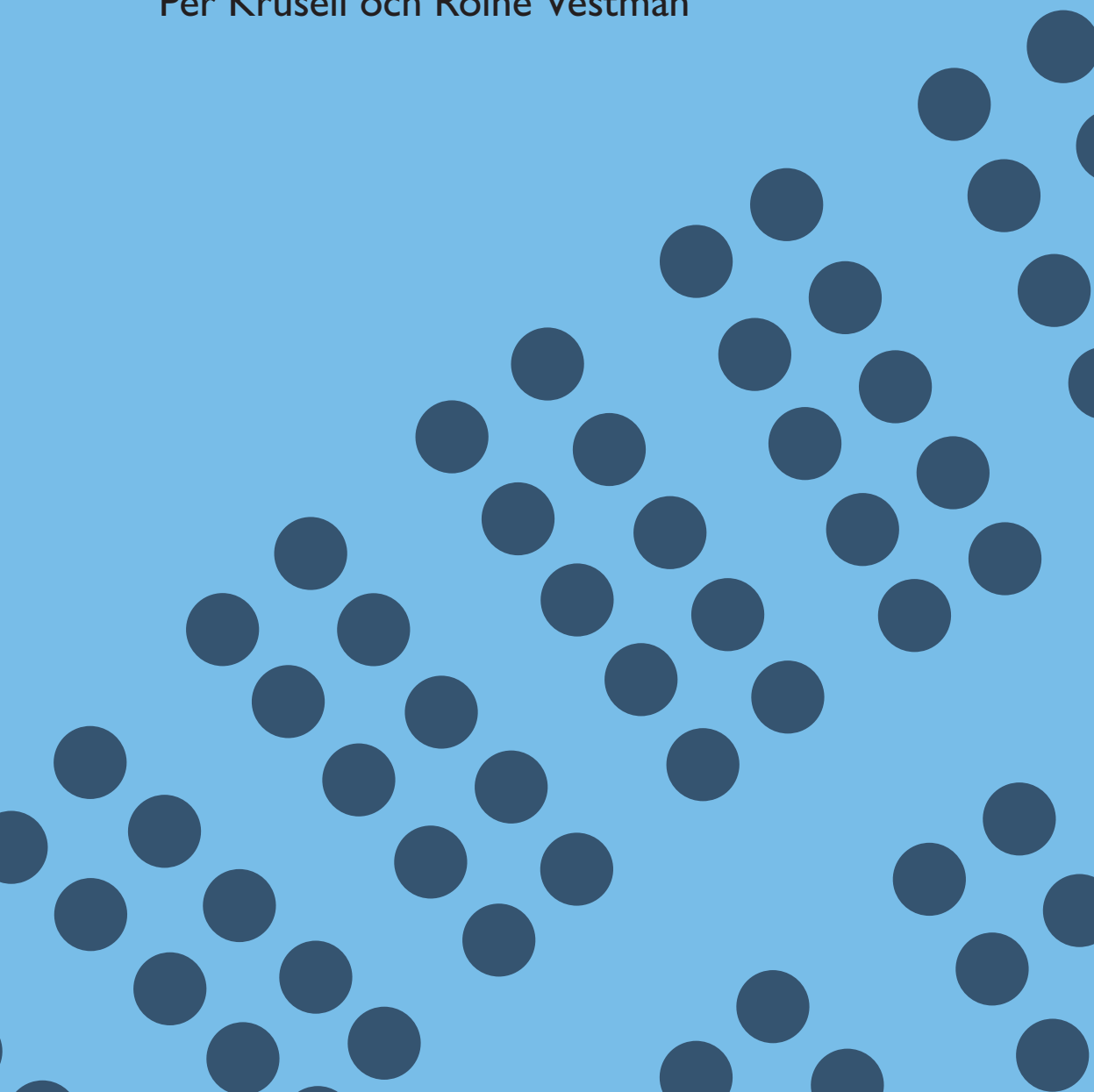


Svensk penningpolitik 2024

John Hassler, Karin Kinnerud,
Per Krusell och Roine Vestman



Svensk penningpolitik 2024

John Hassler
Institutet för internationell ekonomi

Karin Kinnerud
Handelshögskolan BI i Oslo

Per Krusell
Institutet för internationell ekonomi

Roine Vestman
Nationalekonomiska institutionen

Juni 2025

Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (Cemof)
Stockholms universitet

ISSN 1653-0942
ISBN 978-91-7915-137-9 (tryck)
ISBN 978-91-7915-138-6 (pdf)
Tryck: Riksdagstryckeriet, Stockholm 2025

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, dvs. 2024. Cemof har i sin tur utsett Roine Vestman vid Stockholms universitet, John Hassler och Per Krusell, båda vid Institutet för internationell ekonomi vid Stockholms universitet och Karin Kinnerud vid Handelshögskolan BI i Oslo att genomföra utvärderingen för finansutskottets räkning. Forskarnas rapport Svensk penningpolitik 2024 är den tredje i sitt slag och utgör ett underlag för finansutskottets årligt återkommande utvärdering av penningpolitiken.¹

Riksbanken har ett starkt grundlagsfäst oberoende. 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.²

Det är finansutskottets förhoppning att den nu aktuella rapporten med fokus på penningpolitiken 2024 ytterligare ska stimulera den offentliga debatten om svensk penningpolitik. Författarna svarar själva för innehållet och slutsatserna i rapporten.

Stockholm i juni 2025

Edward Riedl (M)
ordförande i finansutskottet

Mikael Damberg (S)
vice ordförande finansutskottet

Mikael Åsell
kanslichef

¹ Första rapporten från Cemof hade titeln Utvärdering av penningpolitiken 2022 (2022/23:RFR5) och skrevs av John Hassler, Per Krusell och Anna Seim. Den andra rapporten hade titeln Svensk penningpolitik 2023 (2023/24:RFR15) och skrevs av John Hassler, Per Krusell och Roine Vestman.

² 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 Karmit Flug (2021/22:RFR4, bet. 2021/22:FiU24).

Innehållsförteckning

- Finansutskottets förord3
- Författarnas förord5
- 1 Inledning.....6
- 2 Bakgrund: Riksbankens uppdrag, teori och empiri8
 - 2.1 Ändringar i riksbankslagen.....8
 - 2.2 En centralbanks penningpolitiska verktyg och penningpolitikens funktionssätt9
 - 2.3 Några viktiga skillnader i olika centralbankers förutsättningar att bedriva penningpolitik.....16
 - 2.3.1 Mer om växelkurskanalen16
 - 2.3.2 Mer om lönebildningen17
 - 2.4 Riksbankens balansräkning17
- 3 Bakgrund – den makroekonomiska utvecklingen 202420
 - 3.1 Konjunkturen och uppdaterade prognoser under 202420
 - 3.2 Inflationen25
- 4 Penningpolitiken 202427
 - 4.1 Riksbankens prognoser för inflationen27
 - 4.2 Riksbankens penningpolitiska beslut.....28
- 5 Utvärdering.....33
 - 5.1 Måluppfyllelse.....33
 - 5.2 Har politiken varit väl avvägd?34
 - 5.3 Återkoppling på hantering av kritik från tidigare rapporter.....47
 - 5.4 Vanlig kritik mot Riksbanken.....49
- 6 Bredare frågeställningar om penningpolitiken.....51
 - 6.1 Egen intjänning och återställningen av det egna kapitalet.....51
 - 6.2 De senaste årens penningpolitik ur ett internationellt perspektiv51
- 7 Sammanfattning och avslutande kommentarer55
- 8 Referenser56
- 9 Appendix59

Författarnas förord

Detta är den tredje rapporten om svensk penningpolitik som skrivits av Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet (Cemof). Uppdraget från finansutskottet är detsamma som tidigare: att utvärdera Riksbankens penningpolitik under föregående år, och mer specifikt uttala oss om måluppfyllelsen och avvägningen i de penningpolitiska besluten. Vi hoppas att rapporten kan bidra till diskussionen om penningpolitiken och även öka förståelsen för Riksbankens roll i samhällsekonomin.

Årets rapport är författad av John Hassler och Per Krusell, båda vid Institutet för internationell ekonomi vid Stockholms universitet, Karin Kinnerud vid Handelshögskolan BI i Oslo och mig själv. Vi vill rikta ett tack till de som varit bollplank och svarat på frågor: Konjunkturinstitutet, Erik Spånberg, Lars E.O. Svensson, Per Österholm, doktoranderna i kursen Monetary Economics vid Stockholms universitet och sist men inte minst alla medarbetare på Riksbanken som varit behjälpliga med att ta fram dataunderlag och svara på faktafrågor. Särskilt tack till Ulf Söderström, forskningschef på Riksbanken, som faktagranskade ett utkast på rapporten.

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

Stockholm i maj 2025

Roine Vestman

Professor, nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet

Föreståndare Cemof

1 Inledning

Syftet med denna rapport är att utvärdera Riksbankens penningpolitik 2024 och hur väl banken har uppfyllt prisstabilitetsmålet samt bidragit till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Mer specifikt ingår i uppdraget att bedöma om i) Riksbankens åtgärder kan antas ha lett till det avsedda resultatet, ii) åtgärderna inte varit mer långtgående än vad som behövts och iii) det avsedda resultatet stått i rimlig proportion till de kostnader och risker som åtgärden medfört för Riksbankens och statens finanser.

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 form av protokoll från penningpolitiska möten, rapporter och uppdateringar i samband med beslutstillfällen, och Riksbankens redogörelse för penningpolitiken under året (Riksbanken, 2025). Vi har även studerat underlagen från de interna beredningsmöten som hålls på Avdelningen för penningpolitik inför besluten. Dessa underlag är nytillkommet material jämfört med de tidigare rapporterna från Cemof. Vi har även använt externt material, främst Konjunkturinstitutets (KI) konjunkturprognoser under 2024.

Rapporten har följande struktur. Avsnitt 2 ger en bakgrund som beskriver den teori och empiri som är speciellt relevant för 2024 års penningpolitik. I avsnitt 3 presenteras den makroekonomiska utvecklingen under året, där vi speciellt fokuserar på de händelser som har bäring på vår utvärdering. Den förda penningpolitiken sammanfattas sedan i avsnitt 4, varefter utvärderingen presenteras i avsnitt 5. Avsnitt 6 tar 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 2024 års penningpolitik och deras allmängiltighet har gjort att vi bara snuddat vid dem i årets rapport. Avsnitt 7 avslutar med våra sammanfattade slutsatser.

I korthet gör vi bedömningen att penningpolitikens måluppfyllelse var god under 2024. Inflationsförväntningarna på längre sikt var på målet och de penningpolitiska besluten, vilka innebar att styrräntan i etapper sänktes från 4,0 till 2,5 procent, var överlag väl avvägda. Tittar man närmare på den information Riksbanken hade vid de åtta olika beslutstillfällena är vår bedömning att räntesänkningarna möjligen kunde kommit något snabbare. Rapporten fokuserar speciellt på junimötet, då räntan inte ändrades men vi anser att det fanns goda skäl för en sänkning. Vi bedömer emellertid att den samhällsekonomiska vinsten av detta skulle varit begränsad, dels för att det endast handlar om att vi skulle förordat en aningen lägre räntebana från juni som ändå landar i samma ränta vid slutet av året, dels för att de långa räntorna på marknaden redan var låga.

Med början 2024 hade direktionen åtta ordinarie beslutstillfällen under året, mot fem tillfällen tidigare år. Det måste därför också påpekas att vår rapport

inte på ett uttömmande sätt beskriver en utvärdering av vart och ett av de åtta besluten; däremot bygger rapporten på att vi faktiskt har gjort en bedömning möte för möte. Dessa individuella bedömningar bör dock inte övertolkas; vår huvudsakliga slutsats ska i stället ses som en sammantagen analys av penningpolitiken under hela året. För att förtydliga strukturen i vår analys har vi emellertid valt att detaljbeskriva hur vi tänkt just kring det möte, i juni 2024, där vår bedömning inte sammanfaller med direktionens.

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. Tidigare rapporter (Hassler, Krusell och Seim, 2023; Hassler, Krusell och Vestman, 2024) gjorde en liknande genomgång, och några ämnen som vi beskriver här diskuteras i större detalj i dem. 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 Ändringar i riksbankslagen

Den 1 januari 2023 trädde lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank i kraft. Den nya riksbankslagen innebar flera större förändringar (se bl.a. Hassler, Krusell och Vestman, 2024). Under 2024 behandlades två lagändringar som trädde i kraft den 1 januari 2025. I och med att ikraftträdandet inträffade först 2025 påverkade alltså dessa lagändringar inte direkt förutsättningarna för penningpolitiken under 2024, men vi vill likväl nämna dem eftersom de rör större frågor om Riksbankens självständighet och som kan påverka förutsättningarna för penningpolitiken.

Den första förändringen gäller återställningen av det egna kapitalet. Riksbankslagen anger ett intervall för Riksbankens eget kapital. Riksbankens eget kapital ska högst vara 60 miljarder kronor i 2023 års prisnivå, vilket efter uppräkning med KPI motsvarar 63,1 miljarder kronor vid årsskiftet 2024/25. Detta kallas för målnivån, och om eget kapital överstiger denna nivå ska överskottet delas ut till staten. Den lägre gränsen för eget kapital är en tredjedel av målnivån. Den tidigare lagtexten anger att en framställning om återställning av eget kapital ska göras om det egna kapitalet understiger den lägre gränsen. I den nya skrivningen är en framställning inte tvingande utan uttrycks som en möjlighet. Det har också skett förändringar i reglerna för hur beloppet beräknas som framställningen ska avse. Den nya lagtexten är tydligare med att orealiserade vinster och förluster ska behandlas symmetriskt, i och med att orealiserade vinster på värderingskonton ska beaktas (guld undantaget). Efter återställning ska eget kapital plus orealiserade vinster från Riksbankens värdepapper, som huvudregel, uppgå till två tredjedelar av målnivån (den s.k. grundnivån), men det kan justeras upp ända till målnivån. I avsnitt 2.4 finns en

utförligare förklaring av värderegleringskonton och asymmetrin i Riksbankens bokföring.

Den andra förändringen gäller regler för bankernas inlåning i Riksbanken. Den nya formuleringen anger att om Riksbankens eget kapital understiger målnivån så får Riksbanken ställa krav på räntefri inlåning från kreditinstituten motsvarande skillnaden mellan målnivån och det aktuella värdet på det egna kapitalet. Riksbanken måste dock ta hänsyn till oönskade sidoeffekter, t.ex. för penningpolitiken. Detta är ett sätt att öka Riksbankens kostnadsfria finansiering och därmed även intjäningsmöjligheterna.

Vi tar upp dessa lagförändringar kort i avsnitt 6.1.

2.2 En centralbanks penningpolitiska verktyg och penningpolitikens funktionssätt

I detta avsnitt ger vi en översiktlig bild av en centralbanks penningpolitiska verktyg och på vilka sätt som penningpolitiken påverkar ekonomin. Avsnittet är till stor del en sammanfattning av avsnitt 2.2–2.3 i Hassler, Krusell och Vestman (2024).

Konventionell penningpolitik

Med konventionell penningpolitik menas att en centralbank 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 mycket 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 produktionen och inflationen.

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, allt annat lika, mer fördelaktigt att konsumera i framtiden snarare än i dag. Kanalen verkar genom att priser och löner

är trögrörliga; dessa justeras inte kontinuerligt och deras systematiska reaktioner på ränteändringarna är normalt begränsade. Framåtblickande beslut som fattas i ekonomin, som konsumtions- och investeringsbeslut, är reala beslut för vilka realräntan, dvs. den nominella räntan minus förväntad inflation, är den centrala variabeln, men på grund av de nominella trögheterna i ekonomin spelar den nominella räntan ändå i sig en viktig roll. Mer allmänt kan å ena sidan sägas att en centralbank har en större förmåga att påverka den reala ekonomin mer, ju trögrörligare priser och löner är. Å andra sidan kan det då ta längre tid för ränteändringar att slå igenom på inflationen.

Den andra transmissionsmekanismen är kassaflödeskanalen som verkar genom att en räntehöjning ökar hushållens löpande ränteutgifter. I Sverige är det särskilt bolånekostnader som påverkas för många hushåll. 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 också 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 kassaflödeskanalen är mycket kraftfull. Forskning har också visat att denna kanal verkar även för många hushåll som är jämförelsevis förmögna eftersom de ändå kan vara likviditetsbegränsade på grund av att deras förmögenhet är uppbunden i illikvida tillgångar som exempelvis bostäder.

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. Det 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 kan efterfrågan på varor och tjänster också påverkas via det som brukar kallas växelkurskanalen. Om en höjd ränta leder till en högre efterfrågan på kronor och en starkare växelkurs gör detta vår export dyrare och import billigare, för givna priser i lokal valuta. Eftersom många priser är trögrörliga kommer inte prisförändringar på kort sikt att neutralisera denna effekt. En stärkt krona kan då leda till en minskad efterfrågan på varor och tjänster som är producerade i Sverige och även till lägre inflation via lägre importpriser uttryckta i svenska kronor. Här är dock viktigt att notera att sambandet mellan styrränta och växelkurs är svagt och osäkert. Andra faktorer är betydligt viktigare för växelkursens variationer. Vi diskuterar växelkurskanalen utförligare i avsnitt 2.3 eftersom Riksbankens bedömningar av dess betydelse var viktiga för penningpolitiken under 2024.

Några viktiga begrepp

För att diskutera och värdera om penningpolitiken är åtstramande eller expansiv är det användbart att känna till några begrepp. Begreppet potentiell produktion eller potentiell BNP används för att ange den produktionsnivå som är förenlig med inflationsmålet. Potentiell BNP indikerar alltså inte en maxgräns för produktionen utan en nivå på resursutnyttjandet som är konsistent med inflationsmålet. Potentiell BNP är inte en variabel som kan observeras utan den måste uppskattas. Differensen mellan faktisk och potentiell nivå kallas för BNP-gapet. Ibland används i stället begreppet arbetslöshetsgap för att mäta resursutnyttjandet, vilket innebär att man beräknar differensen mellan arbetslösheten och en uppskattad jämviktsarbetslöshet.

Om BNP-gapet är positivt innebär det att företagen tenderar att öka priserna mer än vad som är förenligt med inflationsmålet. Motsatsen gäller när BNP-gapet är negativt. Detta samband mellan resursutnyttjande och inflationstakt sammanfattas ofta i den s.k. Phillipskurvan. Vid ett positivt (negativt) BNP-gap är penningpolitikens optimala respons generellt att tillfälligt öka (sänka) styrräntan så att efterfrågan stramas åt. Den styrränta som leder till att BNP är lika med potentiell BNP kallas för den neutrala räntan. En högre styrränta än den neutrala räntan är åtstramande och en lägre stimulerande. Precis som måtten för resursutnyttjandet är den neutrala räntan inte observerbar utan måste uppskattas.

I avsnitt 4 och 5 använder vi oss av dessa begrepp.

Penningpolitiska handlingsregler

Ett sätt att beskriva centralbankens penningpolitik är med hjälp av en *handlingsregel*, vilken specificerar hur dess beslut påverkas av viktiga variabler i ekonomin. En handlingsregel formuleras sällan explicit av centralbanken själv utan ska ses som en tolkning av dess agerande. En ofta omnämnd handlingsregel är den s.k. Taylor-regeln, vilken anger hur styrräntan bör sättas som en linjär funktion av den neutrala räntan, inflationsmålet, inflationen i realtid och resursutnyttjandet i ekonomin (Taylor, 1993). En handlingsregel bör tolkas som en approximation av hur räntan sätts för att på bästa sätt uppfylla bankens mål. Speciellt en matematisk formulering av den, som den enkla Taylor-regeln, är därför snarare en rimlig tumregel än en exakt beskrivning av centralbankens agerande. Vore Taylor-regeln alltid optimal skulle ingen riksbanksdirektion behövas. Avvikelser från regeln är därför att vänta, eftersom verkligheten inte låter sig fångas i enkla formler. Däremot bör regeln gälla approximativt, och det bör vara möjligt att åtminstone kvalitativt förklara avvikelserna utifrån händelser i ekonomin eller omvärlden. Detta är kopplat till en annan aspekt av en handlingsregel: den ökar graden av förutsägbarhet när det gäller centralbankens agerande. Regeln bidrar på så sätt till att olika aktörer bildar förväntningar över ekonomins utveckling och över centralbankens agerande och att dessa är konsistenta med varandra. Denna typ av förväntningsbildning är en central del av penningpolitisk teori.

Kvantitativa lättnader

De senaste 15 åren har den neutrala räntan varit historiskt låg. Med en låg neutral ränta måste styrräntan och andra räntor i genomsnitt över tid också vara låga. 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). Kvantitativa lättnader 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 kan vara en bidragande orsak 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 mer ju 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, men studierna fokuserar på de kortsiktiga effekterna och ofta på snävt definierade tillgångsslag eftersom de långsiktiga och breda effekterna är mer svåråtgångade. Om centralbanken köper eller säljer en specifik finansiell tillgång, t.ex. en obligation med en viss löptid, så kan dess pris påverkas, men över tid verkar dessa effekter spridas ut och försvagas. Mycket tyder därför på att effekten inte är särskilt stark på lite längre sikt under normala förhållanden. En rimlig bedömning är dock ändå att inflationen hade varit något lägre och arbetslösheten något högre om Riksbanken inte genomfört köpen av värdepapper innan pandemin. Motsvarande gäller under de senaste åren, då Riksbanken i stället har sålt obligationer; förmodligen hade inflationen varit något högre och

arbetslösheten något lägre om Riksbanken inte genomfört försäljningarna. Totalt sett är bedömningen att effekterna av kvantitativa lättnader/åtstramningar inte är särskilt stora och det går inte att utesluta att de är negligerbara.

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 ändrade räntan förväntas gälla. Även utan några ränteförändringar kan förväntningar om framtida sådana strama åt ekonomin om räntan förväntas öka i framtiden och stimulera den om förväntningarna är de motsatta. Därför är en centralbanks 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 nu såväl som i framtiden, och osäkerheten om framtiden minskar. Eftersom Riksbanken på kort sikt kan styra ränteläget i ekonomin kan en trovärdig kommunikation om framtida räntor, den s.k. räntebanan, påverka marknadsaktörernas förväntningar.

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 räntebanan. 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. Men för att detta penningpolitiska verktyg ska fungera måste trovärdigheten i den publicerade räntebanan vara hög. Marknadsförväntningarna påverkas då av Riksbankens räntebana och det blir inga långvariga avvikelser mellan räntorna i marknaden och Riksbankens prognoser. 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 räntebanan. Riksbanken har publicerat en sådan bana sedan 2007 och är en av de centralbanker som är mest transparenta i detta avseende (Svensson, 2015).³ Banan redovisas

³ De allra flesta andra centralbanker redogör för räntebanan på ett mindre transparent och systematiskt sätt. Federal Reserve redovisar en ”dot plot” sedan 2012. Den visar hur varje ledamot av FOMC (Federal Open Market Committee) ser på utvecklingen av styrräntan de närmaste åren. Ofta hänvisar man till medianen bland ledamöterna. I fallet med ”dot plot” är det dock inte fråga om att alla medlemmar i FOMC försöker enas om en och samma

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.⁴ Under 2024 införde Riksbanken en förändring i kommunikationen om räntebanan. Även fortsättningsvis publiceras en bana för de kommande tre åren i varje penningpolitisk rapport, men tonvikten ligger på de nästkommande nio månaderna, och den delen av banan redovisas separat. Skälet till detta är att den penningpolitiska diskussionen i direktionen rör denna tidshorisont och har ett starkare penningpolitiskt budskap (Riksbanken, 2024a, 2025).

Att ange en räntebana kan 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 tillsammans med den handlingsregel som Riksbanken använder. Om den publicerade räntebanan över tid skiljer sig från marknadens bedömningar av framtida räntor 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, åtminstone som enskild företeelse. Den senare tolkningen kan däremot innebära att trovärdigheten ifrågasätts eller att Riksbankens handlingsregel är ottydligt kommunicerad. Ett eroderat förtroende för Riksbanken kan innebära betydande penningpolitiska risker.

I praktiken använder Riksbanken förstås andra sätt att kommunicera som mer direkt fokuserar på den makroekonomiska utvecklingen. I princip kommer då kombinationen av denna kommunikation och räntebanan att beskriva Riksbankens handlingsregel. Detta kan då bli ett effektivt sätt att kommunicera, förutsatt att kommunikationen om makroutvecklingen är konsistent med den bedömda makroutveckling som används när räntebanan tas fram. Dock blir kraven också höga på den kommunikation som äger rum mellan de penningpolitiska mötena och genom de dokument som regelbundet offentliggörs. Sammanfattningsvis kan man säga att Riksbankens direktion uppenbart strävar efter att vara transparent när det gäller räntebanan och tankarna om den framtida styrräntan. Det innebär att räntebanan potentiellt är ett viktigt

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

⁴ 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).

penningpolitiskt verktyg. Vi redovisar Riksbankens publicerade räntebanor i avsnitt 4 och utvärderar dem i avsnitt 5.

Inflationsförväntningar

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. När inflationen väl tagit fart kan en sådan process vara mycket kostsam att komma ur, då kraftfulla åstramningar kan komma att krävas som via lågkonjunktur och arbetslöshet dämpar förväntningarna genom att inflationstrycket blir lägre. Emellertid kan Riksbanken, genom en trovärdig handlingsregel som bl.a. är ämnad att bekämpa en stigande inflation, kortsluta dylika processer innan de sätter igång.

Den självuppfyllande aspekten av inflationsutvecklingen är inte svår att förstå. En central mekanism verkar via 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 vidare lönebetalningar den största kostnaden. Högre löner kommer därmed att vara en stark drivkraft bakom högre priser, alltså inflation.

Det är alltså 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 uppgift 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 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 inkluderar 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 de som vi 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 emellertid orolig över förankringen. Då kan en högre styrräntehöjning vara motiverad, men hur mycket högre är mycket svårt att säga. I själva verket kanske det också i efterhand kan se ut som att höjningen var onödigt hög. Det faktum att räntebesluten tas 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 inflationsförväntningarna under 2024 i avsnitt 4 och 5.

2.3 Några viktiga skillnader i olika centralbankers förutsättningar att bedriva penningpolitik

Hittills har vår översikt varit allmänt hållen och giltig för de allra flesta utvecklade länders penningpolitiska ramverk. I det här avsnittet beskriver vi några förhållanden som är utmärkande för Sverige och Riksbankens förutsättningar.

2.3.1 Mer om växelkurskanalen

Växelkursen är en viktig faktor för en liten öppen ekonomi som Sveriges, eftersom export och import utgör stora andelar av BNP. Att kronans växelkurs gentemot andra valutor påverkar inflationen i Sverige är väl dokumenterat. En försvagning av kronan leder till högre inflation, allt annat lika. Grundorsaken är att importpriserna stiger. Men det är inte lätt att kvantifiera genomslaget, dvs. att beskriva exakt hur betydelsefull växelkursen är för inflationen. Den senaste inflationsepisoden har också visat att genomslaget inte är stabilt över tiden.

En fördjupning i den penningpolitiska rapporten i december 2016 visar att en tumregel kan vara att om kronan försvagas med 10 procent ökar inflationen med 0,5 procentenheter efter ett år (Riksbanken, 2016). Eftersom växelkursrörelserna varit i storleksordningen plus minus 10 procent de senaste åren innebär det att bidraget till inflationen av den svagare kronan hade kunnat vara 0,5 till 1 procentenhet.

Senare analyser tyder dock på att genomslaget från växelkurs till inflation kan vara större i tider av hög inflation (Riksbanken, 2023; Almgren och Stoyko, 2024). Almgren och Stoyko (2024) anger att genomslaget av en växelkursförsvagning kan vara runt tio gånger så starkt i tider av internationell oro eller om den inhemska inflationen är hög. Så starka effekter är uppenbart något Riksbanken måste beakta. Analysen visar dock också att sambandet mellan växelkurs och inflation är instabilt; ett starkare genomslag kanske har funnits under en period men senare försvagats, så vid ett enskilt beslutstillfälle

kan det vara svårt för Riksbanken att bedöma styrkan i denna mekanism. Dessutom är det möjligt att växelkursförändringar leder till olika prisdynamik beroende på om det är deprecieringar eller apprecieringar.

Det finns även andra utmaningar när det gäller att utvärdera växelkurskanalen. En förutsättning för den här kanalen är att en ränteförändring genererar en växelkursförändring; en lägre ränta i Sverige gör den svenska kronan mindre attraktiv så att efterfrågan på den faller, och därmed dess pris. Problemet här ligger i att växelkursrörelser är mycket svåra att förutspå och att evidensen är svag för att ränteförändringar skulle påverka dem signifikant.

Sammantaget bygger växelkurskanalen på två delmekanismer – hur räntan påverkar kronkursen och hur kronkursen i sin tur påverkar inflationen – för vilka vi bedömer den sammanlagda evidensen som alltför svag för att den ska ges stor vikt i de penningpolitiska besluten. Vi återkommer till en diskussion om växelkursens betydelse för penningpolitiken under 2024 i avsnitt 5.

2.3.2 Mer om lönebildningen

Från 1970-talet fram till dess att Sverige övergav den fasta växelkursen upplevde vi upprepade inflationsspiraler: episoder av höga löneökningar, följt av hög inflation och devalveringar av växelkursen. Flera institutionella förutsättningar har förändrats sedan dess, inte minst införandet av inflationsmålspolitik, övergång till rörlig växelkurs, ett finanspolitiskt ramverk och en mer samordnad lönebildning. Sverige utmärker sig ur ett internationellt perspektiv när det gäller lönebildningen. Som vi tidigare diskuterat är sambandet mellan lönebildningen och inflationsförväntningarna tydligt. På vilket sätt som löneavtal tecknas blir därför viktigt för penningpolitiken. Industriavtalet ingicks 1997 för att säkerställa industrins långsiktiga konkurrensförmåga. Det har i sin tur blivit normerande och fungerar som ett riktmärke för andra sektorer genom det s.k. märket (Westermarck, 2017). De övriga nordiska länderna har liknande modeller men ur ett vidare internationellt perspektiv är en sådan samordning ovanlig. Utifrån penningpolitikens synvinkel får man betrakta denna modell för lönebildningen som gynnsam genom att den bidrar till att bibehålla inflationsmålets trovärdighet.⁵ Vi återkommer i avsnitt 6 till en diskussion om löneutvecklingen sedan 2022 i olika länder.

2.4 Riksbankens balansräkning

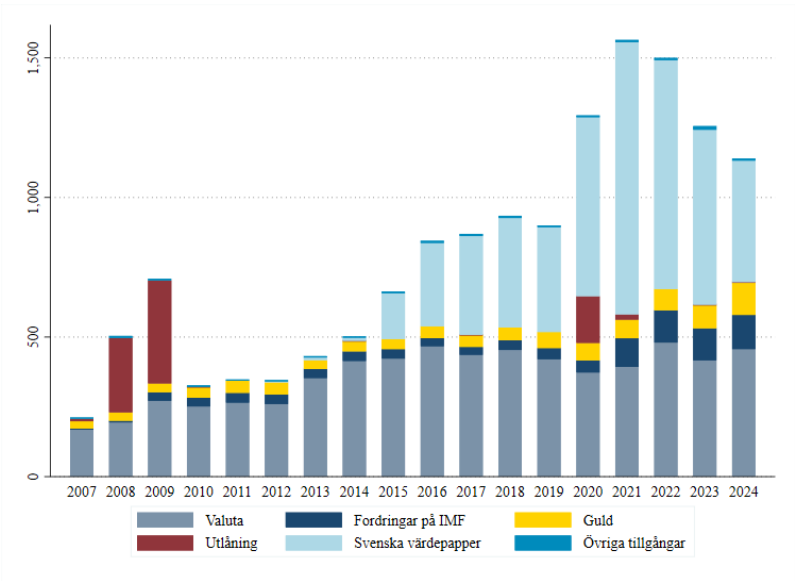
Riksbankens balansräkning är central för dess verksamhet. Generellt har omslutningen på de flesta centralbankers balansräkningar vuxit kraftigt till följd

⁵ Forskningen om hur lönebildningen påverkar inflationsmålets trovärdighet är begränsad. (Ett relaterat bidrag är Calmfors och Driffill (1988) som beskriver betydelsen av en centraliserad respektive decentraliserad lönebildning för effekten på ekonomins konkurrenskraft.) Det är dock rimligt att förutsätta att en lönebildningsmodell som skapar återhållsamma och förutsägbara löneökningar underlättar centralbankens arbete genom att skapa mer stabila långsiktiga inflationsförväntningar. Riskerna med en kortare period av inflation som avviker från målet i samband med en utbudsstörning torde därför vara mindre än i länder med en mindre stabil lönebildning.

av tillgångsköpsprogram (QE). Sedan ett par år minskar dock balansräkningarna på grund av värdepapper och försäljningar i stället för köp. Detta mönster gäller också Riksbanken. Ur ett internationellt perspektiv har inte Riksbankens balansräkning ökat på ett sätt som sticker ut.

Figur 2.1 visar utvecklingen av tillgångssidan i Riksbankens balansräkning. Under perioden 2020–2023 var den största posten svenska värdepapper, just till följd av tillgångsköp. Posten var störst vid utgången av 2021 då den uppnådde 974 miljarder kronor. Därefter har denna post gradvis minskat och uppgick till 435 miljarder kronor vid utgången av 2024. Det gör att valutareserven nu återigen är den största tillgångsposten, om 457 miljarder kronor. Det kan noteras att värdet av Riksbankens innehav av guld har ökat. Värdet uppgick vid slutet av 2024 till 117 miljarder kronor, vilket är en fördubbling sedan 2019. Balansomslutningen har sedan minskat från 1 564 miljarder kronor till 1 139 miljarder kronor.

Figur 2.1 Riksbankens tillgångar 2007–2024



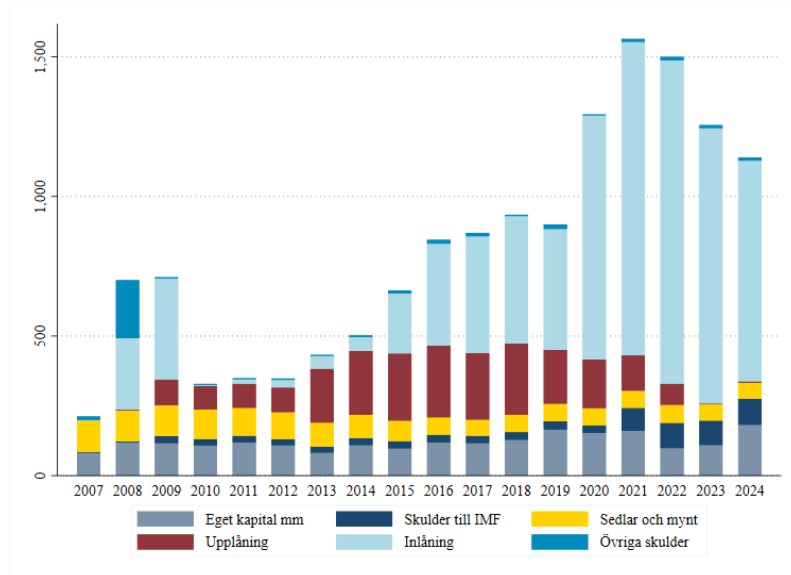
Anm.: Värden från årsredovisningen. Miljarder kronor.
Källa: Riksbanken.

På värderegleringskonton bokas värdeökningar som ännu inte realiserats. Så länge Riksbanken inte har sålt tillgångar som ökat i värde sedan de köptes får ökningen inte bokföras som en vinst som inkluderas i eget kapital. Motsvarande gäller inte för förluster – även orealiserade förluster bokförs som förluster vid årets slut⁶. I jämförelse utgjorde eget kapital endast 23 miljarder kronor. Detta är en ökning med 41,2 miljarder kronor från minus 18,2 miljarder kronor. Ökningen består av årets resultat för 2023 (16,2 miljarder kronor) och ett

⁶ Andra centralbanker har andra bokföringsregler. Riksbanken är ålagd att följa ECB:s riktlinjer medan amerikanska Federal Reserve varken bokför orealiserade vinster eller förluster mot årets resultat.

kapitaltillskott i september 2024 om 25 miljarder kronor från staten. Detta gjordes efter att Riksbanken hade lämnat en framställning till riksdagen om ett tillskott på 43,7 miljarder kronor för att återställa det egna kapitalet till grundnivån (Riksbanken, 2024b, c, d, e, f). I och med att tillskottet blev mindre så överskrider nu eget kapital enbart miniminivån men inte grundnivån. Vi återvänder till en diskussion om detta i avsnitt 6.1.

Figur 2.2 Riksbankens skulder och eget kapital (2007–2024)



Anm.: Posten eget kapital mm är summan av eget kapital, värderingskonton, avsättningar och årets resultat. Posten upplåning avser lån från Riksgäldskontoret. Miljarder kronor.

Källa: Riksbanken.

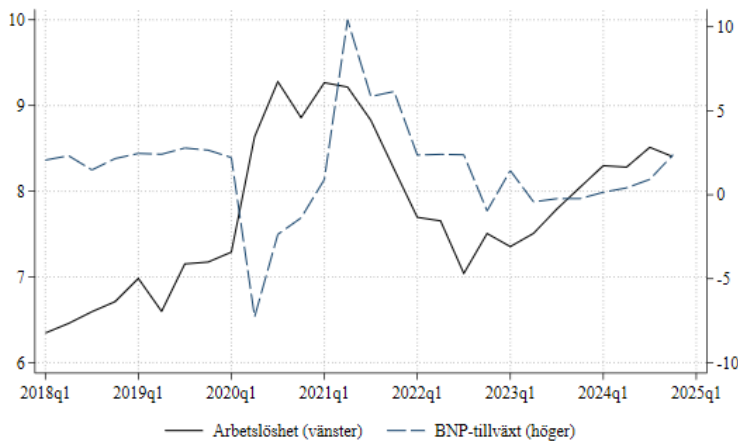
3 Bakgrund – den makroekonomiska utvecklingen 2024

I det här avsnittet presenterar vi en övergripande beskrivning av den makroekonomiska utvecklingen under 2024.

3.1 Konjunkturer och uppdaterade prognoser under 2024

Den makroekonomiska utvecklingen i Sverige under året präglades av en gradvis konjunkturförsvagning. Figur 3.1 visar att BNP-tillväxten 2024 var fortsatt låg, om än något högre än under 2023. Figuren visar också att arbetslösheten fortsatte att öka under 2024, vilket var en fortsättning på trenden sedan mitten av 2022. Nivån var också relativt hög, över 8 procent under hela året. Bortsett från pandemin har arbetslösheten inte varit så hög sedan 2010. I figur 3.2 ser vi också att sysselsättningen visar en nedåtgående trend sedan starten av 2023.

Figur 3.1 Arbetslöshet och BNP-tillväxt 2018–2024



Anm.: Procent. Kvartalsdata. BNP är mätt som årlig förändring med marknadspriser, i förra årets priser, kalenderjusterat. BNP visar releasen under första kvartalet 2025.
Källa: Riksbanken.

I inledningen av året var Riksbankens prognoser för arbetsmarknaden förhållandevis optimistiska. I mars 2024 förväntade sig Riksbanken att den uppåtgående trenden i arbetslösheten skulle avta, vilket var en revidering i förhållande till prognosen från november 2023. När utfallet för det första kvartalet sedan kom in något högre, reviderades prognosen för arbetslösheten upp i samband med junimötet (se figur 3.3). Under andra halvåret var ändringarna i prognoserna marginella. Figur 3.4 visar motsvarande tendens i Riksbankens prognoser för

sysselsättningsgraden under året. Synen var generellt positiv i termer av att den nedåtgående trenden förväntades vända under året. Prognosen reviderades också uppåt under året, följt av en större nedrevidering i december.⁷

Figur 3.2 Sysselsättningsgrad 2018–2024

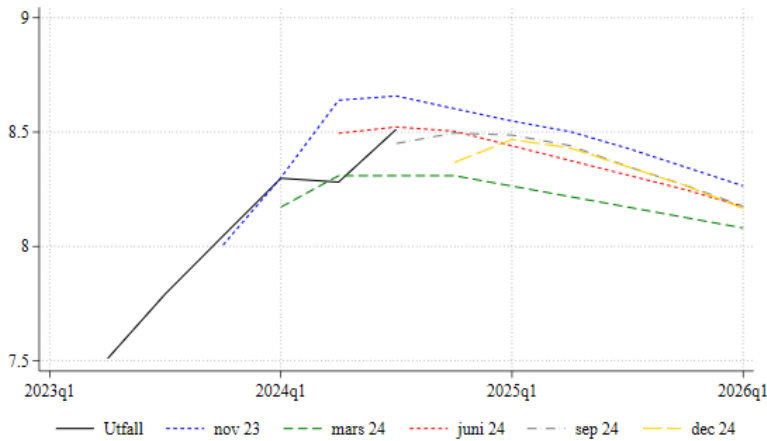


Anm.: Procent. Kvartalsdata. Sysselsättningsgrad bland kvinnor och män i åldern 15–74 år, säsongsjusterat. Källa: Riksbanken.

Riksbankens prognos för BNP var mer återhållsam i inledningen av året. Figur 3.5 visar Riksbankens prognoser för BNP-tillväxten och utfallet. I juni kom utfallet för första kvartalet 2024 in oväntat starkt, men Riksbanken bedömde att det var tillfälligt. BNP-utfallet för det andra kvartalet blev sedan något lägre än förutspått. Prognoserna reviderades gradvis ned under året och återhämtningen förväntades ske senare. Sammantaget utvecklades ekonomin i Sverige sämre än vad Riksbanken väntade sig i starten av året.

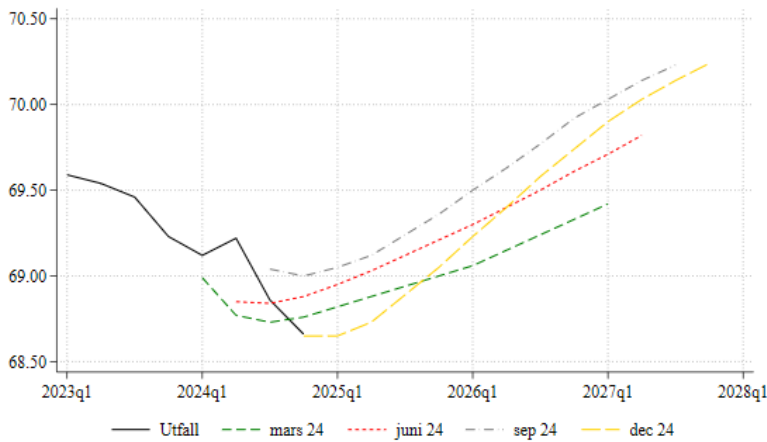
⁷ Revideringen uppåt i juni berodde däremot på en uppdatering av befolkningsprognosen, då prognosen för antalet sysselsatta reviderades ned.

Figur 3.3 Arbetslöshet och Riksbankens prognos vid olika tidpunkter under 2024

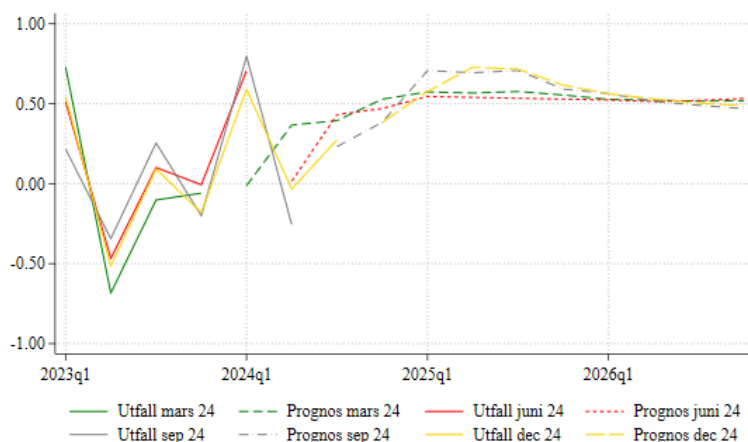


Anm.: Procent. Kvartalsdata. Arbetslösheten är mätt bland kvinnor och män i åldern 15–74 år, kalender- och säsongsjusterat. Varje punkt avser utfallet för kvartalet som börjar vid den tidpunkten. De olika linjerna avser informationen vid de penningpolitiska möten där det publiceras en fullständig rapport (se tabell A.1).
Källa: Riksbanken.

Figur 3.4 Sysselsättningsgrad och Riksbankens prognos vid olika tidpunkter under 2024



Anm.: Procent. Kvartalsdata. Sysselsättningsgraden är mätt bland kvinnor och män i åldern 15–74 år, säsongsjusterat. Varje punkt avser utfallet för kvartalet som börjar vid den tidpunkten. De olika linjerna avser informationen vid de penningpolitiska möten där det publiceras en fullständig rapport (se tabell A.1).
Källa: Riksbanken (2025).

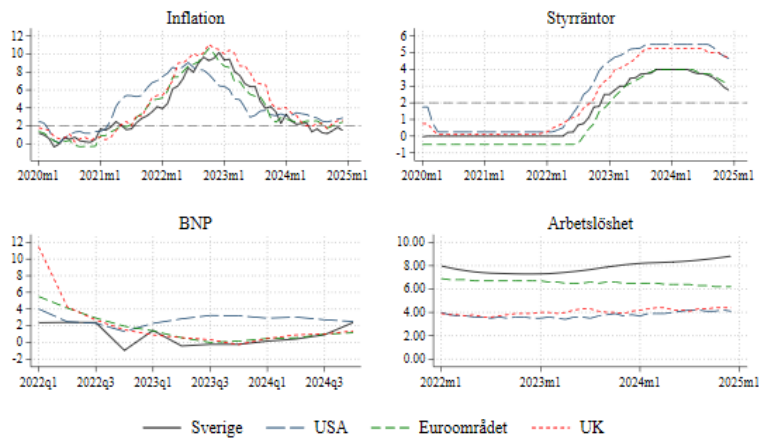
Figur 3.5 BNP-tillväxt och Riksbankens prognos vid olika tidpunkter under 2024

Anm.: Procent. Kvartalsdata. BNP är mätt som kvartalstakt i fasta priser, säsong- och kalenderjusterat. Varje punkt avser utfallet för kvartalet som börjar vid den tidpunkten. De olika linjerna avser informationen vid de penningpolitiska möten där det publiceras en fullständig rapport (se tabell A.1).

Källa: Riksbanken.

Figur 3.6 visar den makroekonomiska utvecklingen i Sverige jämfört med de största ekonomierna. Inflationen kom ned mot målet snabbare i Sverige än i USA, euroområdet och Storbritannien. Framför allt USA har haft fler bakslag när det gäller inflationen, vilken inte kom ned helt till det långsiktiga målet under året. Riksbanken har därmed kunnat sänka styrräntan både tidigare och i snabbare takt än Federal Reserve, ECB och Bank of England under 2024 (vi återkommer till en diskussion om hur Riksbanken förhåller sig till de andra centralbankerna i avsnitt 5 och 6). BNP-tillväxten har varit likartad i Sverige, euroområdet och Storbritannien, med undantag för slutet av 2024 då den var något högre i Sverige. I jämförelse har tillväxten varit högre i USA under lång tid. Arbetslösheten i Sverige fortsatte att öka under 2024. Panelen längst ned till höger visar att den både var högre än i de andra ekonomierna och också ökade aningen mer under 2024.

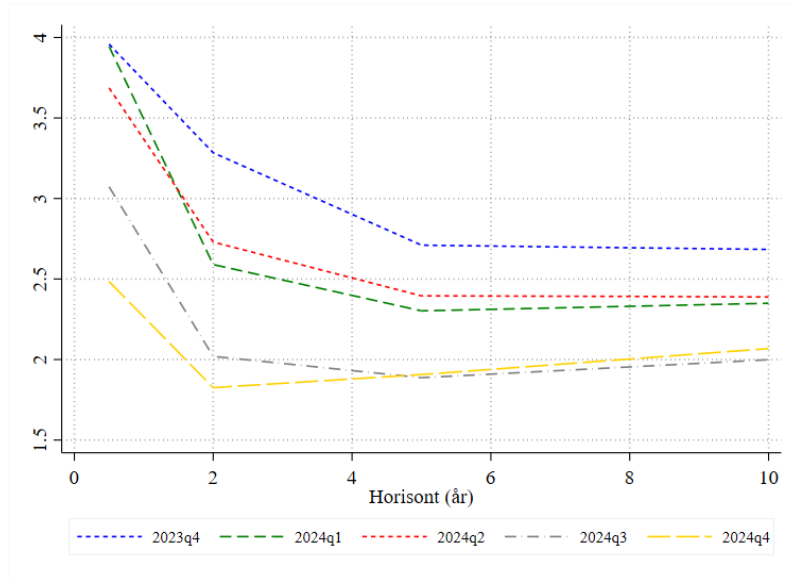
Figur 3.6 Den ekonomiska utvecklingen i Sverige, USA, euroområdet och UK, 2020–24



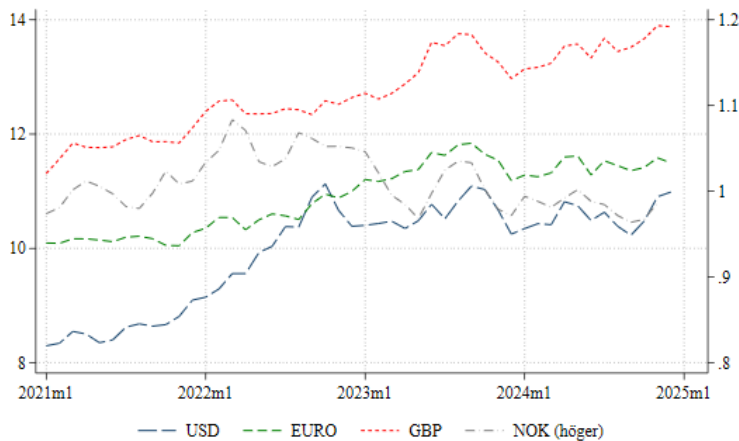
Anm.: Inflation avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet, och KPI för USA och Storbritannien (UK). BNP för Sverige är mätt som årlig förändring med marknadspriser, i förra årets priser, kalenderjusterat. BNP för USA, euroområdet och UK är mätt som årlig förändring med konstanta priser, säsongsjusterat. Varje punkt avser utfallet för kvartalet som börjar vid den tidpunkten. Månadsdata för inflation, styrräntor och arbetslöshet och kvartalsdata för BNP.
Källa: Riksbanken, samt SCB för arbetslöshetsdata för Sverige.

Figur 3.7 visar räntor på olika löptider på svenska statsskuldsväxlar och statsobligationer under slutet av 2023 och under 2024. Linjerna visar vilken ränta (procent per år) som man får för placeringshorisonter mellan ett halvt år och tio år. Figuren visar att kurvorna skiftar nedåt under början av 2024, och att de s.k. långa räntorna är lägre än de korta. Dessa omständigheter är tecken på en lågkonjunktur som blir djupare under året.

Figur 3.8 visar att de senaste åren har präglats av en tydlig försvagning av den svenska kronan. Under 2024 var däremot kronan relativt stabil gentemot dollarn, euron och den norska kronan, medan den försvagades mot det brittiska pundet.

Figur 3.7 Avkastningskurvor (2023kv4–2024kv4)

Anm.: Nominella avkastningskurvor baserat på kvartalsgenomsnittet av årsräntor på svenska statsskuldsväxlar och statsobligationer med löptid från 6 månader till 10 år.
Källa: Riksbanken.

Figur 3.8 Den svenska kronan gentemot den amerikanska dollarn, euron, det brittiska pundet och den norska kronan 2021–2024

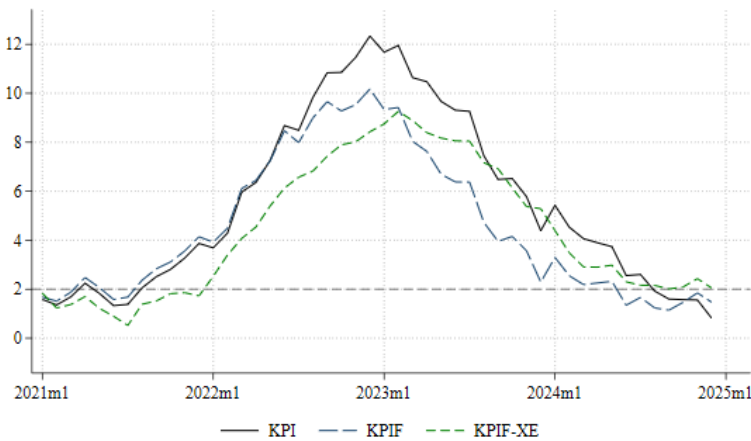
Anm. Skalan för växelkursen gentemot den amerikanska dollarn (USD), euron (EURO) och det brittiska pundet (GBP) anges på den vänstra axeln och skalan för den norska kronan (NOK) på den högra. Svenska kronor per enhet utländsk valuta. Månadsdata.
Källa: Riksbanken.

3.2 Inflationen

I linje med den svaga konjunkturen fortsatte inflationen att sjunka under året. Figur 3.9 visar en gradvis nedgång i inflationen sedan toppen i december 2022,

mätt med tre olika mått. I början av 2024 hade inflationen fallit till 3,3 procent, mätt som konsumentprisindex med fast ränta (KPIF), och närmade sig därmed Riksbankens inflationsmål. Inflationen fortsatte därefter att falla under året, och redan i juni kom det första utfallet på under 2 procent. Mot slutet av året noterades en inflation på runt 1,1–1,8 procent mätt enligt KPIF. Figuren visar också att inflationen enligt konsumentprisindex (KPI) föll till under 2 procent i augusti. Konsumentprisindex med fast ränta exklusive energipriser (KPIF-XE), som brukar kallas den underliggande inflationen, stabiliserades däremot på omkring 2 procent under året. Skillnaden mellan måtten beror på fallande energipriser under andra halvan av 2024.

Figur 3.9 Inflationen enligt olika mått 2021–2024



Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex (KPI), konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) och konsumentprisindex med fast ränta exklusive energipriser (KPIF-XE). Procent. Månadsdata. Varje punkt avser månaden som startar vid den tidpunkten. Den horisontella linjen illustrerar inflationsmålet.
Källa: Riksbanken.

4 Penningpolitiken 2024

I detta avsnitt beskriver vi inflationen mer ingående, med fokus på Riksbankens prognoser, samt den förda penningpolitiken.

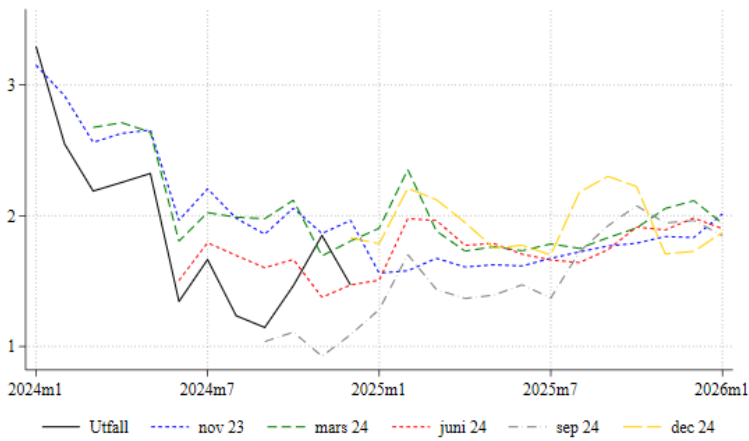
4.1 Riksbankens prognoser för inflationen

Riksbankens prognoser är en sammanvägning av resultat från modeller av olika slag; både statistiska sådana som bygger på teoretiska modeller över ekonomins funktionssätt och mer skönsmässiga bedömningar är en del av sammanvägningen. Särskilt när nya slags störningar som kan tänkas ändra tidigare samband inträffar är det rimligt att inte helt förlita sig på tidigare skattade ekonometriska samband.

Figur 4.1 visar utfallet för KPIF-inflationen tillsammans med Riksbankens prognoser under året (samt november 2023). Det är tydligt att Riksbanken i början av året förväntade sig att inflationen skulle vara högre än vad den blev – inflationsprognoserna för det första halvåret var över utfallen. I september gjorde Riksbanken emellertid en större revision nedåt av både inflationen och tillväxtutsikterna (se figur 3.5). Den faktiska inflationen blev därefter i stället högre än prognosen. I december reviderades inflationsprognosen uppåt igen. Det är värt att notera att Riksbankens prognoser för KPIF-inflationen i juni och september var under målet på 2 procent för återstoden av 2024.

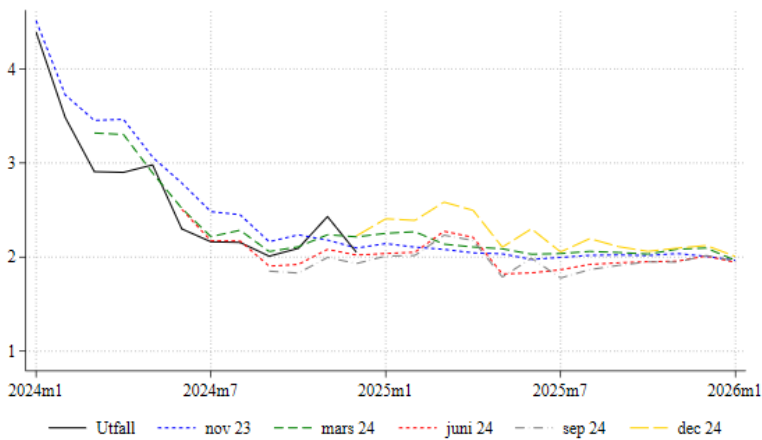
Figur 4.2 visar utfallet och prognoserna för den underliggande inflationen, vilken genomgående låg högre. Även här var inledningsvis utfallen lägre än de första prognoserna, men efter halvårsskiftet var utfall och prognoser nära varandra och nära KPIF-målet på 2 procent.

Figur 4.1 Inflationen 2024–2025, utfall och prognos för KPIF



Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF). Procent. Månadsdata. Varje punkt avser månaden som startar vid den tidpunkten. De olika linjerna avser informationen vid de penningpolitiska möten där det publiceras en fullständig rapport (se tabell A.1).
Källa: Riksbanken.

Figur 4.2 Underliggande inflationen 2024–2025, utfall och prognos för KPIF-XE



Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta exklusive energipriser (KPIF-XE). Procent. Månadsdata. Varje punkt avser månaden som startar vid den tidpunkten. De olika linjerna avser informationen vid de penningpolitiska möten där det publiceras en fullständig rapport (se tabell A.1).
Källa: Riksbanken.

4.2 Riksbankens penningpolitiska beslut

Riksbanken fattade under 2024 åtta penningpolitiska beslut (se tabell A.1 för en översikt). Detta är en konsekvens av att Riksbankens direktion hösten 2023 fattade beslut om att öka antalet penningpolitiska beslutsmöten från fem till åtta. Vartannat möte sammanfaller med publiceringen av en rapport, vilket

tidigare gjordes vid varje möte, och de andra tillfällena sammanfaller med publiceringen av en s.k. penningpolitisk uppdatering som innehåller ett mindre omfattande underlag. Syftet med detta uppgavs vara att med fler möten per år kan Riksbanken snabbare anpassa penningpolitiken och förbättra förutsättningarna för en effektiv kommunikation, speciellt i tider när läget förändras snabbt (Riksbanken, 2025).

Styrräntan

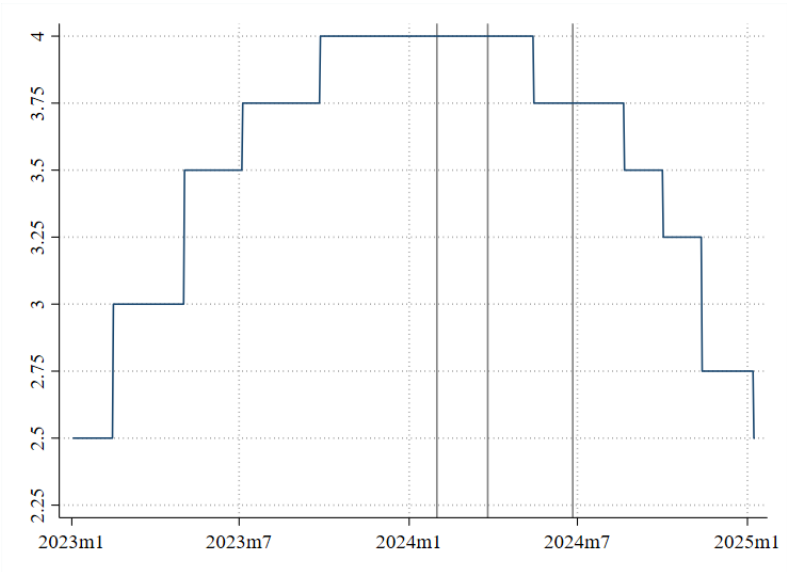
Figur 4.3 visar styrräntans utveckling. Vid fem tillfällen under 2024 sänktes styrräntan. Det gjordes första gången i maj. Dessförinnan hade den lämnats oförändrad vid beslutsmötena i januari och mars. Den lämnades även oförändrad i juni. De tre vertikala linjerna i figuren anger dessa tillfällen. Från och med augusti sänktes sedan styrräntan vid varje möte och med 0,5 procentenheter i november. Under året sänktes styrräntan från 4,0 till 2,5 procent.

Vi har ovan beskrivit att den nominella styrräntans nivå är avgörande för kassaflödeskanalen. Om den nominella styrräntan är högre än den nominella neutrala räntan blir politiken åtstramande och tvärtom. En exakt nivå för den neutrala räntan kan inte beräknas. I november publicerade Riksbanken en ny skattning för den nominella neutrala räntans långsiktiga intervall på 1,5 till 3,0 procent, och till detta intervall ska läggas kortsiktiga fluktuationer (Riksbanken 2024g, 2025). Först i november 2024 sattes en styrränta inom detta intervall. I den meningen kan penningpolitiken anses ha varit åtstramande under merparten av 2024.

Räntebanorna

Figur 4.4 visar Riksbankens publicerade räntebanor vid varje rapporttillfälle och förväntningar på styrräntan vid samma tidpunkter. Precis som för övriga makrovariabler görs en större revidering mellan juni och september. Nedrevideringen för sista kvartalet 2024 är bara 0,22 procentenheter, medan den är 0,5 procentenheter för första och andra kvartalet 2025. Även över en längre tidshorisont är justeringen stor. Revideringen är i linje med justeringarna av prognoserna för inflation och BNP-tillväxt.

Figur 4.3 Riksbankens styrränta under 2023–2024



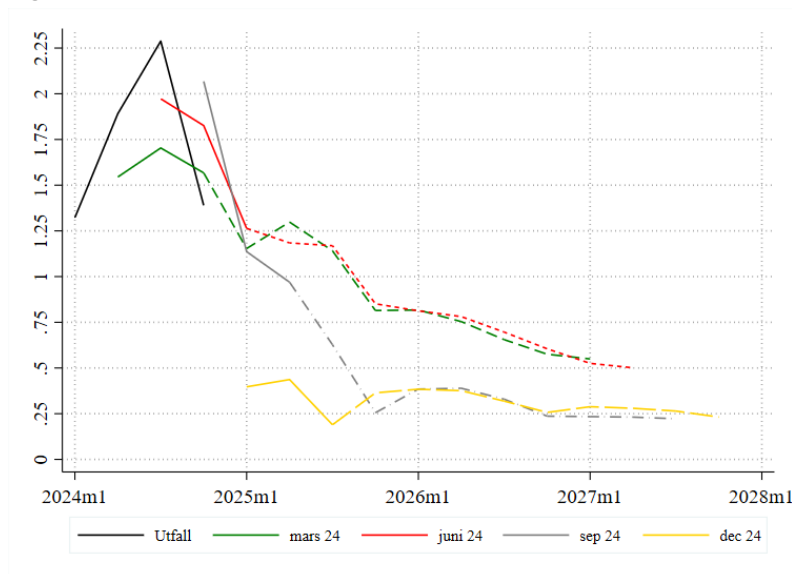
Anm.: Dagsdata. Procent. Styrräntan sänktes i maj, augusti, september, november och december. De tre vertikala linjerna anger tidpunkten för penningpolitiska möten som inte ledde till en ändring av styrräntan (januari, mars och juni).
Källa: Riksbanken.

Riksbankens publicerade räntebanor avser nominella räntor. Som vi beskriver i avsnitt 2.2 verkar flera av de penningpolitiska transmissionsmekanismerna genom ändringar i realräntan. Genom att subtrahera inflationsförväntningar får man ett mått på reala räntebanor. Dessa visas i figur 4.5, tillsammans med utfallet för realräntan under 2024 (mätt som nominell styrränta minus KPIF-inflationen enligt Riksbankens prognos). Enligt figuren var realräntan som högst under tredje kvartalet 2024, på 2,25 procent, och vände sedan nedåt. Från september är Riksbankens banor för realräntan betydligt lägre än tidigare. Den ekonomiska betydelsen av den korta realräntan är dock begränsad; större beslut om investeringar och varaktig konsumtion är mer avhängiga av de långa räntorna. I uppdaterade skattningar från Armelius m.fl. (2024) är den neutrala realräntan negativ t.o.m. första kvartalet 2024 och därefter mellan noll och 0,21 procent. Teoretiskt skulle detta innebära att penningpolitiken var åtstramande under hela 2024. Men det finns betydande osäkerhet runt sådana skattningar. Riksbankens nya skattningar för den långsiktiga nominella neutrala räntan motsvarar en långsiktig neutral realränta på minus 0,5 till 1,0 procent, men med betydande kortsiktiga fluktuationer runt detta intervall (Riksbanken, 2024g).

Figur 4.4 Räntebanor under 2024

Anm.: Riksbankens publicerade räntebanor och utfallet för styrräntan som genomsnittet under varje kvartal. De första nio månaderna på respektive bana indikeras med heldragen linje. Längre fram i tid är banorna streckade.

Källa: Riksbanken och egna beräkningar.

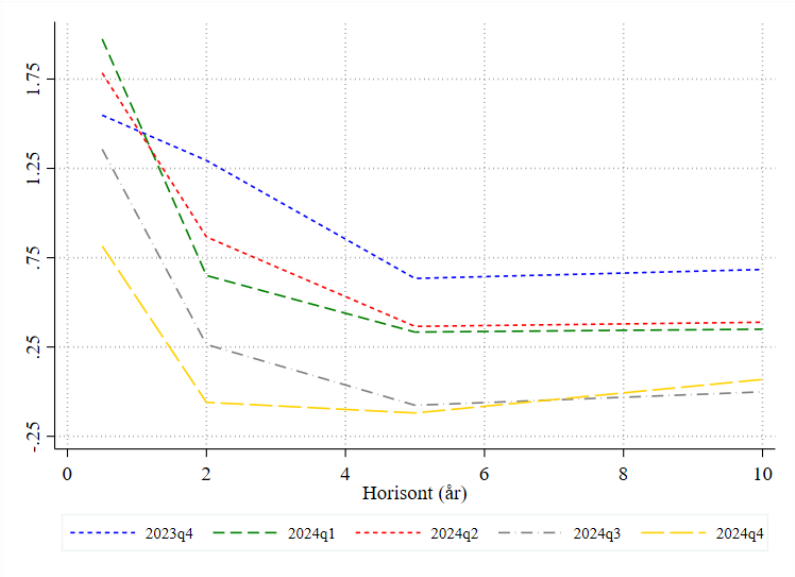
Figur 4.5 Riksbankens realräntebanor

Anm.: Realräntebanor beräknade som differensen mellan Riksbankens nominella räntebanor (se figur 4.4) minus Riksbankens prognos för KPIF-inflationen vid samma tidpunkt (se figur 4.1). Förväntad inflation är beräknad som genomsnittet av Riksbankens prognosvärden under ett kvartal. De första nio månaderna på respektive bana indikeras med heldragen linje. Längre fram i tid är banorna streckade.

Källa: Riksbanken och egna beräkningar.

I avsnitt 3 visade vi nominella avkastningskurvor för ränteplaceringar med olika löptid. Figur 4.6 visar de reala motsvarigheterna (beräknade som nominella avkastningskurvor minus inflationsförväntningar hos penningmarknadsaktörerna enligt Prospera). Kurvorna i figuren följer samma mönster som de nominella. De långa realräntorna var låga – betydligt lägre än de korta räntorna. Att de långa räntorna var så pass mycket lägre än de korta tyder på att marknaden gjorde bedömningen att framtida korta räntor (som styrräntan) skulle komma att bli lägre, i linje med räntebanorna.

Figur 4.6 Reala avkastningskurvor (2023kv4–2024kv4)



Anm.: Avkastningskurvor baserat på kvartalsgenomsnitt av räntan på svenska statsskuldsväxlar och statsobligationer minus inflationsförväntningar enligt penningmarknadsaktörernas förväntningar enligt Prospera. På 10 års horisont antas inflationsförväntningarna vara 2 procent.
Källa: Riksbanken och egna beräkningar.

Försäljning av räntebärande papper (QT)

Under 2024 fortsatte Riksbanken att avveckla sin obligationsportfölj, dels genom att inte köpa nya obligationer efter förfall, dels genom att sälja statsobligationer. Vid januarimötet beslutades att fr.o.m. februari öka takten i försäljningar från 5,0 till 6,5 miljarder kronor per månad. Figur A.1 visar Riksbankens balansomslutning i förhållande till BNP. Tredje kvartalet 2024 var förhållandet 19,2 procent och ett år dessförinnan 22,2 procent. I förhållande till BNP minskar balansomslutningen i ungefär samma takt i USA, euroområdet och Storbritannien.

5 Utvärdering

Vi börjar med att studera måluppfyllelsen, dvs. vad som hänt med inflationen och inflationsförväntningarna under året, och därefter gör vi en bedömning om de penningpolitiska besluten var ändamålsenliga och väl avvägda.

5.1 Måluppfyllelse

Har Riksbanken uppnått målet om prisstabilitet? Vi börjar med att diskutera förväntningarna på framtida inflation och sedan inflationsutfallen under året.

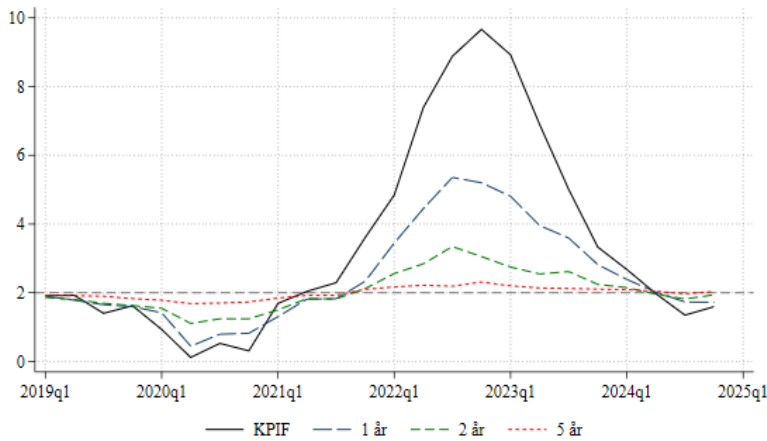
Inflationsförväntningarna

Riksbankens viktigaste uppgift är att tillhandahålla ett nominellt ankare och förankra inflationsförväntningarna. Figur 5.1 visar inflationen enligt KPIF tillsammans med inflationsförväntningarna uppmätta av Prospera. I takt med att inflationen sjönk föll de kortsiktiga inflationsförväntningarna gradvis. Inflationsförväntningarna på ett och två års sikt föll under 2024 något under målet på 2 procent. När inflationen på ett påtagligt sätt avviker från målet är det naturligt att de kortsiktiga inflationsförväntningarna också avviker från målet, eftersom en välavvägd penningpolitik inte med alla medel bör sträva efter att direkt återföra inflationen till målet — de realekonomiska kostnaderna skulle då bli orimligt stora. Det är dock av helt central betydelse att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna inte tappar sin förankring till inflationsmålet. Vi kan konstatera att inflationsförväntningarna på fem års sikt har varit stabila ända sedan uppgången 2021. Detta ger en klar indikation om att förtroendet för inflationsmålet har bibehållits.

Inflationen under 2024

I början av 2024 var inflationen enligt KPIF 3,3 procent, vilket är över målet på 2 procent. Inflationen hade dock fallit kraftigt under hela 2023, från 10,2 procent i december 2022 till 2,3 procent i december 2023. Inflationen fortsatte att sjunka under 2024 och bottnade på 1,1 procent i september 2024.

Figur 5.1 Inflationsförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt (KPIF, 2019–2024)



Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF). Inflationsförväntningarna enligt Prospera, avser alla aktörer. Procent. Kvartalsdata. Varje punkt avser kvartalet som startar vid den tidpunkten. Den horisontella linjen illustrerar inflationsmålet.
Källa: Riksbanken.

I en jämförelse av figur 4.1 och 4.2 ser vi att den underliggande inflationen (utan energipriser) under början och merparten av 2024 legat avsevärt över inflationen mätt i KPIF. Detta gäller i stort också för prognoserna. Vi ser även att den underliggande inflationen är betydligt mindre volatil, när det gäller både utfall och prognoser. Dessa mönster är en uppenbar konsekvens av fallande och volatila energipriser. Den underliggande inflationen nådde 2 procent i mitten av året, då KPIF-inflationen var klart under målet. Att Riksbanken avvaktade med att sänka styrräntan tills den underliggande inflationen var nära 2 procent ger intrycket att stor vikt fästes vid just den underliggande inflationen. I tider av hög volatilitet i energipriser kan detta vara rimligt. Ett snabbt fall i energipriserna kan följas av en snabb uppgång. Den underliggande inflationen kan då ge en bättre indikation om vart inflationen är på väg. Om Riksbanken bedömer att så är fallet och att extra stor vikt därför läggs vid den underliggande inflationens utveckling bör detta tydligt kommuniceras och motiveras. Vi bedömer att detta hade kunnat göras på ett tydligare sätt.⁸

5.2 Har politiken varit väl avvägd?

Givet den tydliga nedåtgående trenden i inflationen under 2023, som sedan fortsatte under första halvåret av 2024, och den svaga konjunkturen är det naturligt att fråga sig om Riksbanken borde ha sänkt styrräntan tidigare och mer. Under året kritiserades Riksbanken för just detta (se t.ex. Dagens Industri (2024), Expressen (2024) och Svenska Dagbladet (2024a, b, c, d))⁹.

⁸ Till exempel skiftade fokus från KPIF till KPIF-XE i scenarioanalysen i den penningpolitiska rapporten i juni utan att det kommenterades.

⁹ Även Svenskt Näringsliv, LO och Swedbank var kritiska (Svenskt Näringsliv, 2024; SVT, 2024; EFN, 2024).

Figur 4.3 visar styrräntans utveckling i detalj under året och vi har med tre vertikala linjer indikerat de penningpolitiska möten då Riksbanken valde att inte ändra styrräntan. Dessa möten ägde rum i januari, mars och juni. Man sänkte räntan vid fem tillfällen: vid majmötet och vid de sista fyra mötena, alla med 25 punkter förutom i november då man sänkte med 50 punkter. Vår övergripande bedömning – givet i) att inflationen i början av året nästan nått målet på 2 procent i årstakt, ii) att konjunkturen var svag och ingen markant förbättring förväntades inträffa i närtid, iii) att ränteläget givet den låga inflationen låg på en historiskt sett hög nivå (4 procent) och iv) att den information om inflation och konjunktur som successivt kom in under året inte innebar en ändrad bild – är att en successiv sänkning under året från 4 till 2,5 procent var rimlig. Den exakta tajmningen är förstås svårare att optimera. En fråga är om det givet den tillgängliga informationen hade varit ett bättre beslut att sänka räntan vid något av de tidigare tillfällena. Vår bedömning är att besluten i januari och mars var väl avvägda, även om en sänkning t.ex. i mars också hade kunnat motiveras; man sänkte i stället i maj. Vår slutsats om junimötet är däremot att fördelarna med en sänkning övervägde de nackdelar som fanns. Hade man sänkt i juni skulle någon av sänkningarna senare kunnat undvikas eller göras mildare, men slutpunkten att hamna på 2,5 procent efter sista mötet för året var alltså ändå välgrundad utifrån vår analys.

För att förklara vår metod – vilka argument vi identifierar som väsentliga, speciellt när det gäller en möjlig sänkning i juni – väljer vi att mer i detalj kommentera junimötet och den information som fanns då; man behöll alltså räntan oförändrad på en åtstramande nivå, trots att KPIF-inflationen och prognoserna var vid eller under målnivån. Innan vi diskuterar detta noterar vi att såväl Konjunkturinstitutets (KI) prognoser för Riksbankens styrränta som marknadsförväntningarna låg under Riksbankens egna prognoser för sin räntesättning. Av figur 5.2 framgår att KI förutspådde att Riksbanken skulle sänka räntan snabbare och framöver ligga på en lägre nivå än vad Riksbanken själv prognostiserade. Detsamma kan sägas om finansmarknadernas förväntningar på Riksbanken, vilka också visas i figuren.¹⁰ Att andra aktörers räntebanor ligger under Riksbankens bana i juni är en indikation på att andra aktörer uppfattade Riksbankens bana som för stram och inte helt trovärdig.

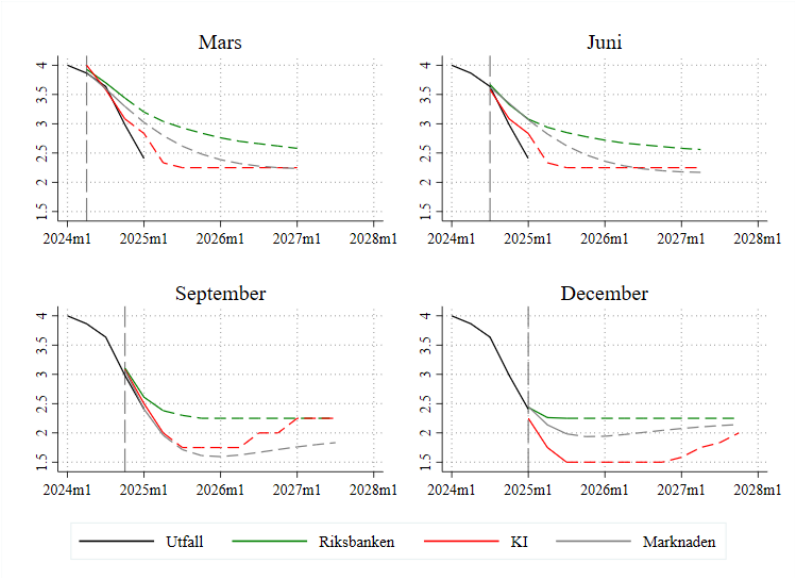
¹⁰ Det är viktigt att komma ihåg att varken KI:s prognos eller finansmarknadens räntebanor speglar vad som vore en optimal penningpolitik. Finansmarknadens räntebanor speglar förväntan på Riksbankens penningpolitik. KI:s räntebana på kort sikt (0–6 månader) reflekterar KI:s prognos för Riksbankens beslut, medan den över en längre tidshorisont reflekterar KI:s syn på Riksbankens penningpolitik om Riksbanken skulle använda samma makroekonomiska prognoser som KI.

I en avvägning mellan att lämna räntan oförändrad, vilket alltså gjordes i juni, och att sänka den kan flera aspekter vara viktiga att beakta:

- det svenska konjunkturläget, vilket delvis är en funktion av det globala konjunkturläget, och resursutnyttjandet i ekonomin
- inflationen och inflationsutsikterna
- andra centralbankers penningpolitik och effekter av denna på växelkursen och andra faktorer som kan påverka växelkursen
- eventuella skillnader i kostnader förknippade med låga och höga inflationsutfall
- eventuella kostnader förknippade med att behöva reversera styrräntans riktning.

Nedan resonerar vi kring vilken information om dessa omständigheter som fanns i juni och dess relevans för det penningpolitiska beslutet. Centralt är att bedöma om penningpolitiken var för stram givet den tillgängliga informationen och Riksbankens prognoser. Dessutom är det intressant att undersöka om Riksbankens prognoser förefaller rimliga. För att kunna uttala oss om detta jämför vi Riksbankens prognoser med KI:s. Det finns flera skäl till att vi väljer just KI:s prognoser. För det första har KI ett högt anseende när det gäller prognoser.

Figur 5.2 Riksbankens, KI:s och finansmarknadens räntebanor



Anm.: Jämförelse mellan Riksbankens och KI:s räntebanor samt räntebanor enligt finansmarknadens förväntningar. De streckade vertikala linjerna anger starten för banorna. De första nio månaderna på respektive bana indikeras med heldragen linje. Längre fram i tid är banorna streckade. KI:s räntebana anger för de första sex månaderna en prognos för Riksbankens penningpolitik. Längre fram i tid anger KI:s bana en prognos för penningpolitiken om Riksbanken hade haft samma prognos som KI. Den svarta linjen anger utfallet för styrräntan som kvartalsgenomsnitt.
Källa: Riksbanken och KI.

För det andra gör KI en heltäckande prognos över ekonomins alla delar, inklusive räntebanor och BNP-gap, vilket gör den jämförbar med Riksbankens. För det tredje riktade KI under 2024 kritik mot Riksbankens strama och otydliga penningpolitik (Svenska Dagbladet, 2024b). Vi avstår från att utvärdera prognoserna efter deras överensstämmelse med utfallen, eftersom det ligger utanför denna rapports uppdrag och eftersom en utvärdering av kvaliteten i olika prognoser i vilket fall måste avse en betydligt längre tidsperiod än ett år.¹¹

Vi inleder vår diskussion om huruvida penningpolitiken var rätt avvägd genom att beskriva det svenska konjunkturläget och diskuterar sedan inflationsutsikterna och övriga aspekter. När det gäller konjunkturläget och inflationen gör vi jämförelser med KI.

Det svenska konjunkturläget och resursutnyttjandet

Figur 5.3 visar bedömningar av BNP-tillväxten i samband med Riksbankens fyra rapporttillfällen.¹² Förutom i december är skillnaderna mellan KI:s och Riksbankens prognoser för tillväxten små. Figur 5.4 visar Riksbankens och KI:s syn på BNP-gapet, dvs. skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP, samt prognoser för detta. Av figuren framgår att KI genomgående bedömer att konjunkturläget är sämre än Riksbankens bedömning, dvs. att ekonomin är längre ifrån fullt resursutnyttjande. Detta gäller såväl bakåt som framåt i tiden. I slutet av året är skillnaden betydande, över 1 procentenhet. Det är värt att påpeka att det är genuint svårt att beräkna nivån på den potentiella produktionen, och metoderna har skiftat över tid och är inte desamma i alla myndigheter. Därmed går det inte att invändningsfritt och med exakthet beräkna BNP-gapet, inte ens i ett tillbakablickande perspektiv. Att olika myndigheter gör olika beräkningar av potentiell produktion och därmed av BNP-gapet är inte heller en uppenbar nackdel. Det kan tvärtom vara en fördel att inte alla gör detta på samma sätt. Det är dock viktigt att enskilda myndigheters prognoser är konsistenta. Bedömer man att potentiell produktion är högre och därmed att BNP-gapet är mer negativt, bör detta (allt annat lika) implicera att inflationen bedöms bli lägre och påkalla en mindre åtstramande penningpolitik.

Figur 5.5 visar prognoserna för arbetslösheten. Generellt sett är prognoserna relativt nära varandra och särskilt när det gäller juniprognosen gör Riksbanken och KI mycket likartade bedömningar.¹³ Båda reviderar upp den förväntade arbetslösheten under 2024 jämfört med marsprognoserna.

Sammantaget är vår bild att Riksbanken är ungefär lika pessimistisk när det gäller konjunktorens utveckling i närtid som KI. Däremot gör KI bedömningen

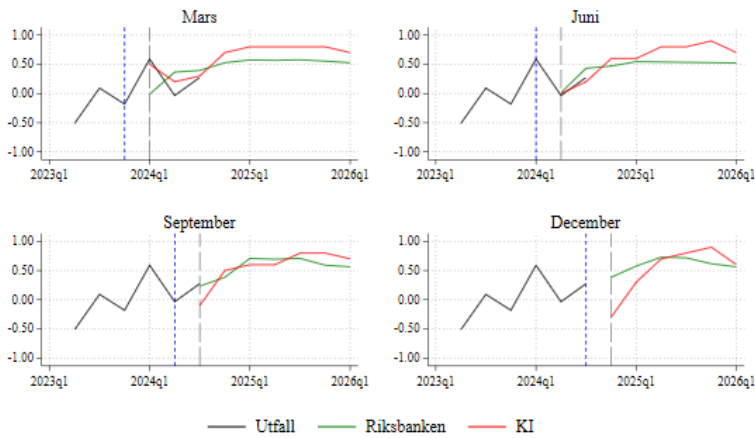
¹¹ Konjunkturinstitutet (2025) utvärderar olika prognosmakare.

¹² KI publicerade sina Konjunkturrapporter under 2024 så gott som samtidigt som Riksbankens penningpolitiska rapporter. Datumen för publicering är 2024-03-26, 2024-06-19, 2024-09-26 och 2024-12-20, vilket innebär att tidsskillnaden som mest var sju dagar (i juni).

¹³ Utsikterna för sysselsättningsgraden sammanfaller i stor grad med arbetslösheten. Men prognoserna för sysselsättningsgraden är svårtolkade på grund av en revidering av prognosen för befolkningsmängden mellan prognoserna i mars och juni, se figur A.3 samt Riksbanken (2024h).

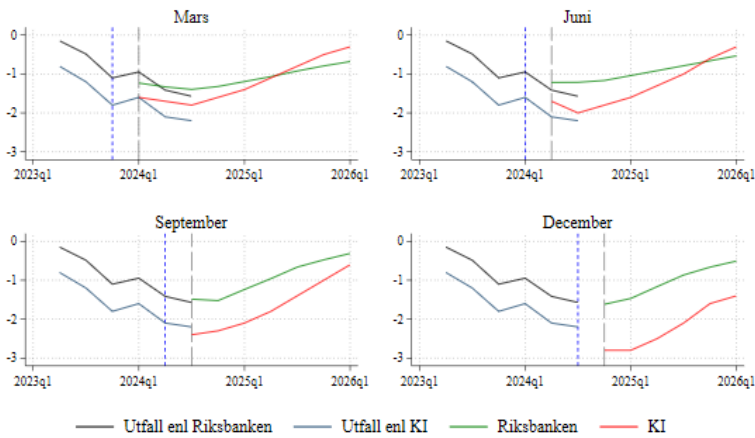
att lågkonjunkturen är djupare än vad Riksbanken säger i sin bedömning i den meningen att KI bedömer att potentiell BNP är högre.

Figur 5.3 BNP-tillväxt och prognoser under 2024 av Riksbanken och KI



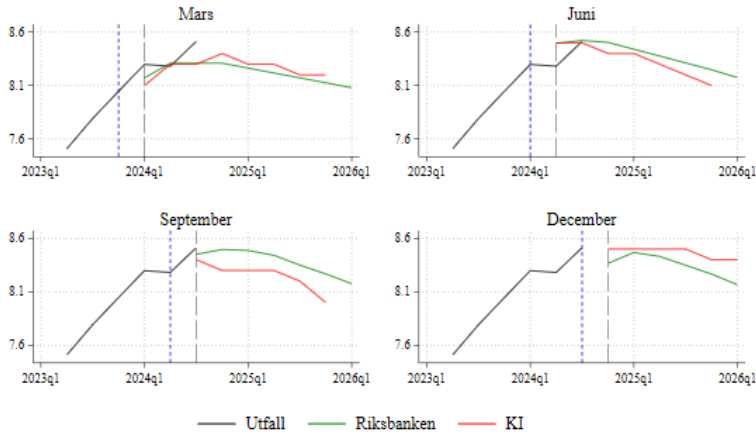
Anm.: Procent. Kvartalsdata. BNP är mätt som kvartalsförändring med fasta priser, säsongrensade värden. Varje punkt avser utfallet för kvartalet som börjar vid den tidpunkten. De olika figurerna avser informationen vid de penningpolitiska möten där det publiceras en fullständig rapport (se tabell A.1). De vertikala blåstreckade linjerna visar det senaste kända utfallet vid respektive möte, och mötena indikeras av de vertikala gråstreckade linjerna.
Källa: Riksbanken och KI.

Figur 5.4 BNP-gap och prognoser under 2024 av Riksbanken och KI



Anm.: Procent. Kvartalsdata. Procent av potentiell BNP där potentiell BNP är mätt med fasta priser, kalender- och säsongrensade värden. Varje punkt avser utfallet för kvartalet som börjar vid den tidpunkten. De olika figurerna avser informationen vid de penningpolitiska möten där det publiceras en fullständig rapport (se tabell A.1). De vertikala blåstreckade linjerna visar det senaste kända utfallet vid respektive möte, och mötena indikeras av de vertikala gråstreckade linjerna.
Källa: Riksbanken och KI.

Figur 5.5 Arbetslösheten 2024–2025, utfall och prognoser av Riksbanken och KI



Anm.: Procent. Kvartalsdata. Arbetslösheten är mätt bland kvinnor och män i åldern 15–74 år, kalender- och säsongrensade värden. Varje punkt avser utfallet för kvartalet som börjar vid den tidpunkten. De olika figurena avser informationen vid de penningpolitiska möten där det publiceras en fullständig rapport (se tabell A.1). De vertikala blåstreckade linjerna visar det senaste kända utfallet vid respektive möte, och mötena indikeras av de vertikala gråstreckade linjerna.

Källa: Riksbanken och KI.

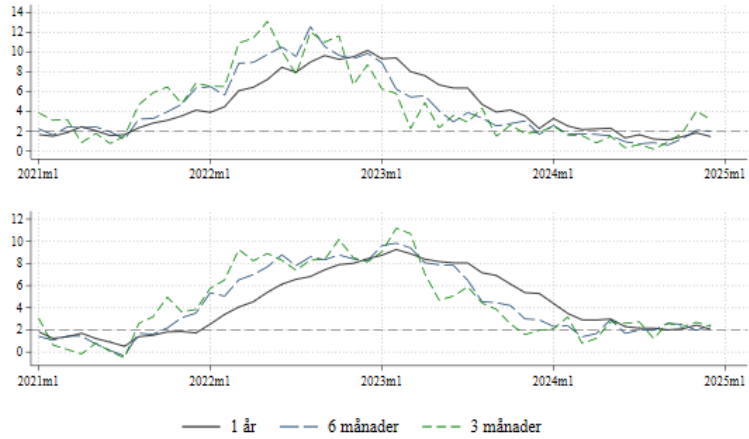
Inflationen och inflationsutsikterna

Till grund för bedömningen av om penningpolitiken har varit väl avvägd är det relevant att få en ögonblicksbild av hur inflationen utvecklades under 2024. Inflationen mäts normalt på årsbasis, som prisförändringarna under de föregående tolv månaderna. Det betyder att om inflationen är på väg nedåt kommer inflationen under de senaste tre eller sex månaderna att vara lägre än det officiella måttet som avser de senaste tolv månaderna. En sådan eftersläpning i det måttet kallas för baseffekter. En uppenbar risk med att fokusera på det måttet, dvs. inflationen under de senaste tolv månaderna, är att penningpolitiken kan bli alltför bakåtblickande och att räntan anpassas alltför sent. Figur 5.6 visar därför hur inflationen utvecklades under 2024 under kortare tidsintervall (för jämförbarhet anges prisförändringstakten i procent per år). Den övre panelen beskriver att KPIF för de senaste sex månaderna föll under målet på 2 procent redan i december 2023 och sedan i stort sett låg på eller under målet under hela 2024. KPIF-inflationen de senaste tre månaderna var betydligt mer volatil men var långvarigt på eller betydligt under målet tills november 2024. Den undre panelen visar den underliggande inflationen beräknad på samma sätt. Sett över sex månader kom den under 2 procent i mars 2024 och höll sig sedan runt målet under resten av året. Tremånadersgenomsnittet visar en liknande utveckling, men översteg 2 procent under årets sista fyra månader.¹⁴

¹⁴ Det här berodde enligt Riksbanken delvis på oväntat höga livsmedels- och varupriser samt administrativa priser och hyror som avspeglar tidigare kostnadsökningar.

Sammanfattningsvis visar detta att inflationen borträknat baseeffekter var vid eller åtminstone nära målet redan i början av 2024. Vid junimötet hade detta bekräftats och prognosen för KPIF-inflationen låg under målet för hela prognosperioden.

Figur 5.6 Inflationen i årstakt över de senaste tre, sex och tolv månaderna enligt KPIF (över) och KPIF-XE (under) 2020–2024



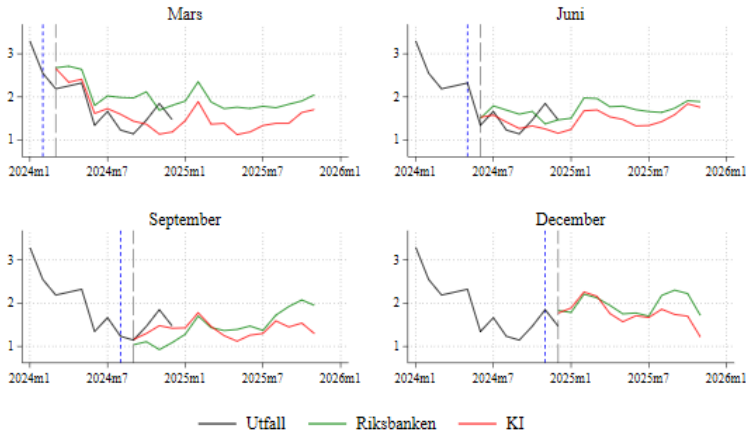
Anm.: Inflation i årstakt enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) och konsumentprisindex med fast ränta exklusive energipriser (KPIF-XE). Procent. Månadsdata, säsongrensat. Den horisontella linjen markerar 2 procent.
Källa: Riksbanken.

För att utvärdera den penningpolitiska avvägningen är det också relevant att undersöka om Riksbankens inflationsprognoser förefaller rimliga. Figur 5.7 jämför Riksbankens prognoser för KPIF-inflationen med KI:s. I stort är prognoserna lika, förutom att KI redan i mars bedömde att inflationen skulle falla betydligt under målet under hela 2024. Riksbanken gjorde samma bedömning fr.o.m. juni, dvs. att KPIF-inflationen skulle ligga under eller på målet under resten av 2024 och under första halvåret 2025. Figur 5.8 visar motsvarande prognoser för den underliggande inflationen. Riksbankens prognoser under första halvåret var att inflationen enligt detta mått skulle stabiliseras runt 2 procent medan KI:s prognos förutspådde att fallet skulle fortsätta ned mot 1 procent.

Givet prognoserna för konjunkturen (BNP, arbetslöshet och sysselsättning) och inflationen som vi hittills redovisat är det tydligt att skillnaden i KI:s och Riksbankens räntebanor främst kan motiveras utifrån skillnader i bedömt BNP-gap och inflationsprognoser. Riksbanken bedömde att BNP-gapet var mindre än vad KI gjorde och, konsistent med detta, att den underliggande inflationen skulle bli högre.

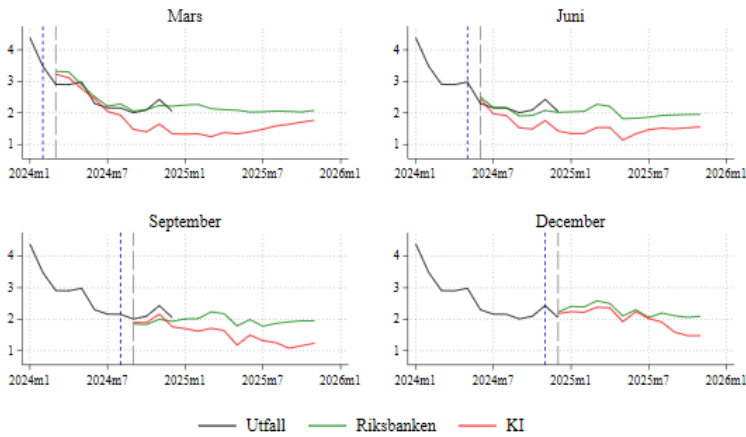
Baserat på enbart Riksbankens bedömning av konjunkturen och inflationen förefaller det likväl som att penningpolitiken var väl stram under framför allt första halvan av 2024. Även andra omständigheter var dock av betydelse för bedömningen av den valda penningpolitiken, och vi diskuterar dessa nedan.

Figur 5.7 Inflationen 2024–2025, utfall och prognos för KPIF av Riksbanken och KI



Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF). Procent. Månadsdata. Varje punkt avser månaden som startar vid den tidpunkten. De olika figurerna avser informationen vid de penningpolitiska möten där det publiceras en fullständig rapport (se tabell A.1). De vertikala blåstreckade linjerna visar det senaste kända utfallet vid respektive möte, och mötena indikeras av de vertikala gråstreckade linjerna. Källa: Riksbanken och KI.

Figur 5.8 Inflationen 2024–2025, utfall och prognos för KPIF-XE av Riksbanken och KI



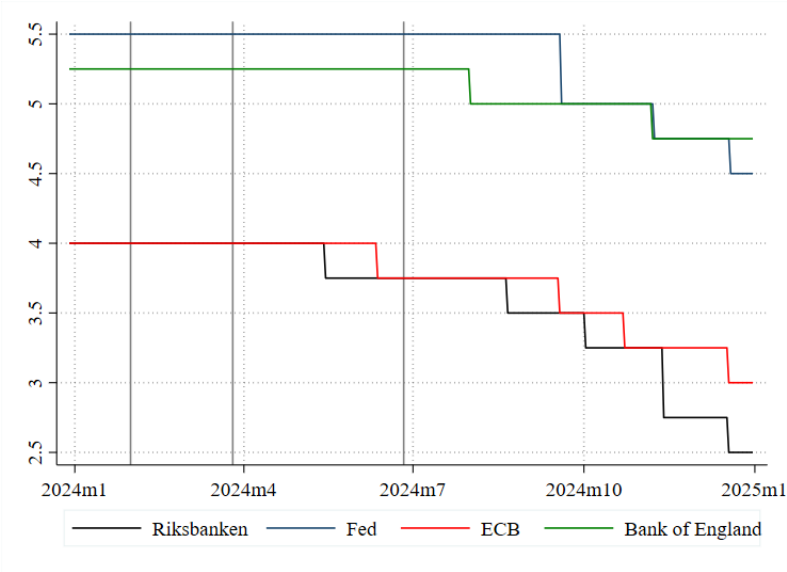
Anm.: Årlig inflation enligt konsumentprisindex med fast ränta exklusive energipriser (KPIF-XE). Procent. Månadsdata. Varje punkt avser månaden som startar vid den tidpunkten. De olika figurerna avser informationen vid de penningpolitiska möten där det publiceras en fullständig rapport (se tabell A.1). De vertikala blåstreckade linjerna visar det senaste kända utfallet vid respektive möte, och mötena indikeras av de vertikala gråstreckade linjerna. Källa: Riksbanken och KI.

Växelkursen och andra centralbankers agerande

En faktor som kan påverka Riksbankens penningpolitiska beslut är potentiella effekter på växelkursen. Under hela den senaste tidsperioden med hög inflation har Riksbanken uttryckt en oro för ett högt genomslag på inflationen från en svag växelkurs. Som vi diskuterade redan i avsnitt 3 utvecklades Sveriges konjunktur svagt i jämförelse med andra ekonomiers och under 2024 kom inflationen ned till målet förhållandevis tidigt i Sverige, vilket i sig skulle motivera att Riksbanken inleder med sänkningar av styrräntan innan andra centralbanker. Men i protokollen under första halvan av 2024 diskuteras ofta att en räntesänkning skulle leda till en svagare krona, framför allt om Riksbanken går före andra centralbanker. Detta skulle då leda till mer importerad inflation (dvs. högre importpriser) och försvåra återgången till målet.

Figur 5.9 visar i detalj hur centralbankerna ändrade styrräntan under 2024. I och med sänkningen i maj var Riksbanken ändå först med att sänka, följt av ECB. Riksbanken sänkte styrräntan två gånger innan Federal Reserve sänkte första gången.

Figur 5.9 Styrräntorna under 2024 för Riksbanken, Federal Reserve och ECB



Anm.: Dagsdata för fyra centralbankers styrräntor. De tre vertikala linjerna anger tidpunkten för Riksbankens penningpolitiska möten som inte ledde till en ändring av styrräntan (januari, mars och juni). Källa: Riksbanken (2025).

Vår bedömning är likväl att alltför stor vikt har fästs vid räntans effekt på växelkursen och därmed på inflationen. Det är i och för sig väl belagt att svensk inflations känslighet för växelkursförändringar har ökat i samband med den kraftiga uppgången i inflationen. Det är möjligt att denna höga känslighet kommer att leva kvar. Det finns därför fog för att bevaka utvecklingen av växelkursen. Sambandet mellan ändringar i styrräntan och växelkursen är dock svagt och

osäkert (se avsnitt 2.3). Forskningen ger ingen tydlig slutsats när det gäller kronkursens rörelse i samband med förändringar i differensen mellan Riksbankens och t.ex. Federal Reserves styrräntor.¹⁵ Dessutom är det rimligen inte så viktigt vilken centralbank som sänker först om de andra sedan också sänker räntan med en viss eftersläpning.

Eventuella skillnader i kostnader förknippade med låga och höga inflationsutfall

Ytterligare en omständighet som Riksbanken måste förhålla sig till i avvägningen är hur olika inflationsrisker ska värderas. Ett vanligt förekommande argument i protokollen under första halvan av 2024 är att dagens situation är präglad av stor osäkerhet, bl.a. geopolitisk sådan, som framför allt leder till ”uppsidesrisker” för inflationen. Därmed är det önskvärt, enligt protokollen, att avvakta med att sänka räntan. Det är något oklart om dessa uppsidesrisker avser högre sannolikheter för hög än för låg inflation eller högre kostnader förenade med hög än med låg inflation. Eftersom Riksbankens inflationsprognoser bör vara väntevärdesriktiga vägs dock rimligen sannolikheten för höga utfall in i prognosen. Däremot kan man argumentera för att kostnaden för avvikelser från inflationsmålet är asymmetriska, dvs. att det är olika stora kostnader förknippade med låga och höga inflationsutfall.¹⁶ Det finns stöd för påståendet att den fleråriga perioden med låg inflation visat att risken för en okontrollerad deflationsspiral är mindre än vi tidigare trott. Det är svårare att hävda att risken för en inflationsspiral, där inflationsförväntningarna tappar sin förankring vid inflationsmålet, också minskat. Därmed skulle kostnaderna med avvikelser möjligen kunna bedömas som asymmetriska. Det hade enligt vår bedömning alltså möjligen kunnat vara rimligt att åsätta högre kostnader för inflation över än under målet, åtminstone för tiden vi utvärderar i denna rapport eftersom vi nyligen gått igenom en ny period med hög inflation och läget fortfarande skulle kunna beskrivas som oroligt. Det är dock för oss inte helt klart hur Riksbanken tänkte i fråga om uppsidesrisker. Vi menar därför att det hade varit värdefullt om Riksbanken varit tydligare i beskrivningen av sin analys i detta avseende.

Risken att behöva reversera styrräntans trend

En sista aspekt att diskutera är frågan om det är förenat med samhällsekonomiska kostnader att skifta mellan höjningar och sänkningar av styrräntan. Under 2024 finns i protokollen tecken på att denna kostnad bedömdes som betydande. Vid upprepade tillfällen nämns att tajmningen för sänkningen av

¹⁵ Till exempel visar Mueller, Tahbaz-Salehi och Vedolin (2017) att Federal Reserves och Bank of Japans styrränteförändringar påverkar valutakurser men att detta inte gäller för andra centralbankers styrränteförändringar.

¹⁶ I många modeller används en kvadratisk kostnadsfunktion för att approximera avvikelser från inflationsmålet. Då är kostnaden symmetrisk – en avvikelse med ett visst antal procent är lika kostsam oavsett om den är positiv eller negativ. Det finns dock inget som säger att kostnaden måste vara symmetrisk på detta vis.

styrräntan är en svår fråga men att styrräntan ska börja sänkas redan innan inflationen är på målet. Frågan är emellertid hur nära målet den bör vara. Enligt protokollen anser Riksbanken att den bör ha en prövande hållning och därmed bibehålla en hög styrränta förhållandevis länge på grund av olika osäkerheter. Argumentet som framförs är att Riksbanken bör sänka lite grann och sedan se vad effekten blir på hushållens respons, företagens prissättningsbeteende och hur nära fullt resursutnyttjande ekonomin hamnar. Denna argumentation är problematisk eftersom vi vet att penningpolitikens effekter på realekonomin och inflationen typiskt sett uppstår med betydande eftersläpning och, dessutom, att effekterna av enstaka små ändringar är mycket svåra att detektera.¹⁷ Därför framstår resonemanget för oss snarare som att Riksbanken gör en avvägning mellan risken att göra två typer av fel: att sänka för sent och att sänka nu men att senare behöva reversera och höja igen. Att tänka i termer av en sådan avvägning är inte unikt för Riksbanken utan verkar förekomma även i andra centralbankers penningpolitik.¹⁸ Det framstår alltså som att centralbanker generellt upplever en reversering av styrräntan som kostsam. Det är dock inte uppenbart vari denna kostnad består. Det är förstås uppenbart att en penningpolitik som bygger räntebesluten på den senast inkomna inflationssiffran skulle leda fel och sannolikt leda till alldeles för stor variabilitet i styrräntan. Men ny information om det mer långsiktiga inflationstrycket i ekonomin och om inflationsförväntningarna bör få genomslag i räntebesluten.

En möjlig kostnad av en reversering skulle kunna bestå i en trovärdighetsförlust. Här menar vi dock att en väl utformad kommunikation kan eliminera eller åtminstone kraftigt minska denna kostnad. Reverseringar är ibland nödvändiga. En centralbanks trovärdighet bygger också på att allmänheten förväntar sig att penningpolitiken faktiskt ändras när ny relevant information tillkommer. Om centralbanken bedriver en begriplig penningpolitik bör kostnaden förknippad med att ändra sig inte alls vara särskilt stor. Det ter sig inte lämpligt att ständigt ändra styrräntan upp och ned vid varje möte, speciellt om informationen mellan mötena inte ändrats markant. Men om ny information inkommer och Riksbanken av rädsla för att tappa ansiktet blir alltför senfärdiga och försiktiga är det till skada för ekonomin och även för Riksbankens trovärdighet. Vi bedömer att det kan ha funnits tendenser till detta under första halvan av 2024.

Det är alltså viktigt att en centralbank kommunicerar att den kan komma att reversera styrräntans utveckling och avvika från sina prognoser om ny information inkommer. Det räcker dock inte med att poängtera detta, utan man bör beskriva vilka olika typer av utfall som man särskilt tror skulle kunna påkalla en reversering. Ett sätt att göra detta är att presentera olika scenarier, vilket påpekades i Hassler, Krusell och Seim (2023). På detta sätt minskar kostnaden

¹⁷ Det finns förvisso skäl att tro att penningpolitiken i Sverige verkar med en mindre fördröjning än i många andra länder och att fördröjningen kan ha blivit kortare på senare tid, men studier pekar ändå på att maximal effekt uppnås först efter 4-8 kvartal (Erikson och Walentin, 2024; Di Casola och Iversen, 2019; Hopkins, Lindé och Söderström, 2009; och Lindé, Nessén och Söderström, 2009).

¹⁸ Två vanliga uttryck för detta på engelska är "interest rate smoothing" och "policy inertia".

för reverseringar av tidigare beslut. Vi noterar att Riksbanken följt detta råd och hoppas att detta befästs och utvecklas ytterligare.¹⁹

Våra slutsatser om den penningpolitiska avvägningen

Efter denna genomgång är vår första slutsats följande. De penningpolitiska besluten, vilka innebar att styrräntan i etapper sänktes från 4,0 till 2,5 procent, var överlag väl avvägda. Men det framstår ändå som att Riksbanken borde ha sänkt styrräntan något snabbare, t.ex. med en sänkning i juni, som en följd av nedgången i inflationen, inflationsförväntningarna och konjunkturen. Denna slutsats står inte i strid med det faktum att Riksbanken var först att sänka sin styrränta i den grupp av centralbanker som vi har fokuserat på. Som vi noterat ovan, befann de olika ekonomierna sig i något olika faser. Även om det är naturligt att centralbanker i sina beslut i viss mån följs åt är en fullständig synkronisering inte alls att vänta eller föreskriva. Riksbanken valde alltså enligt vår bedömning att behålla en åtstramande penningpolitik lite för länge trots att de i en internationell jämförelse var tidiga med räntesänkningarna.

Vår andra slutsats gäller bankens argumentation och kommunikation om sina beslut: dessa bör vara tydliga och konsistenta. Vi har utläst fyra skäl som framhållits för att motivera den mer åtstramande hållningen.

Två av skälen förefaller rimliga men vi är ändå kritiska mot bristen i tydlighet när det gäller dessa. Detta gäller det ökade fokuset på den underliggande inflationen och synen på kostnader förknippade med en för hög inflation. Att inflationen mätt med det officiella måttet, KPIF, var så volatil medför att det är rimligt att lägga stor vikt vid den underliggande inflationen som troligen säger mer om vart inflationen är på väg. Om ett sådant skifte i fokus görs är det däremot viktigt att tydligt kommunicera detta. På samma sätt kunde Riksbanken ha varit tydligare om huruvida de ansåg att det var asymmetriska risker kopplade till inflation, utöver det som fångas i inflationsprognoser, eller asymmetriska kostnader knutna till för hög eller för låg inflation. Detta är vår huvudsakliga invändning när det gäller dessa skäl; det är för trovärdighetens skull viktigt att argument tydliggörs och sannolikt är detta viktigare än att exakt optimera styrräntans nivå.

De andra två skälen är vi mer skeptiska till. Det första av dem är fokuset på växelkursen och att Riksbanken bedömde risken för bakslag i inflationen genom växelkurskanalen som stor, speciellt om man gick före de större centralbankerna. Evidensen för hur växelkursen påverkas av Riksbankens styrränteförändringar är svag. Det andra skälet är att Riksbanken verkar ha upplevt det som kostsamt att eventuellt behöva reversera trenden i styrräntan, och att den risken skulle varit högre om de valt att sänka tidigare under 2024. Vi menar att Riksbanken kan hantera risken med en reversering av styrräntan genom att vara tydliga i sin kommunikation. Detta kan i sin tur stärka Riksbankens trovärdighet.

¹⁹ Att det kan vara optimalt att höja räntan igen direkt efter en sänkning framgår av två scenarier i september och december 2024.

Vad var då kostnaden förenad med en kanske något för stram penningpolitik? Vi bedömer den inte som försumbar men ändå som relativt liten. En viktig anledning till detta är de finansiella förhållanden som rådde i form av låga långa räntor som vi illustrerat i avsnitt 3 och 4. I många avseenden är dessa långa räntor viktigare för den ekonomiska aktiviteten än de korta (som styrräntan).²⁰ Det är svårt att säga säkert, men att de långa räntorna var så pass mycket lägre än de korta tyder på att marknaden gjorde bedömningen att framtida korta räntor skulle komma att bli lägre. Det borde påverka företagens, och till viss del även hushållens, beteende och i så fall begränsar detta kostnaden förenad med att Riksbankens styrränta möjligen var något för hög under en del av året.²¹ En annan anledning är att vi inte gör någon annan bedömning än att en styrränta på 2,5 procent vid årets slut var väl avvägd. Det handlar alltså om att styrräntan varit aningen för åtstramande under en kortare tidsperiod.

Nytt i detta års utvärdering är att vi har haft tillgång till de underlag som Avdelningen för penningpolitik (APP) förbereder inför det penningpolitiska beslutet. Eftersom dessa underlag ger ytterligare information om vilka faktorer som gavs stor vikt och vilken analys som förbereddes kan vi också undersöka om fler argument fanns än de som nämns i beslutsprotokollen. Med anledning av vår slutsats att penningpolitiken var något för stram lite för länge har vi speciellt studerat underlagen från junimötet för att se vilken syn man hade på måluppfyllelsen och avvägningen.

Ett penningpolitiskt beslut bereds i flera steg i en process som startar flera veckor innan beslutet. En viktig punkt i beredningen är det förhållandevis stora möte som äger rum cirka två veckor innan. Mötet kallas internt för ”Stor-PBG 1” (Stor penningpolitisk beredningsgrupp). Vid det dagslånga mötet deltar direktionen och de flesta från APP. Ny information om den svenska och internationella ekonomiska utvecklingen presenteras liksom ny information om andra centralbankers penningpolitiska beslut. Fokus vid detta möte är inte att diskutera vilket beslut som direktionen bör fatta. Likväl ligger ett hypotetiskt penningpolitiskt beslut till grund för delar av den analys som presenteras. Dagen efter hålls ett möte med färre deltagare som internt kallas för ”Stor-PBG 2”. Fokus vid det mötet är på det aktuella penningpolitiska beslutet.

Vi noterar att huvudscenariot i underlaget för Stor-PBG 1 är att lämna styrräntan oförändrad men att räntebanan ändras något. I Stor-PBG 2 diskuteras och problematiseras en oförändrad styrränta betydligt mer. Det påpekas att måluppfyllelsen vid oförändrad styrränta på kort sikt är sämre eftersom BNP-gapet är negativt och inflationen är under målet. Ett antal argument för respektive emot en räntesänkning diskuteras. Den låga och fallande inflationen tillsammans med en dämpad konjunkturutveckling talar för en mindre stram

²⁰ Även om svenska hushåll och företag till största delen har kort räntebindningstid på lån så påverkas deras ekonomiska beteende i hög grad av förväntan om de framtida korta räntorna, som kan avläsas i just långa räntor.

²¹ Man kan argumentera på samma sätt om Riksbankens räntebanor. Att marknadens räntebanor ligger något under Riksbankens (se figur 5.2) visar att de finansiella förhållandena de facto inte var så strama som Riksbankens räntebanor. Om Riksbankens banor avviker på ett systematiskt sätt från marknadsförväntningarna, t.ex. är högre för det mesta, är det dock i sig problematiskt; se avsnitt 2.2, 5.3 samt Hassler, Krusell och Vestman (2024).

penningpolitik. Att sänka styrräntan är det rimliga sättet att göra detta. Argument mot en räntesänkning som framförs är att trovärdigheten för penningpolitiken kan försämrats eftersom en sänkning avviker från den guidning om framtida räntor som tidigare kommunicerats. Man menar också att handlingsutrymmet att öka räntan blir begränsat om inflationsprognoserna skulle vända uppåt igen.

Vår bedömning efter att ha studerat detta material är att det stöder den analys vi redovisat ovan. Den information som fanns vid junimötet pekade i riktning mot att en lägre ränta än den som gällde hade varit bättre avvägd. Dock bedömdes det som kostsamt för trovärdigheten att ändra räntan och riskera att behöva reversera detta beslut om inflationen åter ökade. Som vi tidigare redogjort för bedömer vi i stället att dessa kostnader är små i sammanhanget. Vår syn är att givet att Riksbanken effektivt och trovärdigt kan kommunicera att ny information bör tillåtas ändra framtida räntebeslut går det att undvika att tidigare räntebeslut och prognoser får en för stor betydelse i beslutsfattandet.

5.3 Återkoppling på hantering av kritik från tidigare rapporter

Riksbankens användning av scenarier

I varje penningpolitisk rapport som Riksbanken publicerade under 2024 presenterades två alternativa scenarier. En liknande typ av analys använde de sig också av under 2023. Dessa scenarier studerar den penningpolitiska responsen vid specifika störningar som för stunden framstår som aktuella. Den tidigare utvärderingen av Hassler, Krusell och Seim (2023) poängterade att värdet av en scenarioanalys är högt, vilket också belyses av IMF (IMF, 2025). Vi menar att scenarierna skulle ha kunnat användas ännu mer även i år. Viss återkoppling till tidigare scenarier förekommer i de penningpolitiska rapporterna, men scenarierna skulle kunna användas mer i efterhand, när faktiska utfall skiljer sig från tidigare huvudscenarier.

Som vi beskriver i avsnitt 5.2 borde Riksbanken valt att sänka räntan något tidigare under 2024. Om Riksbanken hade beslutat om detta skulle scenarioanalysen ha kunnat användas för att belysa att räntan kan komma att höjas igen senare under året. Att det kan vara optimalt att höja räntan igen direkt efter en sänkning framgår i två scenarier i september och december. I så fall hade det scenariot kunnat ingå som en del i kommunikationen redan vid mars- eller junimötet.

Vi anser också att Riksbankens scenarioanalys är värdefull för att den kan belysa hur Riksbanken förhåller sig till nya typer av risker. Ett exempel på det är när scenarierna tar höjd för olika prissättningsbeteenden hos företagen i septemberrapporten. Ett annat exempel är analysen av frågan om högre tullar i decemberrapporten. För att göra analysen ännu mer lättförståelig hade Riksbanken kunnat vara tydligare med vilka antaganden och specifika scenarier som studeras. Den nuvarande analysen framstår som mer kvalitativ än kvantitativ.

Riksbanken nämner t.ex. att asymmetrin i de två alternativa styrräntebanorna inte nödvändigtvis ska tolkas som att Riksbanken ser de risker som omgärdar prognosen för styrräntan som obalanserade. Här hade alltså mer information varit önskvärt.

Riksbankens användning av räntebanor

Förra årets rapport riktade anmärkningar mot skillnaden mellan Riksbankens räntebanor och marknadsförväntningarna. Vi förde en diskussion om att orsaken till sådana skillnader behöver klargöras, både för banken själv och för allmänheten. Oförklarade och bestående skillnader riskerar att påverka Riksbankens trovärdighet. Vi noterar också att Riksbanken i den penningpolitiska rapporten från mars 2024 diskuterar dessa frågor.

I figur 5.2 visas Riksbankens räntebanor tillsammans med marknadsförväntningarna vid rapporttillfällena. Den mest slående skillnaden mellan Riksbankens och marknadens räntebanor är att Riksbankens banor så gott som genomgående ligger högre. Differenserna visas i panelen till höger i figur A.4. I mars och juni är dock skillnaderna ganska små på kort horisont (för de närmaste tre kvartalen) medan de är större senare under året. I september är skillnaden 0,42 procentenheter på tre kvartals sikt. Över en längre horisont är skillnaderna ofta större, men det föreligger större osäkerhet kopplat till dessa prognoser och det är svårare att göra en fullständig utvärdering av vad skillnaderna beror på.²² Generellt hänger Riksbankens banor längre fram väl ihop med den makroekonomiska utveckling som banken prognostiserat. Det är en tydlig förbättring jämfört med de banor som publicerades under 2023, då banorna nu är mer konsistenta med övriga prognoser för makroekonomin. I en jämförelse med 2023 är differenserna också mindre mellan Riksbankens och marknadens räntebanor på lång horisont.

Över en kort horisont, alltså upp till tre kvartal framåt, är däremot inte skillnaderna märkbart mindre under 2024 jämfört med 2023. Gemensamt för både 2023 och 2024 är att Riksbanken är sen med att justera banan. Mer specifikt för 2024 ligger skillnaderna i linje med den kritik vi framför i den här rapporten (dvs. att Riksbanken borde ha sänkt lite tidigare). Marknaden förutspådde att Riksbanken skulle sänka tidigare under 2024, och trodde inte på de banor som Riksbanken kommunicerade. Som vi diskuterar i avsnitt 2 är detta potentiellt problematiskt, då det signalerar att trovärdigheten sviktar för räntebanan i dess roll som ett penningpolitiskt verktyg. Poängen med räntebanor som verktyg är visserligen att de ska kunna avvika från marknadens förväntningar, men det är ett problem om de systematiskt och över tid avviker för då förlorar de trovärdighet.

²² Som mest är skillnaden 0,66 procentenheter över 1,5 års horisont.

5.4 Vanlig kritik mot Riksbanken

Vi diskuterar här kort vanligt förekommande kommentarer om, och framför allt kritik mot, den förda penningpolitiken. Dessa är stiliserade och representerar inte en exakt återgivning av kommentarer som faktiskt gjorts.

1. *Många bedömare påpekade att Riksbanken gjorde fel som inte sänkte tidigare under 2024 då den kortsiktiga inflationen kommit ned kring målet. Stämmer det?*

Inte minst i tider när inflationen kraftigt avvikit från målet är det en svår bedömningsfråga att avgöra hur snabbt styrräntan kan återgå till sin normala nivå. Vi menar dock att det fanns någorlunda tydlig information som pekade i riktning mot att en något snabbare sänkning hade varit en bättre avvägning. Argumentet att detta hade kunnat komma att kräva en reversering, vilket skulle ha påverkat Riksbankens trovärdighet, är enligt vår bedömning inte tillräckligt starkt. Dock bedömer vi inte att samhället burit mer än marginella förluster av en försenad räntesänkning.

2. *Om växelkursen faller med 15 procent, blir vi då 15 procent fattigare?*

Nej, av flera skäl. Den nominella växelkursen rör sig mycket, på både kort och lång sikt, så frågan är dock väl motiverad. Särskilt i det korta perspektivet är dessa rörelser också svåra att förklara. Det är sant att de kortsiktiga fluktuationerna påverkar vår internationella köpkraft, t.ex. vad det kostar att semestra hemma eller utomlands. Men detta har endast marginella konsekvenser för vårt välstånd. En tillfälligt lägre växelkurs tenderar också att öka efterfrågan som riktas mot inhemska producenter, både genom att exporten ökar och importen minskar. Detta ökar den inhemska produktionen. Konsekvenserna av växelkursförändringar behöver därför beaktas av Riksbanken. I ett längre perspektiv finns dock ingen anledning att tro att den nominella växelkursens rörelser har några betydande konsekvenser för vårt välstånd. De kortsiktiga fluktuationerna i växelkursen är svårförklarliga och har normalt endast små effekter på den långsiktiga ekonomiska utvecklingen. Långsiktiga trender i växelkursen drivs av andra faktorer, t.ex. skillnader i inflation, och är inte uppenbart skadligt för ekonomin.

3. *Kan man lita på Riksbanken när det är oenighet inom direktionen? Är det viktigt att direktionen är enig?*

Beslut om penningpolitiken grundar sig på en sammanvägning av statistik, modeller, mindre formella bedömningar och kvalificerade gissningar. Det är ofta inte helt uppenbart vad som är rätt nivå på styrräntan. Syftet med att ha en direktion är att flera personer ska göra dessa bedömningar och diskutera dem sinsemellan. Det är normalt också så att direktionens medlemmar är specialiserade inom olika kompetensområden och därför naturligen kan ha olika perspektiv. Varken en omröstning utan diskussion eller krav på konsensus är rätt väg att gå. Oenighet kan alltså uppstå av naturliga skäl och är inget problem i sig. Framför allt är det viktigt att klargöra orsaken till oenighet om den uppstår, och därmed blir inte oenighet i sig skadlig; dock kan oenighet bottna i

stor osäkerhet t.ex. om världsläget, och denna osäkerhet kan vara problematisk för ekonomin.

4. Riksbankens jobb är enkelt – den behöver ju bara följa ECB och Fed. Behöver vi ens ha en centralbank i Sverige?

Det finns givetvis globala faktorer som på ett likartat sätt påverkar hur räntan borde sättas i Sverige, euroområdet och USA. Det är därför naturligt att räntorna ofta rör sig parallellt. Att Sverige har en egen valuta innebär dock att vi kan föra en självständig penningpolitik och bestämma ränteläget utifrån vad som är rätt för Sverige. Riksbanken behöver inte sätta och sätter inte heller alltid samma ränta som ECB och den amerikanska centralbanken; det är tvärtom slående att styrräntorna i de olika länderna skiljer sig åt så mycket (t.ex. låg den amerikanska räntan i slutet av året 2 procentenheter över den svenska). Det är ibland viktigt att denna möjlighet utnyttjas genom att Riksbanken ändrar räntan tidigare eller senare än andra centralbanker. Just 2024 är ett tydligt exempel där Riksbanken sänkte först; man följde alltså inte de andra centralbankerna utan tvärtom följde de oss. Förutsättningarna för den svenska penningpolitiken påverkas också i viss mån av vilka räntor som sätts i andra länder. Men dessa effekter är inte så starka att de gör att Riksbanken alltid behöver göra samma sak som andra länders centralbanker.

5. Varför är räntan dubbelt så hög i USA som i Sverige?

De faktorer som avgör vad som är en rätt avvägd styrränta är inte identiska i olika länder. En viktig skillnad mellan Sverige och USA är att USA har stora offentliga budgetunderskott, vilka driver på efterfrågan i ekonomin och motiverar en högre ränta. En annan viktig skillnad är att bolån i USA normalt har fast ränta under 30 år. Dessa skillnader gör att både behovet av en högre ränta och effekten av den är annorlunda i USA och i Sverige.

6. Riksbanken gör att skuldsatta hushåll lider när den höjer räntan.

Det är sant i den meningen att ett viktigt sätt, förmodligen det mest kraftfulla, som Riksbanken styr efterfrågan i ekonomin med är att påverka skuldsatta hushålls löpande räntebetalningar. Om dessa ökar blir det mindre över till att konsumera och ekonomin kyls av. Eftersom alla hushåll inte har lika stora skulder är det ofrånkomligt att förändringar i räntan påverkar olika hushåll olika mycket. Det är också ofrånkomligt att fördelningen av skulder har en tydlig generationsprofil. Unga hushåll som nyligen köpt eget boende tenderar att ha högre skulder än äldre. Men det är viktigt att skuldsättningen inte är så hög att räntehöjningar i syfte att kyla ned ekonomin när så behövs leder till allvarliga finansiella problem för många hushåll. För detta krävs ansvarsfull kreditgivning, reglering och banktillsyn.

6 Bredare frågeställningar om penningpolitiken

I detta kapitel diskuterar vi kort Riksbankens intjäning och oberoende samt de senaste årens inflation ur ett internationellt perspektiv.

6.1 Egen intjäning och återställningen av det egna kapitalet

Tidigare rapporter från Cemof har diskuterat sambandet mellan Riksbankens finansiella oberoende och möjligheten att bedriva en oberoende penningpolitik. Under 2024 accentuerades denna fråga av Riksbankens tidigare stora förluster på sitt innehav av räntebärande tillgångar. Riksbanken begärde, och fick, ett kapitaltillskott från statens budget, vilket förbättrade balansräkningen även om det egna kapitalet fortfarande inte nått tillbaka till grundnivån. Dessutom har en ändring i riksbankslagen gjorts som tillåter Riksbanken att öka sin intjäningsförmåga genom att kräva att kreditinstituten räntefritt deponerar tillgångar hos Riksbanken. Utgivningen av sedlar och mynt – en traditionell inkomstkälla för centralbanker – ger i dag inte några större tillskott eftersom sedlar och mynt numera används mycket sparsamt i ekonomin, varför möjligheten att kräva in räntefria insättningar kan ses som en alternativ finansieringsväg för Riksbanken. Vi anser fortfarande att frågan om hur Riksbankens oberoende påverkas av dess balansräkning, numera också med hänsyn tagen till den nya räntefria inlåningsformen, är av betydelse för penningpolitikens förutsättningar. Detta ämne vore intressant att utvärdera men är dock svårt och ligger utanför ramen för denna rapport.

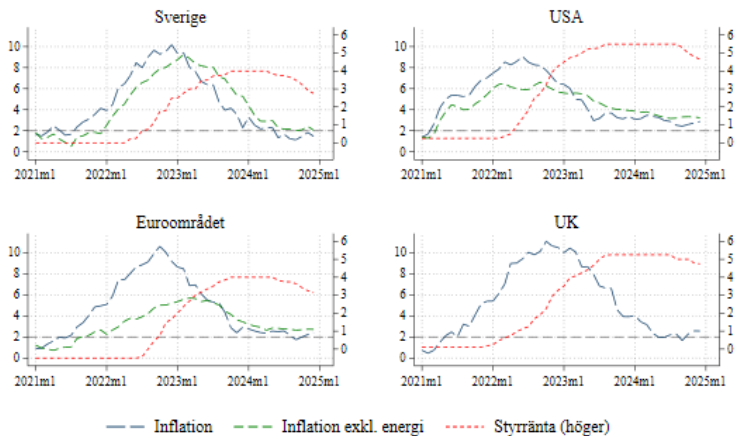
6.2 De senaste årens penningpolitik ur ett internationellt perspektiv

De senaste åren har präglats av hög inflation, på nivåer som inte observerats sedan tidigt 90-tal. Den höga inflationen har inte bara varit ett svenskt fenomen, utan den har påverkat människor och företag över hela världen. Figur 6.1 visar hur inflationen har utvecklats över de senaste fyra åren i Sverige, USA, euroområdet och Storbritannien, tillsammans med styrräntornas utveckling i respektive område. Av figuren framkommer några tydliga mönster som i stora drag ser likadana ut i de fyra områdena. Den kraftigt ökande inflationen mellan 2021 och 2023 har nu i stort sett försvunnit och vi befinner oss återigen på nivåer runt 2 procent. Styrräntorna höjdes kraftigt till följd av den högre inflationen, men alla centralbankerna väntade relativt länge med att höja räntan.

Styrräntorna ser också ut att ha behållits på relativt höga nivåer trots att inflationen sjunkit och närmast sig målen i alla de fyra områdena.²³

Även om likheterna är många visar figur 6.1 också på tydliga skillnader mellan de stora ekonomierna och Sverige. Inflationen började stiga tidigare i USA än i övriga områden, men den steg inte till fullt lika höga nivåer. Det har också varit flera bakslag i inflationen i USA, där inflationen inte kom helt ned till målet under 2024. När det gäller styrräntorna ökade Federal Reserve och Bank of England sina räntor till högre nivåer än vad som gjordes i Sverige och euroområdet. Det finns flera viktiga orsaker som skulle kunna förklara skillnaderna i den penningpolitik som förts i dessa områden. Vi avser inte att ge en uttömmande beskrivning av potentiella förklaringsfaktorer, men vi vill belysa de som ibland diskuteras i medierna och som det också finns viss forskning om.

Figur 6.1 Inflation och styrräntor i Sverige, USA, euroområdet och UK, 2021–2024



Anm.: Inflation avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA och Storbritannien (UK). Inflation exkl. energi avser KPIF-XE för Sverige, HIKP exklusive energi och livsmedel, kalender- och säsongrensade värden för euroområdet, och KPI exklusive energi och livsmedel för USA och Storbritannien (UK). Varje punkt avser utfallet för kvartalet som börjar vid den tidpunkten. Månadsdata. Källa: Riksbanken.

Sveriges lönebildningsmodell

Sveriges arbetsmarknad kännetecknas av att företagens nominella lönekostnader är förutsägbara på kort sikt (se avsnitt 2.3). Detta är rimligen fördelaktigt för Riksbanken och Sverige när inflationen tillfälligt är hög eftersom det minskar risken att ekonomin hamnar i en pris-lönespiral. Ett möjligt tecken på detta är att reallönerna minskat mindre i andra euroländer mellan 2022 och första kvartalet av 2024 än i Sverige (Konjunkturinstitutet, 2024). Att risken för en pris-lönespiral är mindre är i sin tur gynnsamt för förväntningsbildningen när det

²³ Detta relaterar till avsnitt 5.2 där vi diskuterar att centralbanker verkar uppfatta det som kostsamt att behöva reversera en ränteändring i en snar framtid.

gäller inflationen och det ökar trovärdigheten för inflationsmålet. Det innebär i sin tur att Riksbanken, åtminstone i teorin, borde vara bättre rustad och i högre grad kunna bortse från kortsiktiga utbudsstörningar, alltså att inte höja styrräntan lika mycket som andra centralbanker, och ändå bibehålla trovärdigheten för inflationsmålet.

Storleken på ekonomin och valutan

Sveriges ekonomi särskiljer sig från framför allt euroområdet och USA:s genom att vara liten och mycket omvärldsberoende. Både export och import är viktiga för svensk ekonomi och välfärd och de påverkas av växelkursen. Den svenska kronan har också en helt annan roll än den amerikanska dollarn och euron, och t.ex. geopolitisk osäkerhet bedöms ofta stärka de valutor som utgör en central del i internationella finansiella portföljer. Ökningar i vissa råvarupriser kan påverka oss annorlunda i den mån de är mer eller mindre viktiga för oss än för de andra områdena. Exempelvis kan ökade bränslepriser slå hårt i länder som är nettoimportörer men till och med ge fördelar för nettoexportörer. Då räntebeslut och räntebanor jämförs bör dessa faktorer tas hänsyn till speciellt i den mån omvärldsfaktorer påverkar de olika valutaområdena på olika sätt.

Bostadsmarknaden och räntebindningen

Penningpolitikens effekter på bostadsmarknaden får ofta mycket uppmärksamhet inte bara i medierna utan också i forskningslitteraturen. Det har ända sedan finanskrisen funnits en viss oro i Sverige att högre räntor skulle vara svåra att hantera på grund av relativt hög skuldsättning bland hushåll och kort räntebindning på bostadslån. Under den senaste tidens högre räntor har det dock visat sig att svenska hushåll har hanterat dessa högre kostnader förhållandevis bra. Detta kan delvis bero på ett ökat sparande i perioden innan inflationen steg samt att många av de mest belånade hushållen hade goda marginaler. Faktum kvarstår dock att svenska hushålls kassaflöden blir mer direkt påverkade av ränteändringar än i många andra länder.

Att svenska hushåll är mer räntekänsliga kan leda till att penningpolitiken får en snabbare och större effekt än i t.ex. USA. Amerikanska hushåll använder sig av helt andra typer av bostadslån än i Sverige; de allra flesta bostadslån har där en räntebindning på 30 år, vilket gör att hushåll inte påverkas av Federal Reserves ränteändringar via sina bostadslån i lika hög grad. Därmed är räntekänsligheten bland amerikanska husägare generellt lägre än i Sverige.²⁴ Skillnader i hushållens räntekänslighet kan ha bidragit till att Federal Reserve behövde höja räntan mer än Riksbanken för att dämpa den stigande inflationen

²⁴ Bostadsmarknaden i USA fick däremot andra allvarliga problem när räntorna började stiga. För de flesta hushåll blev det betydligt dyrare att flytta, eftersom det automatiskt leder till en omförhandling av bostadslånet, vilket gjorde att stora delar av bostadsmarknaden stagnerade (s.k. lock-in effects).

de senaste åren. Samtidigt kan det ha bidragit till att det var optimalt för Riksbanken att sänka räntan igen tidigare, då de höga räntorna kan ha fått större effekt i Sverige. Därmed vill vi poängtera att det är viktigt att Riksbanken är villig att i perioder avvika från den räntepolitik som förs av de stora centralbankerna.

Slutsatser

Världen har över tid blivit mer och mer sammanflätad och störningar i ekonomierna kan därmed spridas snabbare mellan länder. Det är därför naturligt att de senaste årens höga inflation kom att bli ett globalt problem. Trots att olika ekonomier i hög grad har stått inför liknande problem finns det stora skillnaderna mellan dem som gör att centralbankernas optimala agerande förmodligen har skilt sig åt. Vi har för att belysa denna problematik valt att främst fokusera på tre områden där Sveriges ekonomi naturligt skiljer sig åt från USA:s, euroområdets och Storbritanniens. Slutsatserna av vår diskussion här kan uttryckas på två sätt. Dels framförs ibland argumentet att svensk penningpolitik är mycket enkel och knappast ens tarvar en ambitiöst konstruerad centralbank – bara följ ECB:s räntor! Detta stämmer ofta inte, utifrån de argument vi framfört. Den analys som regelbundet görs utifrån jämförelser mellan olika centralbankers räntepolitik – av såväl Riksbanken själv som av andra – bör noggrant ta hänsyn till de skillnader i förutsättningar och transmissionsmekanismer som föreligger mellan länder. Slutligen måste vi påpeka att denna diskussion förstås är nära förknippad med en mycket bredare fråga som ligger långt ifrån vår uppgift här – den att utvärdera för- och nackdelar med att överge en självständig valuta och i stället anamma euron som betalningsmedel eller följa Danmarks väg och välja att införa en fast växelkurs mot euron.

7 Sammanfattning och avslutande kommentarer

Det har varit en händelserik period för centralbanker ända sedan inflationen började stiga under 2021. När vi ser tillbaka på hela den senaste perioden med hög inflation konstaterar vi att det penningpolitiska ramverket har varit framgångsrikt på många håll i världen, inklusive i Sverige. Inflationen har kommit ned igen nära målnivån och de långsiktiga förväntningarna är väl förankrade kring målet.

I Sverige präglades 2024 av en tilltagande lågkonjunktur, och inflationen kom tidigt under året ned mot målnivån på 2 procent. Redan i början av 2024 diskuterade Riksbanken att framtida sänkningar av styrräntan skulle bli aktuella, men man inväntade ytterligare bekräftelser på att den underliggande inflationen skulle närma sig 2 procent och den första sänkningen av styrräntan gjordes först i maj. Under året sänkte sedan Riksbanken styrräntan från 4,0 till 2,5 procent.

Vår bedömning är att penningpolitiken under året har uppfyllt sitt mål och att den överlag var välvägd men att det sannolikt hade varit bättre att sänka räntan lite tidigare. Inflationsprognoserna och förväntningarna, samt inflationen mätt med högre frekvens, var nära målet på 2 procent redan i början av året, och prognoserna visade att Riksbanken förväntade sig att inflationen skulle hamna under målet under stora delar av 2024 och även 2025.

Riksbankens argumentation och kommunikation om räntebesluten är också viktig. När vi studerar och värderar dessa argument har vi invändningar emot några av dem, medan andra förefaller rimliga. Vi är kritiska till argumentet att avvakta med att sänka räntan för att undvika en försvagning av kronkursen. Vi är även skeptiska till argumentet att det är olämpligt att sänka räntan tidigt under året för att det ökar risken att i närtid behöva höja räntan igen. Att avvakta tills effekterna av den hittills förda penningpolitiken blir synliga är heller inte ett bra argument, eftersom dylika effekter typiskt sett uppstår med betydande fördröjning och är små och svåra att detektera, när det gäller marginella ränteförändringar. I tillägg rekommenderar vi Riksbanken att framöver vara tydligare i sin kommunikation i två avseenden. Detta gäller dels bedömningen av om kostnaderna förknippade med för höga inflationsutfall är större än kostnaderna förknippade med för låga utfall, dels den mån i vilken Riksbanken i perioder av hög volatilitet i KPIF-inflationen väljer att lägga större tonvikt vid inflationsutvecklingen enligt andra mått.

Sammantaget är vår bedömning att även om Riksbankens penningpolitik var något för åtstramande i början av året och kommunikationen om denna politik kunde ha varit tydligare, så torde kostnaderna förknippade med detta ha varit små. Därför anser vi att den förda penningpolitiken på det hela taget har varit rimlig.

8 Referenser

Almgren, M. och Stoyko, D (2024) ”Is there state-dependence in the exchange rate pass-through to inflation in Sweden?”, Riksbanken Staff memo, April.

Armeliu, H., Solberger, M., Spånberg, E. och P. Österholm (2024), ”The evolution of the natural rate of interest: evidence from the Scandinavian countries”, *Empirical Economics*, 66: 1633–1659.

Calmfors, L. och Driffill, J. (1988). ”Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance”. *Economic Policy*. 3 (6): 13–61.

Dagens Industri (2024) ”Klas Eklund: Riksbanken sänker i maj”, 2024-01-08.

Di Casola, P. och Iversen, J. (2019) ”Monetary policy with high household debt and low interest rates”, Staff memo, Monetary Policy Department Sveriges Riksbank, oktober.

EFN (2024) ”Kritik mot Riksbanken: ”Borde sänkt räntan mycket tidigare””, 2024-10-08.

Erikson, H. och Walentin, K. (2024). ”Erik Thedén bör se upp för myter om penningpolitiken”. *Dagens industri*, 2024-08-14.

Expressen (2024) ”Klas Eklund: Inga hinder för Riksbanken att sänka”, 2024-06-25.

Hassler, J., Krusell, P. och Seim, A. (2023) ”Utvärdering av penningpolitiken 2022”, Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5.

Hassler, J., Krusell, P. och Vestman, R. (2024) ”Svensk penningpolitik 2023”, Rapport från riksdagen 2023/24:RFR15.

Hopkins, E., Lindé, J. och Söderström, U. (2009), ”The monetary transmission mechanism”, *Economic Review* (2).

IMF (2025) ”Sweden: 2025 Article IV Consultation”, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2025/04/01/Sweden-2025-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-565801>.

Jonsson, M. och Katinic, G. (2017) ”Är den svenska penningpolitiken i linje med Taylor-regeln?”, Riksbankens Ekonomiska kommentarer Nr 4, 27 september.

Konjunkturinstitutet (2024) ”Lönebildningsrapporten”. Dnr 2024-408.

Konjunkturinstitutet (2025) ”Utvärdering av makroekonomiska prognoser”, Specialstudie 114.

Lindé, J., Nessén, M. och Söderström, U. (2009), ”Monetary policy in an estimated open-economy model with imperfect pass-through”, *International Journal of Finance and Economics*, 14: 301–333.

Mueller, P., Tahbaz-Salehi, A. och Vedolin, A. (2017) "Exchange Rates and Monetary Policy Uncertainty", *The Journal of Finance*, 72(3), June, 1213–1252.

Piazzesi, M. (2005) "Bond Yields and the Federal Reserve", *Journal of Political Economy*, 113(2), 311–344.

Riksbanken (2016) "Penningpolitisk rapport", Sveriges Riksbank, december, fördjupning s. 29–31.

Riksbanken (2023) "Penningpolitisk rapport", Sveriges Riksbank, november, fördjupning s. 59–63.

Riksbanken (2024a) "Penningpolitiskt beslut mars 2024", <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/penningpolitisk-rapport/2024/penningpolitiskt-beslut-mars-2024/>.

Riksbanken (2024b) "Framställning om återställning av eget kapital", dnr 2024-00494.

Riksbanken (2024c) "Återställning av eget kapital", Framställning till riksdagen 2023/24:RB4.

Riksbanken (2024d) "Riksbanken föreslår att det egna kapitalet återställs till lagens grundnivå", pressmeddelande 2024-04-02.

Riksbanken (2024e) "Kapitaltillskott på 25 miljarder kronor utbetalas till Riksbanken", pressmeddelande 2024-09-24. <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pessmeddelanden/nyheter/2024/kapitaltillskottet-pa-25-miljarder-kronor-utbetalas-till-riksbanken/>.

Riksdagen (2024f) "Riksbankens framställning om återställning av eget kapital – ändring i statens budget för 2024", Finansutskottets betänkande 2023/24:FiU28.

Riksbanken (2024g) "Neutral ränta – betydelsen, begränsningar och bedömning", tal av vice Riksbankschef Anna Seim, 2024-11-26.

Riksbanken (2024h) "Penningpolitisk rapport", Sveriges Riksbank, juni, fördjupning s. 42–43.

Riksbanken (2025) "Redogörelse för penningpolitiken 2024".

Svenska Dagbladet (2024a) "Storbanken: Misstag att inte sänka räntan", Johanna Ekström TT/Svd 2024-06-25.

Svenska Dagbladet (2024b) "Styrräntan 2,5 procent i början av nästa år", 2024-07-12.

Svenska Dagbladet (2024c) "KI:s hårda kritik: 'Riksbanken är otydlig'", Ellen Hagström, Svd 2024-08-07.

Svenska Dagbladet (2024d) "Det finns ingen anledning att ha kvar foten på bromspedalen", Alexander Hultman och Peter Schwartz, Svd 2024-09-13.

Svenskt Näringsliv (2024) ”Daunfeldt efter inflationsraset: ’Riksbanken kommer få kritik’”, 2024-07-12.

SVT (2024) ”LO-ekonomen: Riksbanken måste sluta snegla på Europa”, 2024-08-20.

Westermarck, Andreas (2019) ”Lönebildningen i Sverige: Med Tyskland som kompass?”, Penning- och valutapolitik 2019:2, 90–113.

9 Appendix

Tabell A1 Penningpolitiska beslut 2024

Mötesdatum	Styrränta		Motivering*
	Förändring	Ny nivå	
31 januari (U)	0	4,0	Riksbankens räntehöjningar har bidragit till att den tidigare så höga inflationen har sjunkit. Men bortsett från energipriserna är inflationen fortsatt för hög och det finns risk för bakslag. Direktionen har beslutat att lämna styrräntan oförändrad på 4 procent. En åtstramande penningpolitik bedöms fortfarande vara nödvändig för att inflationen ska stabiliseras nära målet. Samtidigt bedömer direktionen nu att det är mindre risk för att inflationen biter sig fast på för höga nivåer. Styrräntan kan därför troligen sänkas tidigare än vad som indikeras i prognosen i november. Takten i försäljningen av statsobligationer ökades till 6,5 miljarder kronor per månad.
26 mars (R)	0	4,0	Inflationen är på väg att stabiliseras vid målet men inflationstrycket är fortfarande något förhöjt. Direktionen har därför beslutat att lämna styrräntan oförändrad på 4 procent. Om inflationsutsikterna fortsätter att vara gynnsamma kan styrräntan troligen sänkas i maj eller juni.
7 maj (U)	−0,25	3,75	Inflationen närmar sig målet samtidigt som konjunkturen är svag. Riksbanken kan därför lätta på penningpolitiken. Direktionen har beslutat att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Om inflationsutsikterna står sig kan styrräntan komma att sänkas ytterligare två gånger under andra halvåret.
26 juni (R)	0	3,75	Inflationen är nära målet och konjunkturen är svag. Direktionen anser att penningpolitiken bör anpassas gradvis och har beslutat att lämna styrräntan oförändrad på 3,75 procent. Förutsatt att inflationsutsikterna står sig kan styrräntan sänkas två eller tre gånger under andra halvåret.
19 augusti (U)	−0,25	3,50	Inflationen är på väg att stabiliseras vid målet och konjunkturen är svag. Direktionen har beslutat att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,5 procent. Om inflationsutsikterna står sig kan räntan sänkas ytterligare två eller tre gånger i år, vilket är något snabbare än i direktionens bedömning i juni.

Mötesdatum	Styrränta		Motivering*
24 september (R)	-0,25	3,25	Direktionen har beslutat att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,25 procent. Om inflations- och konjunkturutsikterna står sig kan räntan sänkas även vid de två återstående penningpolitiska mötena i år. En sänkning med 0,5 procentenheter vid något av dessa möten kan bli aktuell. Dessutom indikerar prognosen ytterligare en eller två räntesänkningar under första halvåret 2025. Styrräntan väntas därmed sänkas i en tydligt snabbare takt än vad som tidigare kommunicerats, vilket bidrar till en starkare konjunktur och en inflation nära målet.
6 november (U)	-0,50	2,75	För att ge ytterligare stöd till konjunkturen och bidra till att inflationen stabiliseras vid målet har direktionen beslutat att sänka styrräntan med 0,5 procentenheter till 2,75 procent. Om konjunktur- och inflationsutsikterna står sig kan styrräntan även sänkas i december och under första halvåret 2025, i linje med vad som kommunicerades i september.
18 december (R)	-0,25	2,50	För att ge ytterligare stöd till konjunkturen och bidra till att inflationen stabiliseras vid målet har direktionen beslutat att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 2,5 procent. Om konjunktur- och inflationsutsikterna står sig kan styrräntan sänkas en gång till under första halvåret 2025.

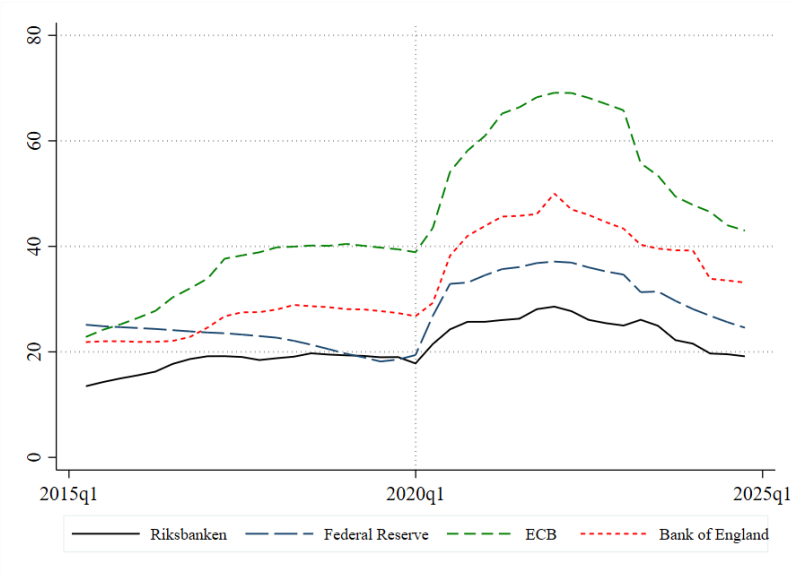
Notera: * Citat från sammanfattningarna i pressreleaser och mötesprotokoll. "U" respektive "R" anger om tillfället sammanföll med en penningpolitisk uppdatering eller rapport.

Tabell A2 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 riksbankscertifikat 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 försämrats.</i>

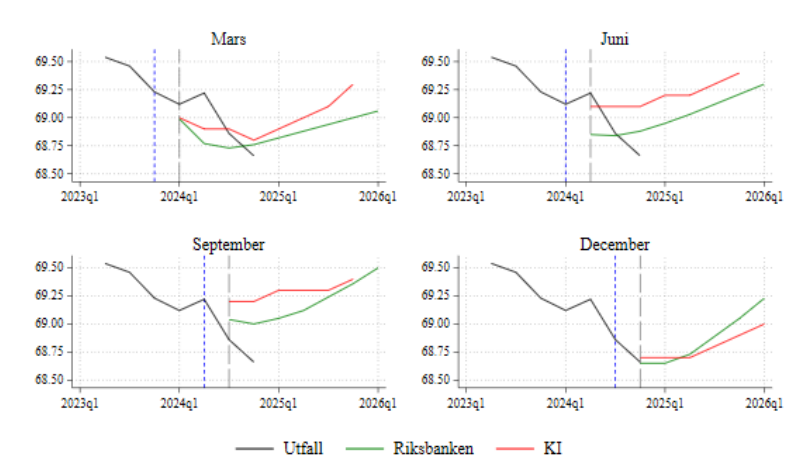
Notera: * Citat från sammanfattningarna i mötesprotokoll.

Figur A.1 Centralbankerna balansomslutning i förhållande till BNP (2015–2024)

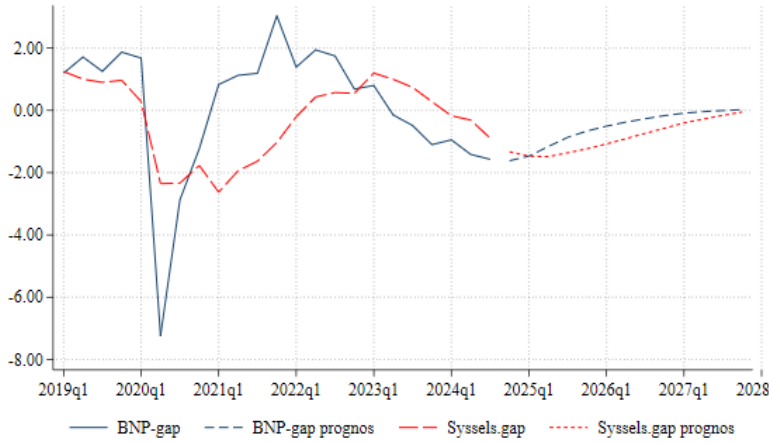


Anm.: Kvartalsdata.
Källa: Riksbanken.

Figur A.2: Sysselsättningsgraden 2024–2025, utfall och prognos av Riksbanken och KI

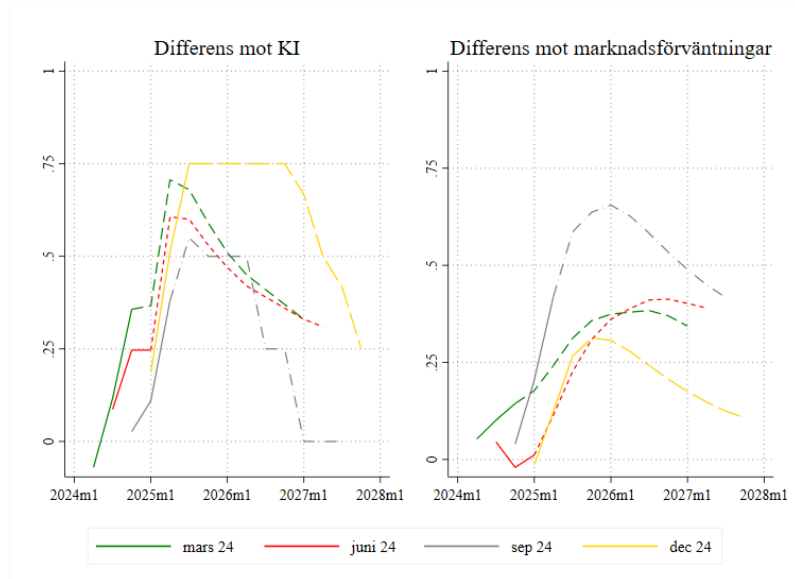


Anm.: Procent. Kvartalsdata. Sysselsättningsgraden är mätt bland kvinnor och män i åldern 15–74 år, kalender- och säsongrensade värden. Varje punkt avser utfallet för kvartalet som börjar vid den tidpunkten. De olika figurena avser informationen vid de penningpolitiska möten där det publiceras en fullständig rapport (se tabell A.1). De vertikala blåstreckade linjerna visar det senaste kända utfallet vid respektive möte, och mötena indikeras av de vertikala gråstreckade linjerna.
Källa: Riksbanken och KI.

Figur A.3: BNP-gap och sysselsättningsgap, utfall och prognoser, 2019–2024

Anm.: Procent. Kvartalsdata. Gapen avser BNP:s och sysselsättningens avvikelse från den långsiktiga trend som Riksbanken bedömt. Heldragen linje avser utfall, och streckad linje avser Riksbankens prognos. Varje punkt avser utfallet för kvartalet som börjar vid den tidpunkten. Figuren visar tillgängliga data på det penningpolitiska mötet i december 2024.

Källa: Riksbanken.

Figur A.4 Differens mellan Riksbankens, KI:s och marknadens räntebanor

Anm.: Differenser beräknade som Riksbankens nominella räntebanor minus KI:s räntebanor (vänster panel) respektive Riksbankens nominella räntebanor minus marknadsförväntningarna (höger panel). Marknadsförväntningar beräknade som kvartalsgenomsnitt. De första nio månaderna indikeras som heldragna linjer. Längre ut på horisonten är linjerna streckade.

Källa: Riksbanken och egna beräkningar.

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

RAPPORTER FRÅN RIKSDAGEN		2023/24
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	
2023/24:RFR15	FINANSUTSKOTTET Svensk penningpolitik 2023	
2023/24:RFR16	NÄRINGSUTSKOTTET Näringsutskottets offentliga sammanträde om en forsknings- och innovationspolitik för ett konkurrenskraftigt näringsliv	
2023/24:RFR17	FINANSUTSKOTTET Offentligt sammanträde om Finanspolitiska rådets rapport, Svensk finanspolitik 2024	

2023/24:RFR18	FINANSUTSKOTTET Offentligt sammanträde med utfrågning av Riksbankens direktion om penningpolitiken 2023
2023/24:RFR19	CIVILUTSKOTTET Offentligt sammanträde om överskuldsättning

RAPPORTER FRÅN RIKSDAGEN		2024/25
2024/25:RFR1	SOCIALFÖRSÅKRINGSUTSKOTTET Arbetslivsinriktad rehabilitering för sjukskrivna med stressrelaterad ohälsa – en utvärdering	
2024/25:RFR2	FINANSUTSKOTTET Offentligt sammanträde med utfrågning av Riksbankens direktion om penningpolitiken 2024	
2024/25:RFR3	FÖRSVARsutskottet Uppföljning av det civila försvaret – erfarenheter från tre beredskapssektorer	
2024/25:RFR4	FINANSUTSKOTTET Finansutskottets offentliga sammanträde om finansiering av ny kärnkraft	
2024/25:RFR5	NÄRINGSUTSKOTTET Näringsutskottets offentliga sammanträde om företag som brottsverktyg	
2024/25:RFR6	CIVILUTSKOTTET Civilutskottets offentliga sammanträde om civilt försvar	
2024/25:RFR7	FINANSUTSKOTTET Offentligt sammanträde med utfrågning av Finansiella stabilitetsrådet	
2024/25:RFR8	ARBETSMARKNADSUTSKOTTET Arbetsmarknadsutskottets offentliga sammanträde om läget på arbetsmarknaden och arbetslösheten	
2024/25:RFR9	FINANSUTSKOTTET Offentligt sammanträde om Riksbankens årsredovisning 2024 och den aktuella penningpolitiken	
2024/25:RFR10	TRAFIKUTSKOTTET Offentligt sammanträde om det civila försvaret och transporter	
2024/25:RFR11	SOCIALUTSKOTTET En utvärdering av delar av beslutsprocessen för nationell högspecialiserad vård	
2024/25:RFR12	SOCIALFÖRSÅKRINGSUTSKOTTET Offentligt sammanträde om arbetslivsinriktad rehabilitering för sjukskrivna med stressrelaterad ohälsa	

**SVERIGES
RIKSDAG **

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