månader säsongrensat var nära 2 procent.

**Figur 4.3 Bidrag till KPIF-inflationen**

Anm.: Bidrag till årlig inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF). Procentenheter.  
Källa: Riksbanken (2024a).

## Räntebanorna

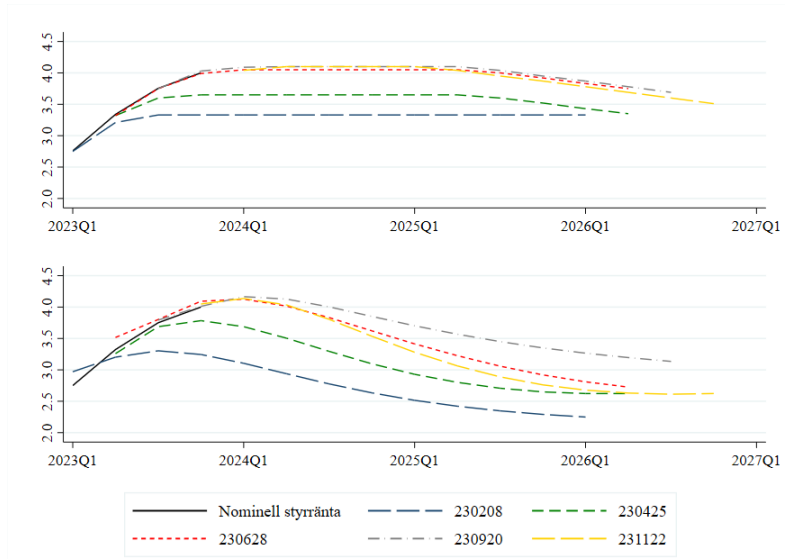
I avsnitt 2.4 beskrev vi hur Riksbanken kan styra förväntningsbildningen genom räntebanan som kommuniceras efter varje penningpolitiskt möte. Figur 4.4 visar Riksbankens kommunicerade räntebanor i övre panelen och i undre panelen finansmarknadens förväntade bana för styrräntan vid varje penningpolitiskt möte. Figuren visar även den styrränta som Riksbanken beslutade om, ex post. Riksbankens första två räntebanor ligger märkbart lägre än det realiserade utfallet, med en plåtå kring 3,5 procent. De tre senare sammanfaller väl med den styrränta som faktiskt bestämdes. Samma förhållande gäller för marknadens förväntningar vid de två första besluten. Det är slående hur olika banorna ter sig från 2024 och framåt. Ingen av Riksbankens banor innebär en sänkning av styrräntan innan andra kvartalet 2025. Under året tidigarelägger Riksbanken gradvis tidpunkten för en första sänkning, ju högre styrräntan blir. Finansmarknadens förväntade räntebanor senarelägger däremot tidpunkten för en första sänkning. Men inte ens i november sammanfaller Riksbankens och marknadens tidpunkt för en första sänkning. Då var marknadens bedömning att en första sänkning skulle ske i april 2024 medan Riksbanken kommunicerade en bana som innebär en första sänkning i april 2025.

Den översta panelen av figur 4.5 visar skillnaden mellan Riksbankens räntebanor och marknadens förväntningar. För 2023 är skillnaderna små, men från 2024 och framåt växer skillnaden gradvis. För 2025 uppgår skillnaden till mer än 1 procentenhet. Panelen under visar vad Riksbankens publicerade räntebanor innebär i termer av banor för den korta realräntan. Som vi ser ökar

realräntorna kraftigt och når sina toppar sent, under 2025 eller i slutet av 2024. Både den reala och den nominella styrräntan är alltså enligt Riksbankens räntebanor ordentligt åtstramande för 2024 och 2025. Samtidigt gör marknaden bedömningen att detta inte är trovärdigt.

Som vi beskrivit i kapitel 2.4 kan en brist på samstämmighet mellan räntebana och marknadsförväntningar bero på skillnader i bedömningar av den makroekonomiska utvecklingen. Riksbanken skulle kunna vara mer pessimistisk om att inflationen kommer att falla och tro att den ekonomiska aktiviteten skulle fortsätta vara för hög för att vara konsistent med fallande inflation. Så verkar dock inte vara fallet. Vi illustrerar detta med hjälp av figur 4.6 och 4.7. Figur 4.6 visar att enligt prognos nås inflationsmålet under 2024. BNP-gapet förblir negativt under hela prognosperioden och arbetslösheten faller bara sakt, allt enligt Riksbankens egna publicerade prognoser. Det blir då oklart vad som motiverar en räntebana som är så pass åtstramande. En möjlighet är att Riksbanken vill signalera att man kommer att vara mer ”hökaktig” än vad marknaden tror att man faktiskt kommer att vara.

**Figur 4.4 Riksbankens räntebana (över) och marknadens räntebana (under) tre år framåt vid olika datum 2023**



Anm.: Den övre panelen visar Riksbankens publicerade räntebanor och styrräntan som genomsnittet under varje kvartal. Den undre panelen visar marknadsförväntningar som genomsnittet under varje kvartal. Procentenheter.

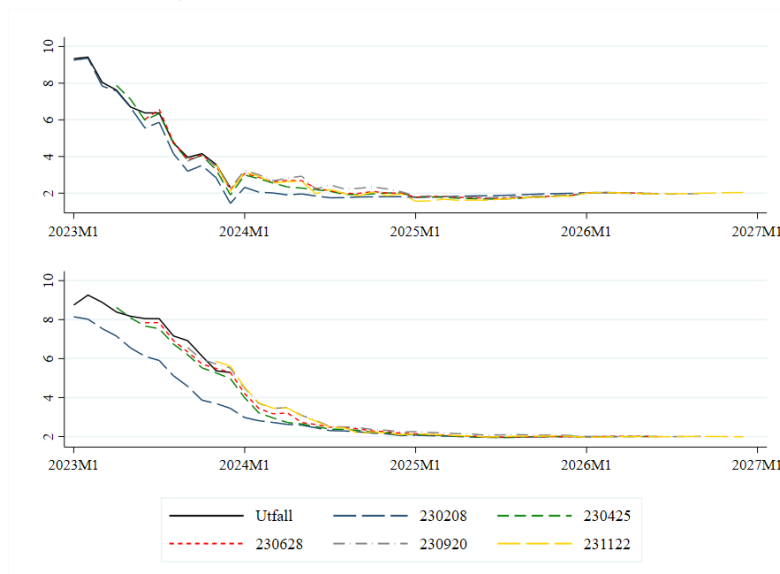
Källa: Riksbanken och egna beräkningar.

**Figur 4.5 Differens mellan Riksbankens räntebana och marknadsförväntningar (över) och realräntebanor (under)**

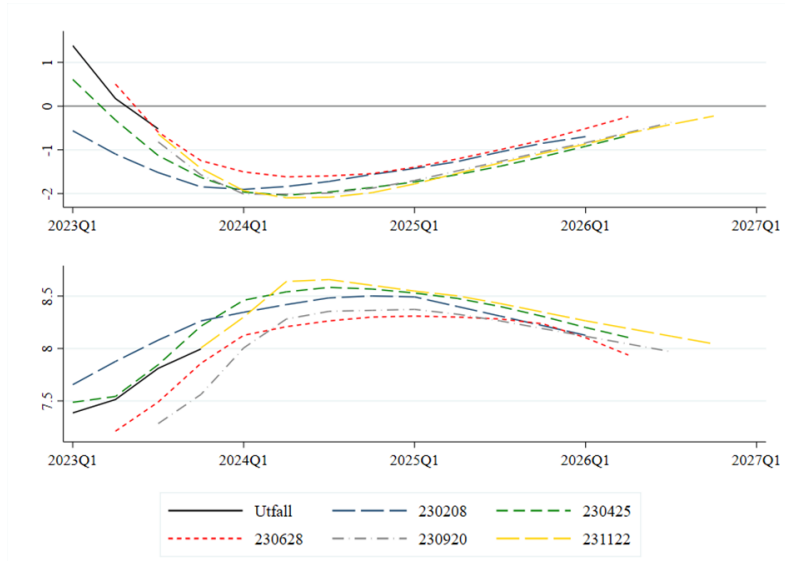


Anm.: Den övre panelen visar skillnaden mellan Riksbankens publicerade räntebanor och marknadens förväntade bana. Den undre panelen visar realräntan som är beräknad som Riksbankens styrräntebana minus Riksbankens prognos för KPIF. Prognosen för KPIF är baserat på månadsgenomsnitt för varje kvartal. Procentenheter.  
Källa: Riksbanken.

**Figur 4.6 Riksbankens inflationsprognoser tre år framåt vid olika datum 2023 (KPIF över, KPIF-XE under)**



Anm.: Riksbankens publicerade prognoser vid olika datum för inflation enligt KPIF (den övre panelen) respektive KPIF-XE (den undre panelen).  
Källa: Riksbanken.

**Figur 4.7 Prognos och utfall för BNP-gap (över) och arbetslöshet (under)**

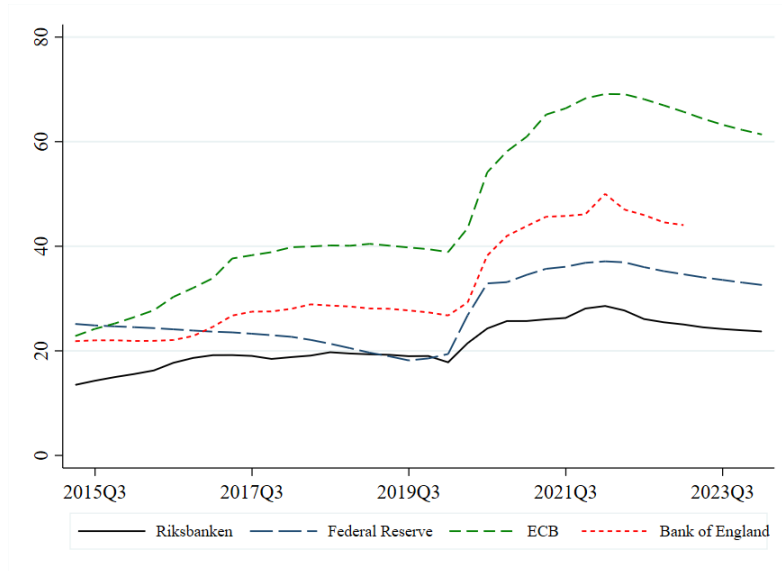
Anm.: Riksbankens publicerade prognoser vid olika datum för BNP-gap (den övre panelen) respektive arbetslöshet (den undre panelen).

Källa: Riksbanken.

### 4.3 Jämförelse med andra länder

I avsnitt 3 nämndes att Riksbankens penningpolitik följt samma spår som USA:s och euroområdet men något fördröjt. Också inflationsutvecklingen är något förskjuten i tid. Inflationen enligt eurorådets huvudindex HIKP toppade i oktober 2022, och motsvarande tidpunkt i USA var juni 2022. För Sverige inträffade toppen i december 2022. Figur 3.3 visar att ECB och Federal Reserve Bank höjt styrrentan på ett likartat sätt som Riksbanken, med skillnaden att Federal Reserve Bank började höja rentan i mars 2022 medan ECB avvaktade till juli 2022. Bank of England inledde cykeln av höjningar i december 2021.

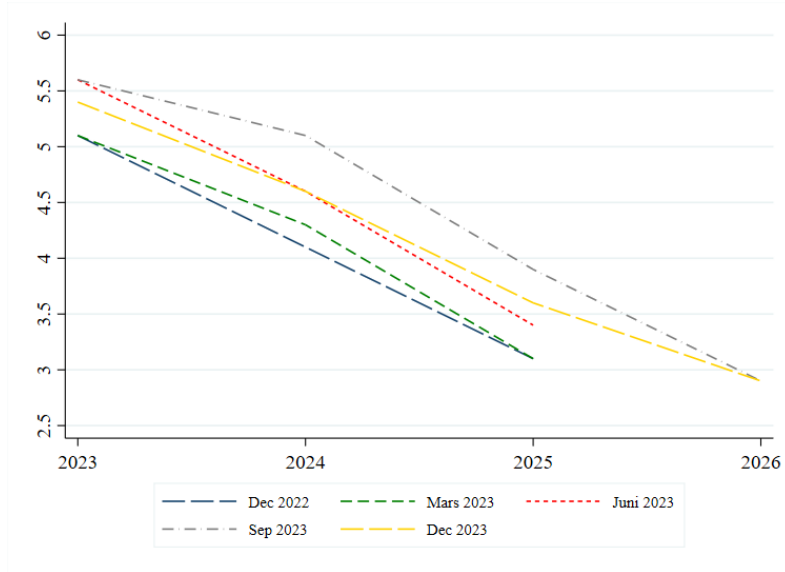
Vad gäller utvecklingen av Riksbankens balansomslutning så är den lik andra stora centralbankers. Federal Reserve Bank beslutade att inte längre återköpa förfallna obligationer i juni 2022. Figur 4.8 visar utvecklingen av balansomslutningen i förhållande till BNP för Riksbanken, Federal Reserve Bank, ECB och Bank of England. Maxnoteringen för de tre förstnämnda infaller i slutet av 2021 då Riksbankens balansomslutning utgjorde 28,6 procent av BNP. Vid årsslutet 2023 hade denna andel minskat med 4,9 procentenheter. Som vi ser i figuren är utvecklingen för Federal Reserves balansomslutning ungefär parallell med Riksbankens. ECB:s balansräkning har dock fallit snabbare. Under antagandet att effekten av förändringar i balansräkningen är proportionell mot förändringen uttryckt i procentenheter av BNP är alltså åtstramningen i Sverige ungefär i linje med den amerikanska, men mindre än den i euroområdet.

**Figur 4.8 Centralbankers balansomslutning i förhållande till BNP**

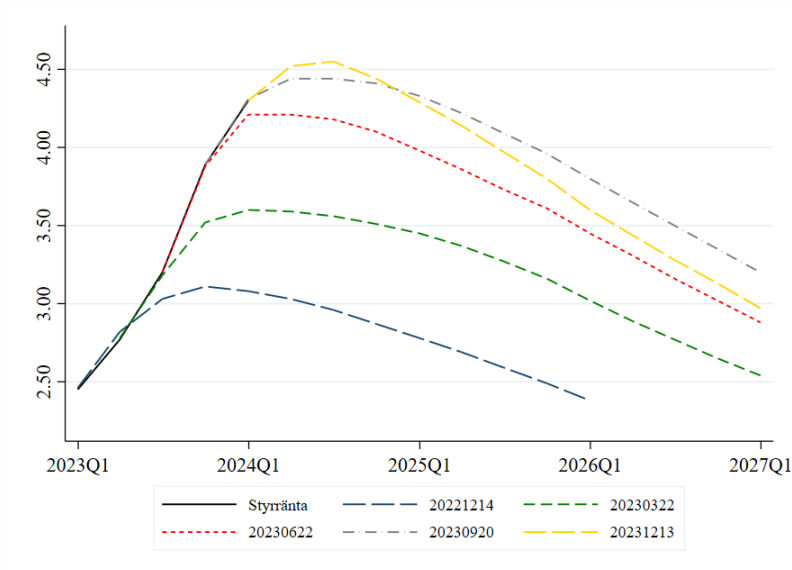
Anm.: Riksbankens och andra centralbankers balansomslutning i förhållande till BNP. Procent. Bank of England har ännu inte redovisat värden för 2023.

Källa: Riksbanken.

Slutligen jämför vi Riksbankens räntebanor med Federal Reserve Banks dot plots och Norges Banks räntebanor. Feds dot plots visas i figur 4.9 för fem olika tidpunkter mellan december 2022 och december 2023. Vid samtliga tillfällen har banorna en lutning nedåt. Norges Banks räntebanor visas i figur 4.10. De har en tydlig puckel där styrräntan når sitt maximum redan under 2023 för de tidigaste banorna och för den sista banan under tredje kvartalet 2024.

**Figur 4.9 Federal Reserve Banks ”dot plots” 2022–2023**

Anm.: Federal Reserve Banks dot plots, presenterat som medianen bland ledamöterna i FOMC, vid fem olika tidpunkter. Ledamöternas syn på den långsiktiga styrräntan har exkluderats. Procent.  
Källa: Federal Reserve Bank (Summary of Economic Projections).

**Figur 4.10 Norges Banks styrräntebanor 2022–2023**

Anm.: Norges Banks publicerade styrräntebanor vid fem rapporttillfällen. Procent.  
Källa: Norges Bank (Monetary Policy Reports).

## 4.4 Riksbankens övriga kommunikation

Riksbankens kommunikation är mycket viktig. Genom att förklara penningpolitiska (eller andra) beslut på ett tydligt sätt och redogöra för de troliga effekterna på ett korrekt sätt främjas Riksbankens trovärdighet. Utöver kommunikationen om räntebanorna, som vi redogjorde för redan i avsnitt 4.2, menar vi att kommunikationen om kronans fundamentala värde och åtgärderna för att minska växelkursrisken på valutaserven förtjänar en diskussion.

Den 21 september, samma dag som det penningpolitiska beskedet, meddelade Riksbanken att man ”valutasäkrar” 8 miljarder US-dollar och 2 miljarder euro, vilket motsvarar cirka en fjärdedel av valutaserven.<sup>20</sup> Beslutet nämndes vid presskonferensen, men syftet angavs inte vara penningpolitiskt. Dock innebär åtgärden att Riksbanken säljer utländsk valuta och köper kronor. Beslutet motiverades med att man vill minska exponeringen mot växelkursrisk. Det innebär också, de facto, att tidigare vinster av en försvagad krona låses in. Valutasäkringen skulle ske under 4–6 månader. Beslutet fick bokföringsmässiga konsekvenser såtillvida att realiserade kapitalvinster i valutaserven kunde överföras från värderingskonton till årets resultat. Köp av kronor ligger i linje med Riksbankens önskan att kronan stärks. Vid flera tillfällen har Riksbanken påpekat att den uppfattar kronan som omotiverat svag och prognostiserat en höjning på sikt (se den penningpolitiska fördjupningen i den penningpolitiska rapporten från september 2023). Figur 3.4 visar att kronan stärktes gentemot dollarn, euron, pundet och den norska kronan efter beslutet, närmare bestämt under oktober–december, men försvagades senare igen. Det är svårt att avgöra exakt i vilken mån Riksbankens besked och handel på valutamarknaden påverkade marknaden, men det är sannolikt att de bidrog till en höjd kronkurs, åtminstone tillfälligt.

<sup>20</sup> Den 29 juni flaggade Riksbanken för att denna åtgärd skulle kunna bli aktuell. Se pm:et Hantering av riskerna i valutaserven (dnr 2023-00863) och tillhörande pressmeddelande.



## 5 Utvärdering

Vi börjar med att studera måluppfyllelsen, dvs. vad som hänt med inflationen och inflationsförväntningarna under året, och därefter diskuterar vi huruvida vi bedömer de penningpolitiska besluten som ändamålsenliga. Vi berör sedan andra aspekter av Riksbankens beslut och kommunikation och avslutar med att kommentera exempel på kritik mot Riksbankens beslut som förekommit under året.

### 5.1 Måluppfyllelse

Har Riksbanken uppnått målet om prisstabilitet? Vi diskuterar först vad som hände med inflationen under året och sedan den långsiktiga förankringen av inflationen.

Som vi konstaterat ovan låg inflationen under hela året över det långsiktiga målet, men den har samtidigt också kontinuerligt fallit markant. Ökningstakten för KPIF över det senaste året var 10,2 procent i december 2022, medan den var nere på 2,3 procent i december 2023. Att inflationen föll med nästan 8 procentenheter och i slutet på året var mycket nära målet måste ses som ett tillfredsställande utfall – den höga inflationen tycks inte ha bitit sig fast. En viktig orsak till att inflationen föll är, som vi konstaterat ovan, att ett antal inflationsdrivande chocker (energipriser m.m.) klingade av. Dessa ligger mestadels utanför Riksbankens kontroll, men vi bedömer att den åtstramande politik som fördes och den kommunikation som genomfördes i samband med de penningpolitiska besluten totalt sett bidrog väsentligt till den positiva utvecklingen. Lönerörelsen präglades av återhållsamhet och påverkades tydligt av Riksbankens politik för att få ned inflationen. Framför allt bygger de löneavtal som ingicks på att Riksbanken kommer att lyckas med att nå det långsiktiga inflationsmålet. Den direkta åtstramningen av efterfrågan orsakad av de höga räntorna gjorde det svårt för företag och andra prissättare att fortsätta höja sina priser. Dessa mekanismer fungerade sammantaget som önskat, och de ligger helt i linje med hur en kraftig inflationschock bör hanteras av en centralbank.

Man kan invända att en ännu högre styrränta sannolikt skulle ha lett till ett ännu snabbare fall i inflationen. Mer specifikt kan man föreställa sig att räntan kunde ha höjts kraftigare och tidigare. Dock är det problematiskt för marknadens aktörer och för ekonomin som helhet med tvära kast i räntan – kraftiga, plötsliga höjningar bör undvikas. I förra årets utvärdering av penningpolitiken argumenterade man att höjningarna kom med för stor fördröjning under 2022. I linje med denna bedömning vill vi också påpeka att snabbare reaktioner under 2022 hade varit till hjälp under 2023; årets höjningar måste därför delvis ses i ljuset av de ytterligare höjningar som fortfarande behövdes i slutet av 2022, och som Riksbanken då insåg krävdes (och planerade för). Under 2023 höjdes räntan successivt, och även mer än vad som planerats i slutet av 2022. En tolkning av detta är att inflationshotet underskattades även i slutet av 2022, dvs.

inte bara tidigare under året. Under 2023 däremot bedrevs penningpolitiken snarare, som vi strax återkommer till, med en stor känslighet för signaler om hög eller ihållande inflation. Vi vill slutligen, i diskussionen om årets inflation, påminna om att styrränteändringarna under 2023 sannolikt inte var så betydande för just inflationsutfallet under året. Som vi diskuterat i avsnitt 2 finns normalt en fördröjning i denna mekanism på ett till två år.

En utvärdering av penningpolitiken för 2023 kan emellertid inte stanna vid att konstatera att inflationen fortsatte att ligga över målet större delen av året, eller för den delen att den vid slutet av året hamnade rätt. Riksbankens viktigaste uppgift, särskilt i tider som dem vi gått igenom, är ju snarare att slå vakt om det övergripande förtroendet för inflationsmålet. Vi diskuterar nu hurvida detta mål har uppnåtts, med hänsyn tagen till de realekonomiska konsekvenser som kan ha varit ett resultat av politiken.

Vi påminner först om argumentationen kring värdet av förankrade inflationsmål i avsnitt 2.3. Historien har lärt oss att utan en tillräckligt åtstramande politik och förväntningar om en sådan kan inflationen bita sig fast i ekonomin långt efter det att prischocker försvunnit. Det blir därför centralt att merparten av aktörerna i ekonomin har en bild av den framtida inflationsutvecklingen som sammanfaller med det långsiktiga inflationsmålet. Inflationsförväntningar som förlorar sin förankring har lite av anden i flaskan i sig – när den väl är ute är det svårt att få in den igen. Förankringsmetaforen är liknande. När man ligger för ankar med en båt i hårt väder är det lätt att inse när ankaret lossnat, men då är det svårt att hantera situationen. Så länge ankaret håller är det däremot svårt att avgöra hur mycket mer det tål innan det släpper. Att vänta med räntehöjningar är att likna vid att vänta med att lägga ut mer ankar: Det är en chansning och, menar vi, därför ofullständigt ansvarstagande för en centralbank, åtminstone om räntehöjningarna och kommunikationen om dem inte bedöms som mycket skadliga för ekonomin.

Sammanfattningsvis pekar det mesta nu på att marknadens långsiktiga inflationsförväntningar ligger på målet. På fem års sikt (figur 3.1 ovan) är detta tydligt fallet, men även på två års sikt föll marknadens förväntningar under 2023 successivt och är nära 2 procent. Riksbankens penningpolitik, i kombination med en liknande politik i vår omvärld, har enligt vår uppfattning varit avgörande för detta. Hur påverkar denna syn vår utvärdering av penningpolitiken just under 2023? Vi, och de allra flesta andra bedömare, menar att den höga inflation vi sett i Sverige under de senaste dryga två åren inte startade på grund av för högt efterfrågetryck i Sverige. I stället var orsaken olika utbudsstörningar som högre energipriser och uppgång i andra världsmarknadspriser. I makroekonomiska modeller med långsiktiga inflationsförväntningar som är förankrade vid målet kommer sådana inflationsimpulser inte att varaktigt driva upp inflationen så länge centralbanken följer sitt vanliga reaktionsmönster.<sup>21</sup> Detta är nog också en bra beskrivning av verkligheten,

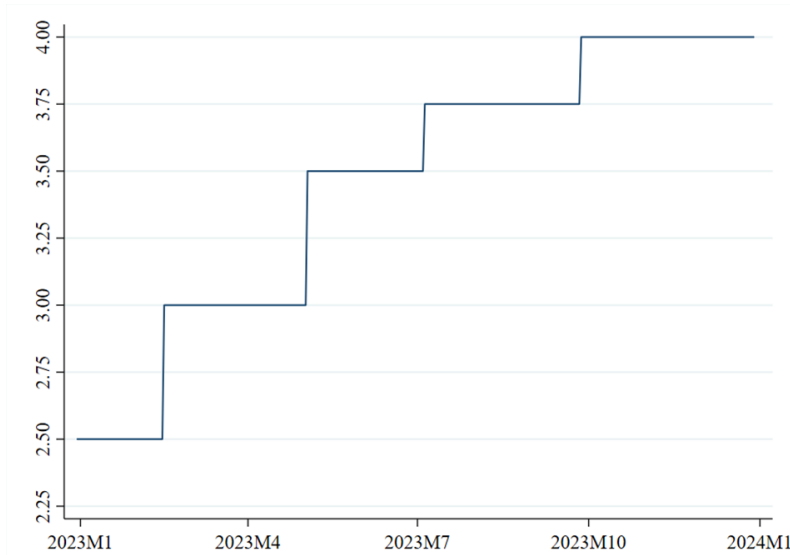
<sup>21</sup> Detta ”vanliga reaktionsmönster” brukar beskrivas i en s.k. Taylor-regel där räntan bestäms som en ökande funktion av räntan och BNP-gapet. För att ekonomin ska vara stabil måste centralbanken reagera tillräckligt kraftigt på inflationschocker, enligt teorin.

även för den extrema period vi gått igenom. Givet att inflationsförväntningarna är förankrade hade det inte varit nödvändigt att höja räntan så mycket att ekonomin drivs in i en lågkonjunktur med ökande arbetslöshet och negativa BNP-gap. När utbudstörningarna klingat av hade inflationen efter en tid återgått till målet, inte direkt men i en acceptabel takt. Problemet med denna analys är dock att den är partiell: Den förutsätter att de långsiktiga inflationsförväntningarna är förankrade. Om förankringen hade lossnat, hade återgången till målet inte skett. Höga räntor, och kommunikation som indikerade ett fortsatt högt ränteläge, minskade rimligen risken för att inflationsförväntningarna skulle tappa sin förankring. Detta ger ett starkt och välgrundat motiv för en mer åtstramande penningpolitik, även om den också medför icke negligerbara realekonomiska kostnader. Men just när syftet är detta ger modellerna liten vägledning om exakt hur mycket ytterligare åtstramning som krävs.

Inflationsförväntningarna har som vi konstaterat inte tappat förankringen till inflationsmålet, men vi vill också påpeka att de svenska räntehöjningarnas kvantitativa bidrag till detta, och huruvida syftet hade kunnat uppnås med mindre räntehöjningar, är frågor som inte går att svara på med någon exakthet. Existerande nationalekonomiska modeller är inte, åtminstone inte ännu, lämpade att ge sådana svar. Ännu svårare är det förstås för Riksbanken att i realtid ha svar på vad som krävs. Vår bedömning är dock att Riksbanken på ett avgörande sätt under 2023 bidrog till att inflationsförväntningarna inte tappade sin förankring. Vi diskuterar deras olika specifika beslut i nästa avsnitt.

## 5.2 Har politiken varit väl avvägd?

Under 2023 höjdes styrräntan, Riksbankens huvudsakliga instrument i penningpolitiken, från 2,5 till 4 procent i fyra steg som visas i figur 5.1. Vi har betonat vikten av att värna det långsiktiga inflationsmålet ovan och dragit slutsatsen att den politiken sammantaget varit framgångsrik. Kan man också hävda att de enskilda räntebesluten varit välavvägda? Detta är långt ifrån uppenbart vid en första anblick. Under året föll inflationen undan för undan och konjunkturen försämrades gradvis. BNP-tillväxten sjönk till noll och arbetslösheten blev kvar kring 8 procent med en viss, om än marginell, ökning. Ett första intryck är då att räntebesluten verkar bakvända: Ju svagare konjunkturen är och ju lägre inflationen är, desto lägre bör ju styrräntan vara, åtminstone enligt gängse teori och resonemangen i avsnitt 2. Mer konkret används en hög ränta för att dämpa efterfrågan, vilket påverkar realekonomin negativt och sänker inflationen. Resonemanget skulle alltså kräva högre räntor initialt och lägre räntor allteftersom konjunkturen försvagades. Varför fattade då Riksbanken dessa till synes bakvända beslut?

**Figur 5.1 Styrräntan under 2023**

Anm.: Riksbankens styrränta under 2023. Dagsdata. Procent.  
Källa: Riksbanken.

Det hade möjligen varit rimligt att höja styrräntan snabbare än som skedde. Dessutom fanns det ett uppdämt behov av inflationsbekämpning eftersom 2022 års räntor började höjas lite sent. Men vi har samtidigt pekat på det önskvärda i att göra stegvisa styrränteförändringar, medan man indikerar att stegen kommer att fortsätta i en viss riktning. Vi anser därför att höjningarna i början av 2023 går att försvara på dessa grunder. Emellertid ser vi också att räntorna som bestämts senare under året blivit högre än planerat. Även om räntebanorna tidigt indikerade ytterligare höjningar framöver (se figur 4.4 ovan), vilket bidrog till större åtstramning än vad den aktuella styrräntan i sig kunde åstadkomma, höjdes räntan sedan successivt mer än väntat – mer än Riksbanken själv aviserat – och detta gällde även den kommunicerade räntebanan, vilken undan för undan lyftes upp. Finns det argument för dessa ytterligare höjningar? Kunde man t.ex. ha avstått från den sista räntehöjningen till 4,0 procent och eventuellt redan under slutet av 2023 indikerat nära förestående räntesänkningar? I medierna framförde flera debattörer att det borde ha gjorts. Argumentet var att inflationsutfallen under de senaste månaderna varit i linje med inflationsmålet och att ekonomin var svag.

För att resonera kring detta påstående illustrerar vi i figur 5.2 hur inflationen enligt KPIF och KPIF-XE under de tre, sex och tolv senaste månaderna utvecklats under 2021–2023. Siffrorna är omräknade i årstakt och visar alltså vid varje tidpunkt ”hur inflationen utvecklats på sistone”. Figuren visar att inflationen i mars 2023, mätt som KPIF under de senaste tre månaderna, bara var 0,6 procent. I september var den 0,4 procent. Samtidigt visar den röda streckade linjen i den övre panelen i figur 5.2 att genomsnittet för de tre senaste månaderna är så volatilt att det ger en dålig vägledning för den underliggande

trenden. Mellan mars och september var tremånadersgenomsnittet alla över 2 procent. I december 2023 var tremånadersgenomsnittet återigen klart över inflationsmålet (3,3 procent). Det bakåtblickande genomsnittet under sex månader nådde inflationsmålet först i december 2023. I den undre panelen av figur 5.2 ser vi att den underliggande inflationen, KPIF-XE, visar en något annorlunda utveckling där 2 procent för tremånadersgenomsnittet nåddes först i oktober och sexmånaderssnittet i november.

Vi tolkar Riksbankens beslut, utifrån den kommunikation som framförts, som ett resultat av en förhållandevis stark oro för en ihållande inflation baserat på en oväntat stark inhemsk efterfrågan. De detaljerade prisökningssiffror som vi redovisat i figur 4.2 och 4.3 visar att många underliggande prisökningar hållit i sig, med speciell eftersläpning framför allt inom tjänstesektorn, och dessa indikatorer verkar ha gjort oron mer påtaglig. Den sammanlagda bilden är alltså att Riksbanken 2023 varit mycket känslig för indikationer på en ihållande inflation och använt styrränteökningar och en kommunicerad räntebana som motvikt. Vi menar att Riksbanken hade rätt i denna inställning. ”Kriget mot inflationen” kunde definitivt inte anses som vunnet redan under sommaren eller hösten 2023 utifrån de skakiga signaler som kom in. Det hade möjligen varit acceptabelt att avstå från den sista räntehöjningen och låta styrräntan ligga kvar på 3,75 procent i stället för att höja till 4,0 procent. Vi menar dock att detta hade gett en liten vinst i form av ökad ekonomisk aktivitet men samtidigt på marginalen ökat risken för att inflationen skulle bita sig fast. Det är också sannolikt att en något snabbare höjning av styrräntan under våren hade gjort det mer rimligt att inte gå hela vägen till 4 procent. Men inte ens i efterhand går det att med någon säkerhet avgöra huruvida detta hade lett till ett bättre utfall. Därför är vår bedömning är att det inte finns anledning att kritisera Riksbankens beslut. Det faktum att det är svårt att med exakthet avgöra vad som är den riktiga bedömningen betyder dock att vi sannolikt inte heller hade kritiserat Riksbanken om den sista räntehöjningen inte hade genomförts.

**Figur 5.2 Inflationen i årstakt över de senaste tre, sex och tolv månaderna enligt KPIF (överst) och KPIF-XE (underst) 2020–2023**



Anm.: Inflationutvecklingen det senaste året (blå heldragen linje), de senaste sex månaderna (grön streckad linje) och de senaste tre månaderna (röd streckad linje). Omräknad till årstakt. Procent.

Källa: SCB och egna beräkningar.

## Inflationsprognoserna

Vi kommenterar också kort de inflationsprognoser som getts, speciellt eftersom det i förra årets rapport framfördes kritik mot de prognoser som då presenterades. I avsnitt 4.1 ovan konstateras att prognoserna såg bra ut under året jämfört med utfall. En möjlighet är att Riksbanken justerade sin syn på inflationsdynamiken och därmed fångade denna bättre under 2023 än under 2022. En annan möjlighet är dock att de inte gjorde detta, men att data under 2023 betedde sig gynnsammare. Under 2023 såg nämligen alla prognoser ut som under 2022, dvs. den förutspådda banan var helt enkelt en sjunkande inflation fr.o.m. prognostillfället, vilket var fel 2022 men rätt 2023. Det är svårt att avgöra vilken av dessa tolkningar som är korrekt. Vi skulle framför allt önska att Riksbanken förklarade hur prognoserna (såväl för inflation som för ränta) är framtagna. Många olika prognosmodeller finns att tillgå: Vilka används eller tillmäts högst vikt? I vilken utsträckning görs ”handpåläggning”? Handpåläggning kan förstås vara motiverat i många fall, speciellt under historiskt ovanliga episoder. En mer transparent redogörelse vore värdefull.

Förra årets rapport efterlyste betingade prognoser, eller alternativa scenarier. Vi noterar att alternativa scenarier förekommer i samtliga penningpolitiska rapporter fr.o.m. april 2023. De har alltså fått en mycket mer framträdande roll, vilket är positivt. Flodén (2024) menar att scenarierna i november 2023 var värdefulla i kommunikationen men poängterar också att menings-

fulla scenarier kräver ett arbetssätt där direktionen tidigt engagerar sig i processen. Vi diskuterar nu räntebanorna under 2023 som är en central del av en sådan scenarioanalys.

## Räntebanorna

Under 2023 låg Riksbankens räntebanor långt ifrån marknadens förväntningar och bedömdes alltså ha låg trovärdighet. Den största avvikelserna var att Riksbanken signalerade högre räntor under längre tid än marknaden såg som rimligt. Riksbankens direktion behöver analysera avvikelserna mellan den publicerade räntebanan och de marknadsbaserade förväntningarna för att bedöma vad som ligger bakom dem. Som vi diskuterat kan sådana avvikelser i princip bero såväl på skillnader i bedömningen av den makroekonomiska utvecklingen som på skillnader i bedömningen av Riksbankens handlingsmönster, alltså vilken penningpolitik en given makroekonomisk utveckling leder till.

Vår läsning av hur Riksbanken och marknaden bedömer det framtida konjunkturläget är att bedömningarna är ganska lika. Speciellt delar man bedömningen att inflationsutvecklingen kommer att bli gynnsam. Givet detta verkar marknaden alltså inte tro på att Riksbanken kommer att hålla kvar räntorna så högt – för att det inte kommer att behövas. Slutsatsen blir att glappet mellan Riksbankens räntebana och den räntebana som marknaden förväntar sig beror på att marknaden inte riktigt tror på Riksbankens handlingsmönster såsom det kommer till uttryck i räntebanorna. Detta kan ses som ett potentiellt trovärdighetsproblem, men under förutsättning att inflationen snart kommer att nå målet är problemet inte akut. Denna bedömning styrks av att inflationsförväntningarna förefaller vara förankrade vid målet. Ett betydande problem skulle dock kunna uppstå i en situation där Riksbanken bedömer marknadsförväntningarna som ogynnsamma och vill påverka dem. Särskilt i en situation där inflationen återigen tar fart och inflationsförväntningarna stiger är det helt avgörande att marknadsaktörerna tror att Riksbanken kommer att göra det som den säger att den ska göra.

Om räntebanorna alltför ofta uppfattas som osannolika, trots en delad syn på konjunkturutvecklingen, finns det en viss risk att Riksbanken skulle ha svårt att påverka förväntningarna genom justeringar i räntebanan. Med andra ord: Om banan hittills har tillmätts liten betydelse, hur ska den då snabbt kunna få större vikt i förväntningsbildningen? Denna risk ska dock inte överdrivas. Det är möjligt att marknadsaktörerna sätter låg tilltro till räntebanan för att den inte förefaller konsistent med den makroekonomiska utvecklingen och vad som är en normal och rimlig räntesättning med tanke på denna utveckling. I ett läge där den makroekonomiska utvecklingen motiverar en kraftigt åtstramande eller stimulerande räntebana skulle det förmodligen vara lättare för Riksbanken att skapa trovärdighet för en sådan. Även om räntebanan under en normal penningpolitisk cykel spelar liten roll menar vi att det är värdefullt att ha etablerat

trovärdighet kring räntebanan inför situationer som kräver en kraftfull penningpolitik.

En övergripande fråga är om Riksbankens räntebanor faktiskt sammanfaller med Riksbankens prognoser eller om de signalerar något annat, såsom vad Riksbanken är beredd att göra under specifika scenarier.<sup>22</sup> Om banorna är prognoser, hur görs då dessa prognoser? Som med inflationsprognoserna efterfrågar vi större transparens. Om banorna inte är prognoser, vad är de då? Detta är frågeställningar som Flodén (2024) diskuterar. Han menar att räntebanan kan underlätta ett intelligent samtal om penningpolitiken.

Vi ser i dag tecken på att Riksbanken är i en pågående process där man omprövar räntebanans roll och sättet att kommunicera om den, vilket inte minst är tydligt i den penningpolitiska rapporten från mars 2024. Vi avstår från att kommentera specifika förändringar under 2024, men vår allmänna bedömning är att det vore klokt att fortsätta publicera en lång räntebana och att denna borde spegla direktionens förväntningar om den framtida styrräntan. Det vore också lämpligt att i möjligaste mån tydliggöra på vilket sätt dessa förväntningar baseras på ekonomins förväntade utveckling och Riksbankens reaktion på denna.

### **Kronkursen och kommunikationen om besluten om valutareservens kursrisk**

Som vi beskrivit i avsnitt 4 fattade Riksbanken i anslutning till sitt penningpolitiska septembermöte ett beslut om valutareserven, dvs. att successivt minska kursrisken för en del av den. En förannonsering av denna typ av politik gjordes också i juni.<sup>23</sup> Dessa åtgärder innebar att Riksbanken sålde utländsk valuta. Denna anskaffades genom att Riksbanken samtidigt ingick avtal om att byta svenska kronor mot dollar och euro till fixerade kurser, ett s.k. swapavtal. I dessa ingår att bytet ska återgå vid en bestämd framtida tidpunkt. Eftersom den utländska valutan redan är såld måste vid den framtida tidpunkten utländsk valuta anskaffas på annat sätt, antingen genom att ett nytt swapavtal ingås eller genom att delar av valutareserven säljs. Dessa åtgärder gör att valutareservens värde i svenska kronor blir något mindre känsligt för variationer i valuta-

<sup>22</sup> I det penningpolitiska protokollet från juni finns följande argumentation av förste vice riksbankschef Anna Breman. Det illustrerar ett sätt att tänka kring räntebanan som penningpolitiskt verktyg: ”Det andra jag vill lyfta fram angående de penningpolitiska avvägningarna är att det är problematiskt att många hushåll och företag verkar vänta sig att styrräntan snart ska sänkas. Låt mig förklara varför. Vi vet att hushållens sparande var högt under pandemin. Det pandemi-relaterade sparatet kan ha använts för att upprätthålla konsumtion, och motverkat åtstramningen av penningpolitiken. Nu tyder data på att inflödet av nya pengar på sparkonto har minskat, men hushållens totala medel på sparkonto, är fortfarande mycket högt. Med stora buffertar blir förväntningarna på styrräntan viktiga. Exempelvis, om hushållen tror att åtstramningen är tillfällig och att styrräntan snart ska sänkas kan de välja att använda sparmedel för att jämna ut konsumtionen över tid. Efterfrågan stärks och inflationen riskerar att bita sig fast på hög nivå. I förlängningen kan det leda till att vi behöver göra ytterligare räntehöjningar. Paradoxalt nog kan förväntningar om räntesänkningar i närtid innebära att vi måste höja styrräntan mer, och hålla den hög under en längre tid, än vad vi annars hade behövt.”

<sup>23</sup> Riksbankschefen kommunicerade också detta mot slutet av presskonferensen som följde det penningpolitiska beslutet.



kurserna. Detta har kallats att ”valutasäkra” valutareserven, men det är ett uttryck som enligt vår mening inte är helt tillfredsställande. Visserligen minskar kursrisken genom dessa åtgärder, men de leder också till att en del av valutareserven binds upp för den händelse det blir svårt att rulla över swapavtalen när dessa löper ut. Om en kris skulle uppstå då svenska banker snabbt behöver utländsk valuta och Riksbanken också behöver betala tillbaka utländsk valuta är tillgången till utländsk valuta lägre.<sup>24</sup>

Åtgärderna som vidtogs innebär en lägre valutaexponering, dvs. från det bredare konsoliderade statsperspektivet en lägre valutarisk för staten, mätt i kronor, samt en realisering av de vinster som gjorts genom kronans successiva fall. I den mån valutareserven är just en reserv i meningen att den huvudsakligen är till för att användas i extraordinära situationer, är dock kortsiktiga värdefluktuationer av begränsad samhällsekonomisk betydelse. Vår mening här är, först och främst, att bakgrunden till beslutet kunde ha kommunicerats mycket tydligare. Om det var ett beslut som främst ansågs viktigt utifrån det konsoliderade statsperspektivet – att minska valutarisken i statens samlade portfölj – borde detta ha tydliggjorts. Samtidigt skulle detta då gå i motsatt riktning mot bankens tidigare beslut att göra valutareserven större. Är detta i så fall implicit en ändring i synen på vad som utgör en optimal storlek på valutareserven? Har man en valutareserv är man nämligen definitionsmässigt utsatt för kursrisken. Det kan dock tänkas att beslutet snarare ansågs relevant för bankens egen balansräkning eller resultat, alltså relevant utifrån ett snävare perspektiv. Tanken skulle här kunna vara att undvika en ytterligare försämring av det egna kapitalet.<sup>25</sup> Denna problematik – att Riksbanken ser sig begränsad av att ha en för svag balansräkning – diskuterar vi i avsnitt 6 nedan. Ett ytterligare alternativt motiv är att man delvis såg interventionen som en penningpolitisk åtgärd. Tanken skulle vara att åstadkomma en stärkning av kronans värde. Denna stärkning skulle potentiellt kunna åstadkommas med köpet av kronor tillsammans med den kommunikation som gjordes, och därigenom hjälpa i kampen mot inflationen.

Under året ändrades synen på hur stor del av valutakursförändringar som slår igenom på den inhemska prisnivån. Åtminstone nyligen verkar genomslaget ha varit stort, vilket skulle innebära en signifikant press nedåt på inflationen om kronan stärks. Det är oklart om vi ska kommentera Riksbankens beslut om valutasäkringen eftersom det är oklart i vilken mån – om någon – detta var penningpolitiskt motiverat. Dock vill vi starkt uppmana till en ökad tydlighet här. Om ett av motiven var penningpolitiskt borde det absolut ha ingått som

<sup>24</sup> Se Riksbanken (2023f) för en utförligare och mer teknisk diskussion, s. 8–9.

<sup>25</sup> Detta var IMF:s (2024) tolkning. De skriver: ”The Riksbank launched a program to hedge the FX risk in its balance sheet in late September 2023, following losses of about 1.4 percent of GDP in 2022 (mostly explained by valuation losses of its bond holdings, which have since been partly recovered). The operation synthetically shielded about a quarter of FX reserves from potential krona appreciation, and was completed in 4 months. The operational details were published with a two-week lag. The operation had no stated objective to impact the exchange rate. The krona appreciated some 4.5 percent against the USD, and 2 percent against the euro during the length of the program, while retaining its two-way flexibility. It is crucial to maintain the shock absorbing role of the exchange rate, absent disorderly market conditions, and thereby repeated use of the strategy should be avoided.”

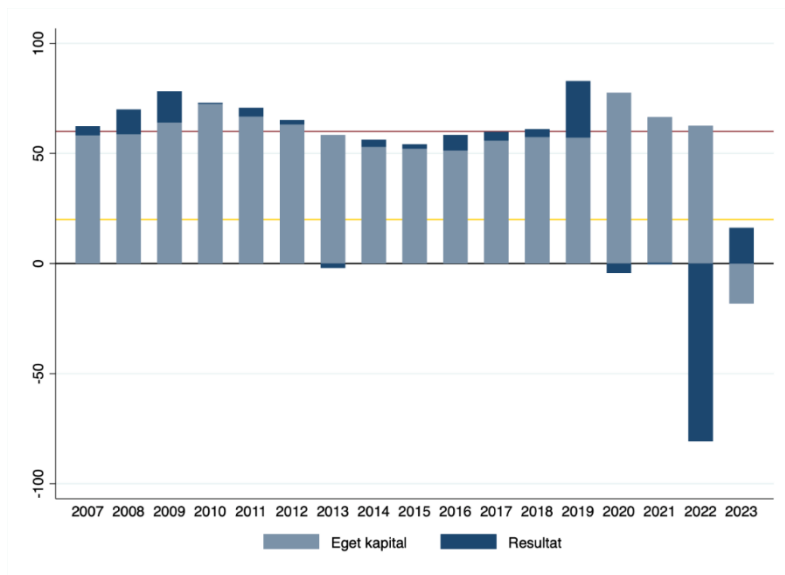
en punkt på direktionens penningpolitiska möte. Att bedriva penningpolitik genom ingrepp på valutamarknaden vid sidan av de reguljära åtgärderna, och vid sidan av de penningpolitiska mötena, vore nämligen ett markant avsteg från hur penningpolitiken bedrivits historiskt och problematiskt ur perspektivet transparens.

En annan aspekt av Riksbankens kommunikation är att man i olika sammanhang gjort tydligt att man ansett kronan undervärderad. Det är också oklart vad syftet varit med dessa signaler. Argumentationen bakom synen på kronan finns i en fördjupande analys som Riksbanken publicerade i den penningpolitiska rapporten i september 2023. Vi vill inom parentes nämna att denna analys inte var helt övertygande, i korthet framför allt för att valutakurser är mycket svåra att prognostisera och att man i sin analys ger intryck av att man tvärtom vet vart valutakurserna är på väg. Liknande tankegångar återfinns i ett remissvar om Riksgäldens hantering av statsskulden.<sup>26</sup>

### 5.3 Återställning av Riksbankens eget kapital

Riksbankens eget kapital blev negativt i slutet av 2023 – det egna kapitalet innan resultatdisposition var minus 18 miljarder kronor och årets resultat var 16 miljarder kronor (se figur 5.3). Olika centralbanker behandlar denna typ av situation olika (se Long och Fisher, 2024, för en internationell översikt). Enligt riksbankslagen krävs därför en framställning till riksdagen om tillskjutande av eget kapital, vilket Riksbanken gjorde i april 2024 (Riksbanken, 2024b). Förslaget är att det egna kapitalet återställs till målnivån, vilket innebär ett kapitaltillskott på ca 43 miljarder kronor. Huruvida det faktum att Riksbanken behöver ”be om pengar” påverkar dess självständighet är en viktig fråga, men den är svår för oss att bedöma. Helt klart är att en internttransaktion inom staten inte har någon betydelse för statens sammanlagda balansräkning, men statsskulden ökar, vilket inte är betydelselöst. Också transfereringar mellan statens olika institutioner kan ha betydelse, särskilt i kristider om statens låneutrymme är begränsat. Vår uppgift här är inte att utvärdera riksbankslagen – och huruvida den ställer Riksbanken i för mycket av en beroendefunktion – utan vi nöjer oss med att konstatera att beroendet, i den mån det upplevs så, kan innebära en oönskad begränsning av handlingsutrymmet. Vi tar kort upp frågan nedan i avsnitt 6.

<sup>26</sup> Remissvar om Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2024–2027 (dnr 2023-01072).

**Figur 5.3 Riksbankens eget kapital samt resultat 2007–2023**

Anm.: Den röda linjen indikerar målnivån för det egna kapitalet enligt riksbankslagen om 60 miljarder. Den gula linjen indikerar miniminivån om 20 miljarder. Miljarder kronor. Nivåerna är indikativa eftersom de skrivs upp vartefter. Observationer från den 31 december varje år. Årsdata.  
Källa: Riksbanken.

## 5.4 Vanlig kritik mot Riksbanken

Vi önskar kort kommentera vanligt förekommande kritik mot Riksbanken. De flesta av dessa kommentarer är direkt härledda från vår diskussion tidigare i rapporten.

### 1. Den sista höjningen av styrräntan till 4 procent var onödig och är orsaken till lågkonjunkturen.

Vi instämmer inte i detta. I september 2023 fanns det flera tecken som pekade mot att inflationen inte skulle bita sig fast i ekonomin. Det hade dock inte varit ansvarsfullt att förklara ”kriget mot inflationen” vunnet med den information som fanns tillgänglig. Det är heller inte ens i efterhand möjligt att avgöra om ett avstående från höjningen till 4 procent hade lett till en sammantaget mer gynnsam utveckling. Konjunkturutvecklingen hade varit något mer gynnsam, inflationen marginellt högre och risken för stigande inflationsförväntningar något högre. Den överslagsberäkning vi gjorde i avsnitt 2 indikerar att åtstramningseffekten av 0,25 procentenheters räntehöjning är högst begränsad. Den totala minskningen i efterfrågan är sannolikt högst 5 miljarder kronor, dvs. mindre än 0,1 procent av BNP.

### 2. Utbudsstörningar löser man inte med räntehöjningar.

Vi instämmer inte. Det är visserligen sant att negativa utbudsstörningar inte kan neutraliseras med räntehöjningar. Men oavsett orsak riskerar en period med hög inflation att leda till att förtroendet för inflationsmålet

eroderas. Det kan då bli mycket kostsamt att återupprätta detta förtroende. Det är därför tveklöst i linje med etablerad teori och beprövad erfarenhet att möta en utbudsstörning med räntehöjningar. Utbudsstimulerande finanspolitik kan minska den inflationsdrivande effekten av utbudsstörningar, men ligger utanför Riksbankens mandat och verktygslåda.

**3. Vad anser Riksbanken är en tillräcklig räntehöjning för att säkra förtroendet för inflationsmålet – har de egentligen någon aning?**

Riksbanken har olika modeller av ekonomin till sitt förfogande för att räkna på effekten av styrränteförändringar. Men alla dessa modeller förutsätter att inflationen är förankrad, dvs. att förtroendet för målet är hundra procentigt. För att däremot förstå hur mycket som krävs för att styra förtroendet tillbaka mot målet när det börjat svikta finns det inga modeller att luta sig mot i dag, åtminstone inte sådana som är kvantitativa och som det råder åtminstone viss konsensus kring. Vår tolkning av direktionens beslut under året är att man prövade sig fram genom att titta på marknadens förväntningar och var lyhörd för tecken på att inflationen skulle vända uppåt igen. Detta anser vi var en rimlig strategi under omständigheterna.

**4. Riksbanken hade kunnat undvika förlusten på sina värdepappersinnehav genom att hålla dem till dess de förfaller.**

Detta är inte korrekt. Riksbankens räntehöjning innebar att finansieringskostnaden för värdepapperen, dvs. räntan på affärsbankernas inlåning hos Riksbanken, ökade, samtidigt som ränteinkomsterna på värdepapperen inte ändrades. Det innebär att marknadsvärdet på obligationerna faller men även att räntenettet för Riksbanken, skillnaden mellan ränteinkomster och styrräntan, blir negativt. Om Riksbanken säljer obligationerna så realiseras kapitalförlusten. Den förlusten reflekterar skillnaden mellan ränteinkomster och den förväntade framtida styrräntan. En sådan realiserad kapitalförlust belastar årets resultat. Om Riksbanken i stället håller obligationerna till förfall kommer slutresultatet att bli det samma, i förväntan. Det negativa räntenettet belastar årets resultat. Om styrräntan faller tillbaka snabbare än förväntat uppstår en något mindre förlust av att hålla värdepapperen till förfall jämfört med att sälja dem innan förfall, men det motsatta gäller om styrräntan stiger oväntat mycket.<sup>27</sup>

**5. Kronan har förlorat i värde och detta är en förlust för Sverige: det urholkar vårt välstånd. Riksbanken borde ha försvarat kronan under året, antingen genom större räntehöjningar eller genom stödköp av valuta.**

Vi instämmer inte. Välståndet i Sverige bestäms i grunden av vår förmåga att producera varor och tjänster, inte av värdet på kronan. Vi har stor export och stor import, och kronfallet kan på kort sikt sänka importen och gynna exporten, men på lite längre sikt bestäms även dessa helt av reala faktorer. På kort sikt finns också fördelningseffekter, exempelvis drabbas hushåll

<sup>27</sup> Vi bortser i det här resonemanget från hur resultatet och bokfört eget kapital utvecklas fram till förfall. I bokföringen belastar realiserade förluster årets resultat (och eget kapital) men inte realiserade vinster, som i stället bokas på värde regleringskonton.

som spenderar en stor del av sin budget på importvaror (såsom utlandsresor) av en fallande krona. Oaktat detta är inte kronans värde ett mål i sig för Riksbanken – dess uppdrag handlar om att värna om prisstabiliteten. Att styra kronans värde kan i och för sig ses som en del av penningpolitiken, men Riksbanken har i många år valt att inte lägga stor vikt vid denna kanal, vilket vi också tycker är klokt.

**6. Riksbankens räntehöjningar drabbar hushållen, särskilt unga och skuldsatta, hårt.**

Vi instämmer. Det är sant att räntehöjningarna drabbar hushållens konsumtionsutrymme. Denna kassaflödeskanal är ett av de sätt på vilket penningpolitiken verkar. I ett internationellt perspektiv har en förhållandevis stor andel av svenska hushåll rörliga räntor. I andra länder, t.ex. USA, är det vanliga att ha räntor som är bundna under 30 år. Denna skillnad gör att hushållen i Sverige, särskilt de unga och skuldsatta, får bära en större börda i samband med inflationsbekämpning. Att åtgärda detta kan vara lovvärt men ligger utom Riksbankens mandat och verktygslåda.

## 6 Ytterligare frågeställningar om penningpolitiken

Det här avsnittet beskriver mycket kort ett par frågeställningar som sätter ramarna för penningpolitiken och därför skulle vara betjänta av framtida analys.

### 6.1 Riksbankens finansiella ställning

Vi tar nu upp ett återkommande tema i denna rapport: betydelsen av Riksbankens finansiella ställning. Den övergripande frågan är huruvida en ”svag” finansiell ställning, definierat som ett lågt (eller t.o.m. negativt) eget kapital, försvårar Riksbankens uppdrag. Riksbanken är underställd riksdagen och Riksbanken måste enligt lagen göra en framställning till riksdagen om tillskjutande av kapital när det egna kapitalet är för lågt. Detta krav finns alltså i Sverige men är ovanligt i ett internationellt perspektiv. Riksbankens egna intjäningsmöjligheter, genom utgivande av sedlar och mynt, är numera svaga. Detta faktum gör också Sverige ovanligt ur ett internationellt perspektiv. I de flesta andra länder används sedlar och mynt i mycket högre utsträckning, vilket gör sedelmängden till en mer relevant finansieringskälla, både för centralbanken och för staten som helhet.

Med den lag som finns har framställningen till riksdagen om tillskjutande av kapital blivit oundviklig. Gör detta penningpolitiken svårare att bedriva? Naggas det oberoende banken åtnjuter i kanten, och/eller leder det till penningpolitiska beslut som drabbar den konsoliderade staten och därigenom samhällets välbefinnande? Årets beslut om valutasäkringen av valutareserven är svårtolkat och kan tyda på att problematiken borde belysas ytterligare. Eventuella framtida beslut om kvantitativa lättnader (QE) kan också påverkas av att direktionen uppfattar den finansiella ställningen som svag, dvs. att det finns risk för ett behov av återkapitalisering. Vår roll här är inte att utvärdera de beslut om QE som fattats historiskt. Vår syn är att sådana beslut förvisso bör ta hänsyn till de potentiella förluster som kan uppkomma, men att det konsoliderade statsperspektivet bör anammas, inte Riksbankens eget. Om den konsoliderade staten gör förluster – vare sig det gäller valutainnehav eller innehav av svenska räntebärande papper (fallet QE) – är detta kostsamt för skattebetalarna. Förluster som drabbar Riksbanken men som motsvaras av vinster för den övriga delen av staten bör däremot inte tas hänsyn till, förutsatt att förmågan att bedriva penningpolitik i framtiden inte försvåras. Därför är det viktigt att försöka klargöra i vilken utsträckning det penningpolitiska manöverutrymmet påverkas av den finansiella ställningen.

Riksbankens egen intjäningsförmåga har som sagt försvagats över tid på grund av den kraftigt minskande användningen av sedlar och mynt i Sverige. Intäkter kan förstås uppstå som ett resultat av den finansiella portföljens sammansättning – på grund av att löptiden på dess tillgångar inte överensstämmer

med löptiden på dess skulder eller på grund av valutakursförändringar – men målet med tillgångsförvaltningen bör inte vara att stärka den egna finansiella ställningen. Centralbanker kan i princip också öka sin intjäning genom att införa kassakrav för bankerna, dvs. inte betala ränta på all inlåning. Sådana förändringar diskuteras internationellt.

Överlag är relationen mellan centralbankens finansiella och politiska oberoende komplex och några självklara svar på ovanstående frågor finns inte.<sup>28</sup>

## 6.2 Effekten av penningpolitiken på fördelningen av inkomst och förmögenhet

Under perioden med mycket låga räntor kom frågan om penningpolitikens fördelningspolitiska komponent mer i fokus än den tidigare gjort, och det utvecklades hypoteser om att penningpolitiken under denna period påverkade ojämlikheten i samhället genom delvis nya kanaler. I detta avsnitt tar vi upp några av dessa kanaler, då vi anser att de kan behöva belysas. Önskvärdheten i det ena eller det andra utfallet är dock en politisk fråga.

Ett av penningpolitikens traditionella mål är att, i möjligaste mån, stabilisera den reala ekonomin, dvs. att hålla resursutnyttjandet högt. Detta mål handlar inte enbart om samhällsekonomisk effektivitet utan har också en tydlig fördelningspolitisk komponent: Normalt yttrar sig lågt resursutnyttjande i form av arbetslöshet, vilket i sin tur också typiskt sett drabbar låglöneyrken hårdast.

Vad gäller de nya kanalerna ledde lågränteperioden som följde finanskrisen 2007–2008 till hypotesen att långa perioder med låga nominella räntor blåser upp tillgångspriser speciellt mycket och därigenom ökar förmögenhetsjämligheten: Förmögenheterna i samhället är från början långt mer skevt fördelad än förvärvsinkomsterna, och denna skevhet kan förstärkas ytterligare under lågränteperioder. Låga räntor kan också driva på framkomsten av nya finansiella tillgångar, t.ex. kryptovalutor, vars syften kan vara just att hitta nya sätt att förränta förmögenheter. Dyliga tillgångar kan också föra med sig kraftiga kursfluktuationer som kan ge upphov till ytterligare förmögenhetsspridning i samhället.

Vidare finns frågan hur QE (och QT) påverkar tillgångsvärdena. Om Riksbanken gör en förlust genom att köpa en obligation och senare sälja den när marknadsräntorna går upp gör motparten (eller en kombination av motparter) per definition en vinst. En förlust för staten innebär en kostnad, eftersom statens finansiering sker med hjälp av skatter som normalt snedvrider och orsakar effektivitetsförluster. Utöver detta kan vi också notera en omfördelning från staten, dvs. alla skattebetalare gemensamt, till de individer eller företag, svenska eller utländska, som vunnit på transaktionen.

Slutligen har höga bankvinster, när räntorna har lyfts och bankernas marginaler tycks ha ökat, nyligen gett ytterligare bränsle till en debatt om dessa

<sup>28</sup> Se t.ex. Hall och Reis (2015), Kjellberg och Vestin (2019) och Long och Fisher (2024) för vidare läsning.

frågor. Är det t.ex. så att ränteändringar, både uppåt och nedåt, systematiskt ger ökade vinster för banksektorn och kanske avspeglar ofullständig konkurrens, med resultatet att fördelningen av samhällets totala resurser påverkas?

Frågorna vi tar upp här är politiskt laddade. Poängen med att ställa dem är att svaren kan påverka hur vi tolkar och värderar penningpolitiken: Konsekvenserna av dessa insikter har bäring såväl på räntesättningen som på Riksbankens utgivning av digital valuta (vilken skulle konkurrera med eller påverka värdet av annan digital valuta). Frågorna har hittills bara åtnjutit en begränsad mängd forskning, men denna forskning är levande, om än möjligen svår att dra slutsatser av ännu.



## 7 Sammanfattning och avslutande kommentarer

I förra årets utvärdering av penningpolitiken 2022 framhölls en viss senfärdighet i att reagera på den snabbt ökande inflationen. Penningpolitiken under 2023 bedrevs däremot med en, som vi tolkar det, tydlig oro för att den höga infla skulle bita sig fast och hota förankringen vid det långsiktiga inflationsmålet. Styrräntan höjdes successivt under året, vilket kan tyckas märkligt eftersom realekonomin samtidigt försvagades och inflationen föll. Dessa höjningar bedömer vi dock sammantaget som omdömesgill penningpolitik av två skäl. För det första planerade man redan i slutet av 2022 för fortsatta successiva höjningar, och då krävdes en fortsättning av de successiva höjningarna eftersom man generellt vill undvika stora drastiska höjningar. För det andra var tillbakagången i inflationen inte lika tydlig i realtid som den nu ser ut i efterhand, och framför allt upplevdes den inhemska efterfrågan och inflationen inom tjänstesektorn som oroväckande ihållande. Riksbanken överskred därför vid ett par tillfällen till och med de banor av framtida höjningar som hade kommunicerats. Marknaden fortsatte under året att tro på en inflation kring 2 procent på några års sikt, och Riksbankens penningpolitik lyckades i det avseendet med sin huvuduppgift.

Med facit i hand skulle man kunna beskriva Riksbankens oro för inflationen under 2023 som för stor. Inflationsförväntningarna låg ju kvar till synes stabilt kring det långsiktiga målet, så sannolikt hade t.ex. den sista styrräntehöjningen på 0,25 procent inte behövts. Kanske är så fallet, men vi anser att bedömningen Riksbanken gjorde ändå var rimlig. När det gäller att förstå hur stora räntehöjningar som behövs just för att behålla trovärdigheten när det gäller inflationsförankringen menar vi att det inte finns några enkla tumregler att följa eller kvantitativa modeller att luta sig mot. De hjälpmedel som finns är i stället byggda för ”normala tider” när förankringen inte är ifrågasatt. Historiskt sett var 2022 ett extremt år, ett år då inflationen sköt upp oväntat snabbt och högt. År 2023 ska ses som en fortsättning av denna ovanliga episod, och det var länge oklart om inflationen skulle falla tillbaka igen. En något annorlunda penningpolitik krävdes därför under 2023 än tidigare, med mindre tonvikt på tumregler och modeller och i stället en stor lyhörddhet för inflationsförväntningarna i ekonomin.

Vi bedömer att Riksbankens kommunikation varit god, med ett par undantag. Ett sådant undantag är räntebanorna, där vi ser ett gap mellan marknadens förväntningar och Riksbankens egen bana som behöver förklaras i större detalj. Riksbanken borde tydligare ha kommunicerat i vad mån räntebanan är en prognos (och vad denna prognos i så fall bygger på) och i vad mån den mer handlar om att signalera åtstramningar om inflationen tar fart igen. Det vore även klokt att mer allmänt tydliggöra hur prognoser (för räntor, konjunktur och inflation) tas fram.

Vi ser ytterligare ett problem i kommunikationen om åtgärderna för att minska valutaansettens kursrisk i september. Vi har valt att inte utvärdera dessa beslut i sig eftersom det, med den information vi har, inte är en uppenbar del av penningpolitiken. Vi har dock svårt att bilda oss en klar uppfattning om huruvida detta beslut helt eller delvis var en penningpolitisk åtgärd. Om så var fallet borde det ha behandlats på det penningpolitiska mötet. Om beslutet inte alls hade penningpolitiska motiv borde mer ha kunnat göras för att tydliggöra detta. En möjlighet är att valutasäkringen bokföringsmässigt förbättrade Riksbankens finansiella ställning och att motivet därmed skulle kunna vara en upplevd ökad självständighet.

Det har sammantaget varit ett händelserikt år med ett gott slutresultat utifrån ett penningpolitiskt perspektiv.

## Referenser

- Amberg, N., Jansson, T., Klein, M. och Rogantini Picco, A. (2022), "Five Facts about the Distributional Income Effects of Monetary Policy Shocks", *American Economic Review: Insights*, 4(3): 289–304, September.
- Blix Grimaldi, M., Crosta, A. och Zhang D. (2021), "The Liquidity of the Government Bond Market – What Impact Does Quantitative Easing Have? Evidence from Sweden", *Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 402*.
- Bylund, E., Iversen, J. och Vredin, A. (2023) "Monetary policy in Sweden after the end of Bretton Woods", *Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 429*.
- Calmfors, L. (2023) "Riksbanken förlorar miljarder – på grund av sina egna räntehöjningar", *Dagens Nyheter*, 2023-06-21, <https://www.dn.se/ledare/lars-calmfors-riksbanken-forlorar-miljarder-pa-grund-av-sina-egna-rantehojningar/>.
- Claussen, C. A. (2017) "Central Bank of Chile's Monetary policy decision-making process, communication and transparency – Review and recommendations".
- Cranston, M. (2023) "Shifting inflation target a slippery slope: Summers", *Financial Review*, March 8, <https://www.afr.com/world/north-america/shifting-inflation-target-a-slippery-slope-summers-20230308-p5cq95>
- Flodén, M. (2024) "Att kommunicera om framtida penningpolitik – reflektioner efter elva år som ledamot i Riksbankens direktion", anförande hos Nordea den 17 april.
- Hall, R. och Reis, R. (2015) "Maintaining Central-Bank Financial Stability under New-Style Central Banking", *Hoover institution Economics Working Paper No. 15109*.
- Hassler, J, Krusell, P. och Seim, A. (2023), "Utvärdering av penningpolitiken 2022", *Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5*.
- IMF (2024) "Sweden", *Article IV Consultation, IMF Country Report No. 24/70*.
- Kjellberg, D. och Vestin, D. (2019) "The Riksbank's balance sheet and financial independence", *Sveriges Riksbank Economic Review 2019:2*, 5-41.
- Long, J. och Fisher, P. (2024), "Central bank profit distribution and recapitalisation", *Bank of England Staff Working Paper No. 1,069*. April.
- Riksbanken (2021), "Valutareservens finansiering – konsekvenser för Riksbankens balansräkning och finansiella risker", dnr 2021-00032.
- Riksbanken (2022a), *Penningpolitiskt protokoll, februari 2022*.
- Riksbanken (2022b), *Penningpolitiskt protokoll, april 2022*.
- Riksbanken (2022c), *Penningpolitiskt protokoll, juni 2022*.

- Riksbanken (2022d), Penningpolitiskt protokoll, september 2022.
- Riksbanken (2022e), Penningpolitiskt protokoll, november 2022.
- Riksbanken (2023a), Penningpolitiskt protokoll, februari 2023.
- Riksbanken (2023b), Penningpolitiskt protokoll, april 2023.
- Riksbanken (2023c), Penningpolitiskt protokoll, juni 2023.
- Riksbanken (2023d), Penningpolitiskt protokoll, september 2023.
- Riksbanken (2023e), Penningpolitiskt protokoll, november 2023.
- Riksbanken (2023f), ”Utredning om hur valutarisken kan minskas”, dnr 2023-00863.
- Riksbanken (2024a), ”Redogörelse för penningpolitiken 2023”.
- Riksbanken (2024b), ”Återställning av eget kapital”. Framställning till riksdagen 2023/24:RB4.
- Riksbankskommittén (2019), ”En ny riksbankslag”, SOU 2019:46.
- Riksgälden (2018), Statsupplåning – prognos och analys, 2018:2, Riksgäldskontoret.
- Svensson, L. E O (2015), ”Forward Guidance”, *International Journal of Central Banking*, 11 September 2015, Supplement 1, 19-64.

# Appendix

**Tabell A1 Penningpolitiska beslut 2023**

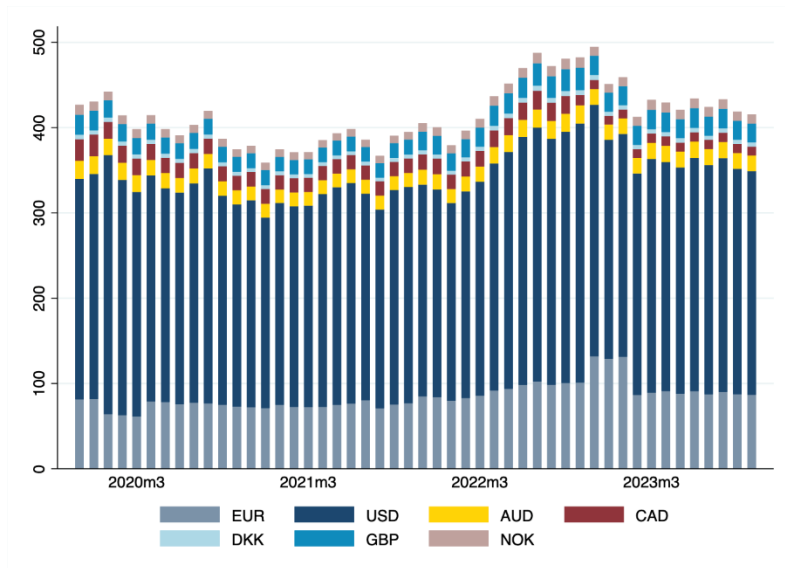
Mötesdatum	Styrränta		Motivering*
	Förändring	Ny nivå	
8 februari	+0,5	3,0	<i>Inflationen är alldeles för hög och har fortsatt att stiga. För att inflationen ska sjunka och stabiliseras vid målet inom rimlig tid har direktionen beslutat att höja Riksbankens styrränta med 0,5 procentenheter till 3,0 procent. Direktionen har också beslutat att Riksbanken från och med april ska sälja statsobligationer så att innehavet av värdepapper minskar i snabbare takt samt att erbjuda större volymer riksbanks-certifikat i de veckovisa penningpolitiska operationerna.</i>
25 april	+0,5	3,5	<i>För att inflationen ska falla och stabiliseras vid målet inom rimlig tid beslutade direktionen att höja Riksbankens styrränta med 0,5 procentenheter till 3,5 procent. Prognosen för styrräntan visar att den troligen kommer att höjas med ytterligare 0,25 procentenheter i juni eller september.</i>
28 juni	+0,25	3,75	<i>För att inflationen ska komma tillbaka till målet på 2 procent inom en rimlig tid beslutade direktionen att höja Riksbankens styrränta med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Prognosen för styrräntan är att den höjs minst en gång till i år. Direktionen beslutade också att öka takten i försäljningarna av statsobligationer från 3,5 till 5 miljarder kronor per månad från och med september i år.</i>
20 september	+0,25	4,0	<i>För att inflationen ska sjunka tillbaka och stabiliseras kring målet på 2 procent inom rimlig tid beslutade direktionen vid sitt penningpolitiska möte den 20 september att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 4 procent. Prognosen för styrräntan visar att den kan komma att höjas ytterligare.</i>
22 november	0	4,0	<i>Penningpolitiken har dämpat efterfrågan i svensk ekonomi och bidrar till att inflationstrycket sjunker. Direktionen bedömer att penningpolitiken behöver vara fortsatt åtstramande, men att det är lämpligt att nu lämna styrräntan oförändrad. Vid sitt penningpolitiska möte den 22 november beslutade direktionen därför att låta styrräntan vara kvar på 4 procent. Direktionen har beredskap att höja styrräntan ytterligare om inflationsutsikterna försämras.</i>

Notera: \*Citat från sammanfattningarna i mötesprotokollen (Riksbanken 2023a, 2023b, 2023c, 2023d och 2023e).

Tabell A2 Penningpolitiska beslut 2022

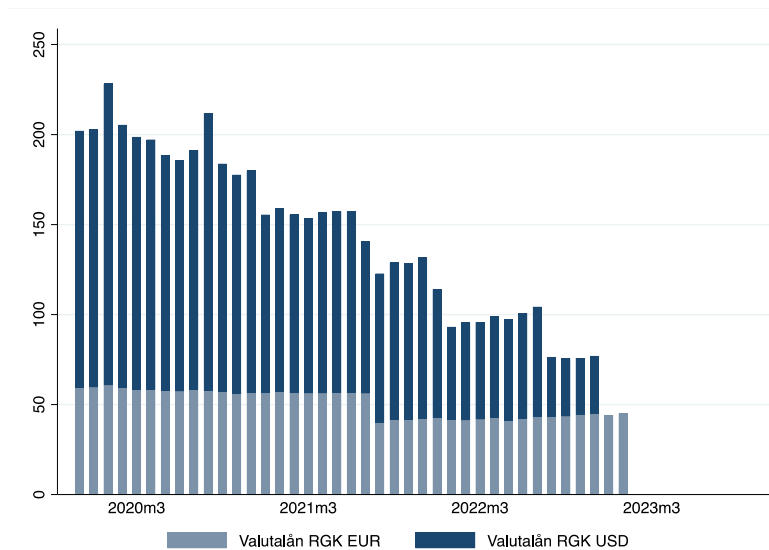
Mötesdatum	Styrränta		Motivering*
	Förändring	Ny nivå	
9 februari	0	0	<i>För att inflationen ska vara nära inflationsmålet på lite sikt behöver penningpolitiken ge ett fortsatt stöd. Vid det penningpolitiska mötet den 9 februari beslutade Riksbankens direktion därför att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och att under andra kvartalet 2022 köpa obligationer för 37 miljarder kronor för att kompensera för förfall i Riksbankens innehav av värdepapper.</i>
27 april	+0,25	0,25	<i>För att motverka att den höga inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen och se till att inflationen återgår till målet efter en tid behöver Riksbanken agera med penningpolitiken. Vid det penningpolitiska mötet den 27 april beslutade Riksbankens direktion därför att höja reporäntan från noll till 0,25 procent och att under andra halvåret i år sänka takten i Riksbankens köp av värdepapper så att innehavet börjar minska.</i>
29 juni	+0,5	0,75	<i>För att motverka att den höga inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen och se till att inflationen återgår till målet behöver Riksbanken agera med penningpolitiken. Vid det penningpolitiska mötet den 29 juni beslutade direktionen därför att höja styrräntan med 0,5 procentenheter till 0,75 procent och att Riksbankens innehav av värdepapper ska minska snabbare under andra halvåret än vad som beslutades i april.</i>
19 september	+1,0	1,75	<i>Inflationen är för hög. Den urholkar hushållens köpkraft och gör det svårare för hushåll och företag att planera sin ekonomi. Det är av stor vikt att penningpolitiken fortsätter att agera för att inflationen ska falla tillbaka och stabiliseras vid målet på 2 procent inom ett rimligt tidsperspektiv. Vid det penningpolitiska mötet den 19 september beslutade direktionen därför att höja styrräntan med 1 procentenhet till 1,75 procent.</i>
23 november	+0,75	2,50	<i>För att få ner inflationen och värna inflationsmålet beslutade direktionen vid det penningpolitiska mötet den 23 november att höja styrräntan med 0,75 procentenheter till 2,50 procent. Inflationen är fortfarande alldeles för hög och jämfört med i september bedömer direktionen att penningpolitiken behöver stramas åt mer för att föra den tillbaka till målet inom rimlig tid.</i>

Notera: \*Citat från sammanfattningarna i mötesprotokollen (Riksbanken 2022a, 2022b, 2022c, 2022d och 2022e).

**Figur A.1 Valutaresevrens sammansättning 2020–2023**

Anm.: Valutaresevrens sammansättning: euro (EUR), amerikanska dollar (USD), australiensiska dollar (AUD), kanadensiska dollar (CAD), danska kronor (DKK), brittiska pund (GBP) och norska kronor (NOK). Miljarder kronor. Månadsdata.

Källa: Riksbanken.

**Figur A.2 Valutalån via Riksgäldskontoret 2020–2023**

Anm.: Valutalån i euro (EUR) och amerikanska dollar (USD) via Riksgäldskontoret. Miljarder kronor. Månadsdata.

Källa: Riksbanken

2021/22:RFR1	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 19 oktober 2021
2021/22:RFR2	SOCIALUTSKOTTET Socialutskottets offentliga utfrågning om precisionsmedicin
2021/22:RFR3	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om finansiell stabilitet – Sårbarheter och motståndskraft i ekonomin i ljuset av ökande skulder hos hushåll och kommersiella fastighetsföretag
2021/22:RFR4	FINANSUTSKOTTET Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020
2021/22:RFR5	FINANSUTSKOTTET Evaluation of the Riksbank's Monetary Policy 2015–2020
2021/22:RFR6	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 3 mars 2022
2021/22:RFR7	ARBETSMARKNADSUTSKOTTET Uppföljning av nyanländas etablering –arbetsmarknadsstatus med särskilt fokus på kvinnorna
2021/22:RFR8	KONSTITUTIONSUTSKOTTET Uppföljning och utvärdering av tillämpningen av utskottsinitiativ
2021/22:RFR9	KULTURUTSKOTTET Uppföljning av delar av den svenska friluftslivspolitiken
2021/22:RFR10	NÄRINGSUTSKOTTET Innovationskritiska metaller och mineral – en forskningsöversikt
2021/22:RFR11	SOCIALUTSKOTTET Hälsa- och sjukvård för barn och unga i samhällets vård – en utvärdering
2021/22:RFR12	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om AP-fondernas placeringar av buffertkapitalet i pensionssystemet den 26 april 2022
2021/22:RFR13	FÖRSVARsutskottet Sveriges deltagande i fem internationella militära insatser – en uppföljning av konsekvenserna för den nationella försvarsförmågan
2021/22:RFR14	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Finanspolitiska rådets rapport Svensk finanspolitik 2022
2021/22:RFR15	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2021 den 10 maj 2022
2021/22:RFR16	SOCIALUTSKOTTET Offentlig utfrågning om svensk och europeisk cancerstrategi
2021/22:RFR17	TRAFIKUTSKOTTET Transportsektorns klimatmål



2021/22:RFR18

KULTURUTSKOTTET

Kulturutskottets öppna seminarium om uppföljning av delar av den svenska friluftslivspolitiken

2022/23:RFR1	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 20 oktober 2022
2022/23:RFR2	FINANSUTSKOTTET Översikt med internationella exempel på uppföljning och utvärdering av centralbanker
2022/23:RFR3	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om finansiell stabilitet i svensk ekonomi i ljuset av hög inflation och högre räntor
2022/23:RFR4	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Riksbankens årsredovisning 2022 och det senaste penningpolitiska beslutet från februari 2023
2022/23:RFR5	FINANSUTSKOTTET Utvärdering av penningpolitiken 2022
2022/23:RFR6	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om Finanspolitiska rådets rapport, Svensk finanspolitik 2023
2022/23:RFR7	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om penningpolitiken 2022

2023/24:RFR1	FINANSUTSKOTTET Öppen utfrågning om den aktuella penningpolitiken den 17 oktober 2023
2023/24:RFR2	SOCIALUTSKOTTET Offentlig utfrågning om nationell högspecialiserad vård
2023/24:RFR3	CIVILUTSKOTTET Offentligt sammanträde om vårdnad, boende och umgänge vid våld i familjen.
2023/24:RFR4	NÄRINGSUTSKOTTET Näringsutskottets offentliga sammanträde om energilagring
2023/24:RFR5	TRAFIKUTSKOTTET Offentligt sammanträde om artificiell intelligens (AI)
2023/24:RFR6	SOCIALUTSKOTTET Offentligt sammanträde om reformen av EU:s läkemedelslagstiftning
2023/24:RFR7	TRAFIKUTSKOTTET Planera laddinfrastruktur för vägtrafik – en kunskapsöversikt
2023/24:RFR8	FINANSUTSKOTTET Den demokratiska granskningen av centralbanker – En forskningsöversikt
2023/24:RFR9	CIVILUTSKOTTET Offentligt sammanträde – Hur säkerställer vi ett bostadsbyggande som möter behov och efterfrågan i hela landet?
2023/24:RFR10	FINANSUTSKOTTET Offentligt sammanträde om finansiell stabilitet i en osäker omvärld – hur påverkas Sverige?
2023/24: RFR11	MILJÖ- OCH JORDBRUKSUTSKOTTET Utvärdering av förädlingsindustrin och detaljhandeln för livsmedel
2023/24: RFR12	TRAFIKUTSKOTTET Offentligt sammanträde om trafikens elektrifiering
2023/24: RFR13	FINANSUTSKOTTET Riksbankens årsredovisning 2023 och den aktuella penningpolitiken
2023/24: RFR14	SOCIALUTSKOTTET Offentligt sammanträde om civilt försvar och krisberedskap inom hälso- och sjukvården

SVERIGES   
RIKSDAG 

---

Beställningar: Riksdagens tryckeriexpedition, 100 12 Stockholm  
telefon: 08-786 58 10, e-post: [order.riksdagstryck@riksdagen.se](mailto:order.riksdagstryck@riksdagen.se)  
Tidigare utgivna rapporter: [www.riksdagen.se](http://www.riksdagen.se) under Dokument & lagar

