

Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2024

Morten O. Ravn, Carolyn A. Wilkins



Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2024

Morten O. Ravn*, Carolyn A. Wilkins†

12 januari 2026

*m.ravn@ucl.ac.uk, University College London

†carolyn.wilkins@princeton.edu, Princeton University

ISSN 1653-0942
ISBN 978-91-7915-179-9 (tryck)
ISBN 978-91-7915-180-5 (pdf)
Tryck: Riksdagstryckeriet, Stockholm 2026

Innehållsförteckning

Förord	6
Sammanfattning	8
Slutliga reflektioner	16
1 Inledning	17
2 Det institutionella ramverket	19
2.1 Sveriges nuvarande makroekonomiska ramverk	19
2.1.1 Penningpolitik och Riksbankens roll	19
2.1.2 Finansiell stabilitet och Finansinspektionens roll	21
2.1.3 Finanspolitiken, regeringen och riksdagen	21
2.1.4 Riksgälden	22
2.1.5 Andra aspekter av Sveriges makroekonomiska verklighet	23
2.2 Det nuvarande ramverket i korthet	24
2.3 Historisk bakgrund	24
2.3.1 Från guldmyntfot till prisnivåmål (1873–1939)	25
2.3.2 Penning- och finanspolitisk konflikt, Bretton Woods- systemet och fasta växelkurser (1945–1992)	27
2.3.3 Inflationsmålpolitik och separerade institutioner (1993–i dag)	29
2.4 Framåtblick	30
3 Penningspolitiska åtgärder, 2015–2024	33
3.1 Perioden före covid-19	34
3.2 Responsen under covid-19	37
3.2.1 Fas 1 (mars–juni 2020): Stabilisera stressade marknader	38
3.2.2 Fas 2 (juni 2020–december 2021): Tillbaka till kvantitativa lättnader som penningpolitiskt instrument	39
3.3 Respons på den stigande inflationen	40
3.4 Ekonomins utveckling: real BNP och arbetslöshet	44
3.5 Diskussionspunkter	47
4 Konventionella och okonventionella penningpolitiska verktyg	49
4.1 Konventionell penningpolitik	49
4.1.1 Evidens för effekterna av den konventionella penningpolitiken i Sverige	51
4.2 Okonventionell penningpolitik	55
4.2.1 Negativa nominella räntor	56
4.2.2 Kvantitativa lättnader	56
4.3 Evidens för effektiviteten av de okonventionella penningpolitiska verktygen i Sverige	58
4.3.1 Penningpolitiska åtgärder som genomfördes mellan 2015 och 2019	58
4.3.2 Penningpolitiska åtgärder som genomfördes som respons på covid: kvantitativa lättnader under 2020 till 2022	62
4.3.3 Effektiviteten av de penningpolitiska åtgärder som genomfördes som respons på den kraftiga inflationsuppgången (2022 till 2024)	65
4.3.4 Effekter på balansräkningen	67
4.4 Framåtblick: en återgång till okonventionella penningpolitiska åtgärder?	71
5 Framåtblickande vägledning och andra kommunikationsverktyg	73

5.1 Förklara användningen av okonventionella verktyg och deras risker.....	74
5.2 Förtydliga den framåtblickande vägledningen	74
5.3 Kommunera osäkerhet	75
6 Prognosresultat.....	78
6.1 Drivande faktorer för inflationen efter covid	80
6.2 Källor till prognosfel för inflationen 2022.....	81
6.3 Modeller som används för prognostisering	86
6.3.1 Nowcasting.....	87
6.3.2 MAJA och andra modeller	88
6.3.3 Scenarioanalys och bedömning	91
6.4 Sammanfattning.....	91
7 Den penning- och finanspolitiska mixen.....	93
7.1 Teorin om finans- och penningpolitisk dominans.....	93
7.2 Det svenska fallet	94
8 Den externa ekonomins betydelse	101
8.1 Sveriges integration med den globala ekonomin	101
8.1.1 Handelsintegration.....	102
8.1.2 Integration av tillgångsmarknaderna	103
8.2 Växelkursens beteende och effekter	105
8.3 Konceptuella ramverk för val av regim	109
8.4 Komparativa erfarenheter och alternativ	110
9 Sveriges förvaltning av valutareserven	116
9.1 Riksbankens reservtillgångar.....	116
9.2 Tillgångar och exponering mot finanssektorn	117
9.3 Samlade svenska valutaexponeringar	119
9.4 Finansiering och riskhantering	120
9.5 Bedömning.....	121
10 Rekommendationer och avslutande kommentarer.....	123
10.1 Stärka ramverket för penningpolitiska verktyg.....	124
10.2 Öka informationsutbytet mellan finans- och penningpolitiska myndigheter, särskilt under perioder av stress	125
10.3 Förbättra prognostisering, modellering och riskbedömning	126
10.4 Stärka ramverket för finansiell stabilitet.....	127
10.5 Genomföra en förnyad bedömning av Sveriges ramverk för extern monetär politik	128
Sammanfattning.....	129
11 Referenser.....	130
<i>Bilaga 1</i>	
Direktiv till utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2024.....	139
<i>Bilaga 2</i>	
Lista över intervjuade personer.....	144
<i>Tabeller</i>	
Tabell 1 Rekommendationer	15
Tabell 2: Sammanfattning av Riksbankens penningpolitiska åtgärder under perioden före covid*.....	36
Tabell 3: Tre empiriska metoder för att identifiera kausala effekter av den svenska penningpolitiken.	52
Tabell 4: Riksbankens kommunikationsverktyg (2024–2025)	76
Tabell 5: BNP-moment.....	112

Tabell 6: Valutasammansättning i de svenska bankernas utländska tillgångar och skulder, 2023.....	117
Tabell 7: Valutadenominering för alla utländska tillgångar och skulder (inklusive banker), 2023	119

Diagram

Figur 1: Sveriges årliga inflationstakt 1873–2024	25
Figur 2: Utvalda växelkurser	26
Figur 3: KPIF i Sverige och en trend på 2 procent.....	29
Figur 4: Statsskuld i förhållande till BNP i Sverige	30
Figur 5: Inflation och styrränta i Sverige	35
Figur 6: Riksbankens penningpolitiska tillgångar	42
Figur 7: Centralbankers balansomslutning (procent av BNP)	43
Figur 8: Penningpolitiska tillgångar 2015–2035 (passiv avveckling).....	44
Figur 9: Real BNP per capita i Sverige och dess trend	45
Figur 10: Real BNP per capita: internationell jämförelse.....	46
Figur 11: Arbetslöshet i Sverige och andra ekonomier	47
Figur 12: Inflationsförväntningar	58
Figur 13: Styrränta och räntor med längre löptid	60
Figur 14: Räntespread över styrräntan	61
Figur 15: Köp- och säljspreddar på den svenska marknaden 2019–2020	64
Figur 16: Reallöner och inflation.....	67
Figur 17: Riksbankens tillgångar i procent av BNP	69
Figur 18: Obligationsinnehav samt insättningar över natten och certifikat	70
Figur 19: Inflationstakten när styrräntan började höjas	78
Figur 20: Prognosfel för inflation ett år framåt.....	81
Figur 21: Riksbankens prognosfel för KPIF-inflationen och styrräntan.....	82
Figur 22: KPIF-inflationen och Riksbankens prognoser under 2021 och 2022	83
Figur 23: Riksbankens prognosfel för KPIF-inflationen och BNP-tillväxten.....	84
Figur 24: Enkätbaserade inflationsförväntningar 2020–2022.....	86
Figur 25: Internationell jämförelse av genomsnittliga medelkvadratfel för inflationsprognoser under 2021 och 2022	87
Figur 26: Statsskuld och inflation.....	96
Figur 27: Komponenter av statens bruttoskuld och Riksbankens innehav av svenska tillgångar	98
Figur 28: Handelsöppenhet och handelsbalans.....	102
Figur 29: Geografisk fördelning av Sveriges export och import.....	104
Figur 30: Sveriges utländska tillgångar, skulder och utlandsställning	105
Figur 31: Nominell och real effektiv kronväxelkurs	107
Figur 32: Priset för en Big Mac (uttryckt i USD).....	108
Figur 33: Riksbankens tillgångar och skulder i utländsk valuta	111
Figur 34: Sverige och euroområdet – inflation, styrränta och krona/euro-kursen.....	114
Figur 35: Internationell jämförelse av valutareserver	116
Figur 36: Riksbankens valutareserv 2000–2024.....	118
Figur 37: Riksbankens innehav av valutor och guld	119

Förord

Som ett led i riksdagens arbete med uppföljning och granskning av Riksbankens verksamhet låter finansutskottet återkommande genomföra externa utvärderingar av den förda penningpolitiken. Hittills har fyra utvärderingar utförts. Den senaste, för perioden 2015–2020, genomfördes av den tidigare chefen för Irlands centralbank Patrick Honohan och professor Karnit Flug, tidigare chef för Bank of Israel. Dessförinnan har den svenska penningpolitiken under olika perioder utvärderats på uppdrag av finansutskottet av den tidigare chefen för Bank of England Mervyn King, professorerna Marvin Goodfriend, Frederic Mishkin, Francesco Giavazzi, Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet.

I juni 2024 beslutade finansutskottet att ge Carolyn Wilkins och Morten Ravn i uppdrag att utvärdera den svenska penningpolitiken under perioden 2015–2024. Carolyn Wilkins är senior gästforskare vid Princeton University, extern medlem av Bank of Englands Financial Policy Committee och tidigare vice centralbankschef i Kanada. Hon har tidigare utvärderat Reserve Bank of Australia. Morten Ravn är professor i nationalekonomi vid University College London och verksam inom forskningen kring internationell makroekonomi samt tillämpad och kvantitativ makroekonomi. Han har tidigare medverkat i SNS Konjunkturråd.

Fokuset i uppdraget var att utvärdera om penningpolitiken under perioden har varit väl avvägd och vilka effekter den har fått på den realekonomiska och finansiella utvecklingen i Sverige. Därutöver skulle utvärderarna bl. a. granska Riksbankens kommunikation kring de penningpolitiska besluten växelkursens betydelse för penningpolitiken och effekterna av en s.k. egenfinansierad valuta-reserv.

Carolyn Wilkins och Morten Ravn började sitt arbete i slutet av 2024 och har under det senaste året besökt Sverige vid ett flertal tillfällen för att samla in information och intervjuva relevanta aktörer. De har bl.a. träffat företrädare för Riksbanken, riksbanksfullmäktige, riksdagen, Riksgäldskontoret, Finansinspektionen, arbetsmarknadens parter, universitetsvärlden och den finansiella sektorn.

Utredningssekreterare Marianne Nessén har biträtt utredarna i deras arbete och Gustav Rosén vid Riksbanken har bistått med datainsamling och diagram.

Resultatet av utvärderingen presenteras nu i denna rapport från riksdagen. Det är finansutskottets förhoppning att rapporten ska kunna ligga till grund för fördjupade samhälleliga diskussioner om penningpolitiken och Riksbankens verksamhet samt utgöra ett värdefullt bidrag till utformningen av den framtida penningpolitiken. Författarna svarar själva för innehållet och slutsatserna i rapporten.

Finansutskottet kommer att skicka ut utvärderingen för kommentarer till berörda myndigheter, universitet och organisationer. Utskottet kommer även att hålla ett öppet sammanträde med utfrågning av utvärderarna och Riksbankens

direktion. Finansutskottet kommer under våren behandla utvärderingen i betänkande 2025/26:FiU27, med planerat beslut i juni 2026.

Stockholm den 13 januari 2026

Edward Riedl
Ordförande i finansutskottet

Mikael Damberg
Vice ordförande i
finansutskottet

Sammanfattning

Denna oberoende utvärdering av Sveriges riksbank har gjorts på uppdrag av finansutskottet i Sveriges riksdag. Utvärderingen omfattar perioden 2015–2024 och bedömer penningpolitikens genomförande i Sverige för att uppnå prisstabilitet, användningen och konsekvenserna av okonventionella policyverktyg, tydligheten och effektiviteten vad gäller Riksbankens kommunikation, inbegripet den framtåtblickande vägledningen, samt kvaliteten på dess prognos- och scenarioanalys. Även den svenska penningpolitiken i ett internationellt sammanhang utvärderas, inbegripet växelkursregimen, och Riksbankens ramverk för valutareserven granskas. I utvärderingen beaktas slutligen hur den institutionella samordningen mellan myndigheter med ansvar för finanspolitik, finansiell stabilitet och skuldförvaltning formade policyutfallen.

Vår bedömning baseras på tre kompletterande analysinriktningar. För det första tillämpar vi ett historiskt perspektiv med tanke på att Sveriges makroekonomiska ramverk, som har formats av de reformer som genomfördes efter krisen i början av 1990-talet, fortsätter att påverka dagens policyval. För det andra grundar vi vår utvärdering på ekonomisk teori, empirisk evidens och jämförande erfarenhet som bygger på lärdomar från andra jämförbara centralbanker. För det tredje integrerar vi kvalitativa insikter från omfattande intervjuer med beslutsfattare, medarbetare på Riksbanken, forskare och marknadsaktörer, som har hjälpt oss att förstå hur besluten har fattats under osäkra förhållanden och hur det penningpolitiska ramverket fungerar i praktiken.

Den centrala frågan för hela utvärderingsperioden är om Riksbanken har uppnått sina mål och samtidigt upprätthållit trovärdigheten, hanterat risker och haft en effektiv samordning med andra institutioner. Sverige gick in i perioden med en stark institutionell bas. Detta omfattade en etablerad inflationsmålsregim, strikta finanspolitiska regler, en separat makrotillsynsmyndighet i form av Finansinspektionen och ett nationellt riksgäldskontor, Riksgälden, med ansvar för skuldförvaltning och krislikviditetsoperationer. Erfarenheterna från det decennium som behandlas i denna utvärdering visar ändå på vissa brister i samspelet mellan penningpolitiska och andra myndigheter, även i kristider.

Överlag anser vi att Riksbanken agerade beslutsamt under exceptionellt utmanande omständigheter och att många beslut var rimliga sett till den information som fanns tillgänglig. Med facit i hand är det nu uppenbart att det fanns vissa brister och underutvecklade områden: de kvantitativa lättnadernas omfattning och sammansättning, begränsningarna i fråga om riskbedömningar och de konsekvenser detta fick för balansräkning och kapitalbehov, prognosbristerna samt glappen i relationen mellan myndigheter med ansvar för penningpolitik, finanspolitik och skuldförvaltning. Sammantaget är detta frågor som föranleder riktade reformer, inte en helt förändrad utformning av Sveriges penningpolitiska ramverk.

Bedömning av penningpolitiken: okonventionella verktyg och deras konsekvenser före covid (2015–2019)

När utvärderingsperioden inleddes stod Sverige inför en inflation som konsekvent låg under målet, gradvis förändrade förväntningar och en apprecierande krona. I tidigare penningpolitiska beslut hade man lagt relativt sett större vikt vid riskerna för den finansiella stabiliteten, framför allt hushållens skuldsättning, vilket resulterade i en stramare inriktning än vad som krävdes med tanke på inflationsutvecklingen. Efterhand som inflationstrycket försvagades sänkte Riksbanken styrräntan som till slut var nere på noll. I det läget beslutade Riksbanken att använda okonventionella verktyg: negativa räntor, kvantitativa lättnader och framåtblickande vägledning.

Dessa åtgärder bidrog till att KPIF-inflationen åter närmade sig målet 2018–2019. Att döma av evidens som har granskats i rapporten var de negativa räntorna effektiva till att börja med, men gav sannolikt allt mindre utdelning på lägre nivåer. Den empiriska evidensen för att de kvantitativa lättnaderna har varit effektiva under den perioden varierar – det har förekommit utmaningar med att identifiera effekterna och olika slutsatser om hur har dragits om hur sådana köp påverkar inflationen. Evidens från strukturell modellering tyder dock på att kombinationen av negativa räntor och kvantitativa lättnader stärkte produktionen och lyfte inflationen, främst genom en reell depreciering av kronan.

Riksbanken hade dock inget ramverk som var tillräckligt utvecklat för att bedöma de framväxande riskerna med okonventionella penningpolitiska åtgärder. Den expanderade balansräkningen ledde till ökad exponering mot ränte- och värderingsförluster, medan de förlängda kvantitativa lättnaderna väckte frågor om marknadens funktion. Man var medveten om att den långa perioden av penningpolitisk expansion fick konsekvenser för den finansiella stabiliteten, men beaktade inte detta systematiskt i de penningpolitiska besluten. Även om kommunikationen i allmänhet var nog så tydlig, angavs inte alltid avvägningarna eller motivet för att fortsätta med tillgångsköp under decenniets senare år. Den begränsade kommunikationen mellan institutionerna, som kan hänföras till Sveriges ramverk efter 1992, ledde ibland till minskad enhetlighet i besluten om penningpolitik, makrotillsynsåtgärder och skuldförvaltning.

Covid-19-krisen (2020–2021)

I och med pandemin krävdes snabba och kraftfulla åtgärder. Riksbanken införde framgångsrikt en bred uppsättning verktyg. Dessa omfattade storskaliga tillgångsköp för att återställa marknadens funktion, finansieringsoperationer för att säkra banklikviditet, en swaplina för amerikanska dollar, en FFL-facilitet (facilitet för att ge lån till banker för vidareutlåning till företag) samt stödjande framåtblickande vägledning. Direktionen bedömde att styrräntesänkningar under noll skulle få begränsad effekt i en miljö med utbudsrestriktioner och fokuserade i stället på att åtgärda marknadens bristande funktion och stödja kredittillgången. Denna inledande krisrespons var ytterst effektiv.

Trycket på marknaden lättade, de finansiella förhållandena stabiliserades och förtroendet förbättrades. Den enda punkt där man på ett betydande sätt inte var i fas var programmet för köp av företagsobligationer, som tillkännagavs i ett tidigt skede men genomfördes först längre fram när marknadsstressen hade minskat. Detta problem med timingen berodde sannolikt på att det inte fanns tillräckligt med resurser på Riksbanken och skulle framöver kunna mildras genom att man säkerställer en lämplig nivå av operativ kapacitet, även i lugna tider. När den akuta fasen var förbi övergick dock de kvantitativa lättnaderna från att vara ett marknadsstabiliserande verktyg till att vara ett stimulansverktyg för penningpolitiken. Flera direktionsledamöter uttryckte farhågor för kostnadseffektiviteten, balansräkningsriskerna och signalkonsekvenserna av fortsatta köp. Det hade varit lättare att kalibrera och kommunicera de penningpolitiska valen om det hade funnits ett ramverk där det gjordes tydligare åtskillnad mellan krisrespons och vanliga stimulansmål och där nettofördelarna med de penningpolitiska åtgärderna bedömdes.

Inflationsuppgången och den penningpolitiska åtstramningen (2022–2024)

Från och med mitten av 2021 steg inflationen i Sverige kraftigt, drivet av globala utbudsstörningar, dynamiken på energimarknaden och kraftiga externa spridningseffekter. Även den inhemska kärninflationen steg. Riksbanken svarade med kraftiga räntehöjningar, som slutligen uppgick till 4 procent. Denna åtstramning var generellt sett i linje med de åtgärder som vidtogs internationellt. Sveriges lönesättningsmodell bidrog visserligen till att begränsa andrahandseffekterna, men den penningpolitiska åtstramningen förefaller ändå ha varit proportionerlig och nödvändig för att upprätthålla det penningpolitiska ramverkets trovärdighet. En framträdande brist under den här perioden var att återinvesteringarna i samband med kvantitativa lättnader fortsatte en bra bit in på 2022, trots omsvängningen till en åtstramande penningpolitik. Ett skäl till att det dröjde innan balansräkningen krympte var sannolikt tidigare kommunikationsåtaganden. Följden blev att balansräkningen var mer omfattande en längre tid, vilket ledde till ökade ränte- och marknadsvärderingsrisker och försvårade samspelet med Riksgäldens emissionsstrategi. Dessa problem kunde ha mildrats med ett tydligare ramverk för att avveckla okonventionella verktyg.

Bedömning av prognos- och analyskapacitet

En framåtblickande inflationsmålsregim bygger på en robust prognos- och scenarioanalys. Riksbankens prognosstrategi hade fungerat bra under stabila perioder, men med de aldrig tidigare skådade chockerna 2020–2022 blev det svårare. Den här utmaningen var inte unik för Sverige, eftersom den exceptionella osäkerheten innebar liknande svårigheter för centralbanker världen över. De mest betydande prognosfelen under utvärderingsperioden inträffade 2021–2022 när Riksbanken systematiskt underprognostiserade inflationen. Enligt

prognoserna skulle inflationen snabbt gå ned när utbudsrestriktionerna lättade, men globala flaskhalsar, energiprisdynamik och externa spridningseffekter till den svenska ekonomin visade sig vara mer ihållande än väntat. Detta blottade begränsningar när man modellerade effekterna av stora och ovanliga chocker, globala kopplingar och svansrisker.

Dessa prognosfel visar att det finns begränsningar med Riksbankens modelleringsverktyg. Nowcasting-modeller, som normalt ger tillförlitliga kortfristiga signaler genom att kombinera högfrekventa indikatorer, reagerade alltför långsamt när historiska relationer bröt samman under pandemin och de efterföljande utbudsstörningarna. MAJA, som var bankens huvudsakliga DSGE-modell, presterade bra under stabila förhållanden, men hade svårare att hantera de aldrig tidigare skådade chockerna under 2020–2022. Prognosproblemen kan härledas till inflationsuppgångens orsaker, chockernas omfattning, nya inflationskanalers betydelse samt till viss instabilitet i förmodade strukturella relationer. Statistiska verktyg i reducerad form, till exempel BVAR-modeller, ställdes inför liknande svårigheter, och kompletterande bedömningar stärkte ibland tron att inflationstrycket skulle vara temporärt.

Scenarioanalys var visserligen en av Riksbankens styrkor jämfört med många jämförbara centralbanker, men användes inte till sin fulla potential under den här perioden. I de alternativa scenarierna utforskades inte negativa eller icke-linjära risker i tillräcklig utsträckning. Dessa kunde ha inkluderat mer ihållande utbudsrestriktioner, förändringar i prisbildningsbeteende eller långvariga energichocker. Tyvärr tenderade policydiskussionerna att i hög grad inriktas på grundprognosen, medan scenarioanalyserna användes mer för att kommunicera osäkerhet. Till följd av detta kom osäkerhet och svansrisker sannolikt att underviktas i beslutsfattandet.

Erfarenheten visar att det behövs fortsatta investeringar i högfrekventa data och nowcasting-verktyg, investeringar i MAJA och andra policymodeller samt en mer systematisk integration av scenario- och riskanalys i direktionens överläggningar. Riksbanken har överlag en stark analyskapacitet. Prioriteringen är nu att anpassa dess verktyg till en miljö där stora chocker och strukturella brott kan bli allt vanligare.

Samspel mellan penning- och finanspolitik och institutionell samordning

Sveriges makroekonomiska ramverk efter 1990-talet bygger på tre grundpelare: en oberoende Riksbank som bedriver en flexibel inflationsmålspolitik, en finanspolitik som är bunden av strikta regler samt de makrotillsynsbefogenheter som har tilldelats Finansinspektionen. Ramverket stöds av Riksgälden, som genom sitt ansvar för faciliteter för skuldförvaltning och krislikviditet formar den bredare miljön för penningpolitikens genomförande. Detta institutionella upplägg återspeglar en stark form av penningpolitisk dominans i så måtto att inflationsbekämpningen inte underställs kortsiktiga finanspolitiska påtryckningar. Detta beror på att Riksbanken har i uppdrag att upprätthålla

prisstabilitet, medan finanspolitiken inskränks av regler som begränsar en diskretionär expansiv politik. Systemet har inneburit betydande fördelar i form av en låg statsskuld och förankrad inflation och har varit viktigt för att ge Sverige en stabil makroekonomisk miljö.

Det har dock även begränsat de makroekonomiska verktyg som var tillgängliga när inflationen varaktigt låg under målet och när styrräntan nådde nollränterestriktionen. I en sådan miljö – och utan någon ändamålsenlig finanspolitisk expansion – ställdes Riksbanken i själva verket inför valet att antingen tillämpa en okonventionell penningpolitik med okända effekter och potentiella risker eller också att tolerera att inflationen avvek från målet en längre tid. Okonventionella verktyg, såsom negativa räntor och storskaliga tillgångsköp, var därför det enda möjliga valet inom det befintliga systemet. Dessa verktyg innebar att en betydande ränte- och värderingsrisk överfördes till Riksbankens balansräkning. Denna risk materialiserades när räntorna steg efter inflationsuppgången och resulterade i stora marknadsvärderingsförluster och därefter ett behov av ett statligt kapitaltillskott.

Två alternativa strategier kunde principiellt sett ha minskat bördan för Riksbanken och genererat en mer balanserad policymix. Ett alternativ skulle ha varit en gemensam penning- och finanspolitisk expansion som kunde ha stött efterfrågan vid den effektiva nedre gränsen för styrräntan på ett mer ändamålsenligt sätt. Det skulle dock ha funnits farhågor om det finanspolitiska ramverkets integritet som talade emot ett sådant tillvägagångssätt. Ett andra alternativ skulle ha varit att kombinera kvantitativa lättnader med en förkortning av statsskuldens löptidsprofil, så att en del av ränterisken överfördes till statens budget och inte koncentrerades till Riksbanken. I stället fortsatte Riksgälden att emittera värdepapper med längre löptider och många av dessa värdepapper köptes av Riksbanken, vilket ökade löptidsobalansen och förstärkte balansräkningsförlusterna när räntorna steg.

Vi tar inte definitivt ställning i frågan om något av dessa alternativ skulle ha varit att föredra, men erfarenheten från det senaste decenniet visar på värdet med ett stärkt informationsutbyte, ett mer strukturerat övervägande av genomförbara gemensamma strategier och tydligare kommunikation om hur de valda politiska åtgärderna fördelar balansräkningsrisker mellan olika institutioner. Den visar också på behovet av att bättre förstå hur beslut om finanspolitik, skuldförvaltning och makrotillsyn samspelar med penningpolitiken inom Sveriges institutionella ramverk.

Sveriges valutapolitik och förvaltning av valutareserven

Sverige har valt att ha en flytande växelkursregim, som infördes i början av 1990-talet. Detta val har formats av landets tidigare erfarenheter av växelkursinstabilitet, finanspolitiska obalanser och finanskriser. Växelkursregimen har stött penningpolitikens oberoende och hjälpt ekonomin att absorbera externa chocker. Allmänhetens stöd för denna regim har varit stabilt. Under utvärderingsperioden försvagades dock kronan kontinuerligt trots Sveriges solida

fundamenta. Med tanke på Sveriges djupa integration med Europa, den tunna marknadslikviditeten för kronan och flödenas känslighet för det globala risk-sentimentet har växelkursen ibland drivits mer av internationella krafter än av inhemska förhållanden.

Internationella erfarenheter visar att valet av växelkursregim varken är oundvikligt eller oåterkalleligt, eftersom länder med en i stort sett likartad ekonomisk struktur som Sverige har valt andra växelkursregimer. Exempelvis Finland införde euron 1999 (efter att ha gått med i EU 1995) och Danmark har haft en fast växelkurs mot euron sedan 1999, medan Norge (som inte är med i EU) fortfarande har en flytande regim. Sedan Sverige senast utvärderade ett införande av euron 2003 har euron fått en fördjupad roll när det gäller fakturering och finansiell integration, inflationsutfallet mellan Sverige och euroområdet har i stort sett konvergerat och kronan har minskat väsentligt i värde. Mot denna bakgrund kan avvägningen av kostnader och fördelar ha förändrats i tillräckligt hög grad för att motivera till en strukturerad översyn av växelkursregimen. Vi rekommenderar inte något visst alternativ här, men framhåller i stället att man behöver klargöra de strategiska valen efterhand som miljön förändras.

Valutareseven är en viktig post i Riksbankens balansräkning. Som framgår av rapporten håller Sverige reserver för att kunna tillhandahålla likviditet i utländsk valuta till svenska banker under perioder av stress, för att fullgöra internationella åtaganden samt för att möjliggöra valutainterventioner vid behov. Sveriges höga grad av öppenhet för handel med varor, tjänster och finansiella tillgångar och dess stora, internationellt verksamma banksystem gör det berättigat att hålla betydande reserver, särskilt i amerikanska dollar och euro, där likviditetsbehoven är som störst.

Före 2022 finansierades reserven delvis genom upplåning i utländsk valuta som arrangerades av Riksgälden. Inom ramen för denna struktur bars valutarisken i slutänden av staten och absorberades implicit genom den offentliga sektorns konsoliderade balansräkning i stället för att anges explicit i Riksbankens egen balansräkning. Från och med 2022 övergick Riksbanken till att finansiera reserven via sin egen balansräkning, vilket innebar att valutarörelser syntes direkt i dess eget kapital. För att minska denna volatilitet införde Riksbanken sedan valutasäkring. Valutasäkringen har bidragit till att stabilisera det egna kapitalet, men har också inneburit att ramverket för reserven har blivit mer komplext att hantera. Avsaknaden av ett transparent, publikt ramverk för att fastställa reservens tillräcklighet, sammansättning och riskaptit gör det ännu svårare för allmänheten att förstå vilken roll reserven spelar och hur den bör utvecklas.

Sammantaget visar kronans beteende, Sveriges djupa integration med euroområdet och den framväxande riskprofilen för ramverket för valutareseven på värdet av en mer systematisk bedömning av Sveriges arrangemang för valuta och reservförvaltning. Frågan är inte om den flytande regimen har misslyckats, eftersom den har inneburit viktiga fördelar. Vad det handlar om är i stället om

Sverige skulle gynnas av tydligare uttalade mål och avvägningar mellan hela spektrumet av genomförbara regimer.

Rekommendationer

Det granskade decenniet var en utmaning för centralbanker världen över. Riksbanken hanterade dessa utmaningar med professionalism, transparens och en vilja att ta sig an komplexa avvägningar. Inflationen återgår mot målet, trovärdigheten upprätthålls och Sveriges institutionella ramverk är fortsatt starkt i ett internationellt perspektiv.

I utvärderingen identifieras dock områden där riktade reformer skulle göra ramverket mer motståndskraftigt och tydligt. Dessa rekommendationer inriktas på att förbättra styrningen av okonventionella verktyg och balansräkningspolicyn, öka informationsutbytet mellan penning- och finanspolitiska myndigheter, stärka prognostisering, modellering och riskbedömning, stärka ramverket för finansiell stabilitet och göra en förnyad bedömning av Sveriges ramverk för extern monetär politik, inbegripet förvaltningen av valuta-reserven. Tabell 1 innehåller en sammanfattning av rekommendationerna i avsnitt 10.

Tabell 1 Rekommendationer

Område	Rekommendationer
1. Ramverket för penningpolitiska verktyg	1.1 Upprätta ett strukturerat ramverk för att bedöma nettofördelarna med okonventionella verktyg, med tydlig åtskillnad mellan tillgångsköp som görs med tanke på marknadens funktion eller för att ge penningpolitisk stimulans. 1.2 Fastställa på förhand definierade principer för exitstrategier när det gäller okonventionella verktyg. 1.3 Förbättra kommunikation och transparens i fråga om förväntade fördelar, risker och eventualiteter med okonventionella verktyg, med beaktande av ansvarsbestämmelserna i den nya riksbankslagen.
2. Samspelet mellan penning- och finanspolitik	2.1 Förbättra informationsutbytet mellan penning- och finanspolitiska myndigheter, framför allt vid djupa nedgångar, och samtidigt respektera det institutionella oberoendet. 2.2 Överväg en samordning av skuldförvaltningsstrategin och okonventionella penningpolitiska operationer. 2.3 Se över genomförandet av Riksbankens ramverk för eget kapital.
3. Prognostisering, modellering och riskbedömning	3.1 Investera i ytterligare förbättringar av den huvudsakliga - prognosmodellen MAJA. 3.2 Vidareutveckla högfrekvens- och realtidsdata. 3.3 Institutionaliserar scenarioanalyser i beslutsprocesser. 3.4 Formalisera forskningschefens deltagande i penningpolitiska överläggningar (utan rösträtt).
4. Ramverket för finansiell stabilitet	4.1 Stöd ett snabbt agerande från Riksbanken i kristider och iakttä samtidigt nya samrådsregler. 4.2 Minska fragmenteringen och upprätta starkare samordningsmekanismer för makrotillsyn. 4.3 Publicera regelbundna gemensamma systemriskbedömningar.
5. Sveriges ramverk för extern monetär politik	5.1 Genomför en systematisk översyn av Sveriges växelkursregim. 5.2 Utveckla, formalisera och publicera ett kvantitativt ramverk för reservtäckning. 5.3 Klargör det institutionella ansvaret för reservfinansiering och valutasäkring. 5.4 Beställ en oberoende extern granskning av reservramverket.

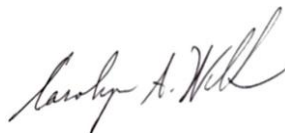
Slutliga reflektioner

En av Sveriges bestående styrkor är engagemanget för regelbundna externa utvärderingar av penningpolitiken. Under hela denna granskning har vi upplevt en mogen, öppen och konstruktiv process som har präglats av transparens och en vilja att lära. Denna kultur är en viktig anledning till att Riksbanken åtnjuter respekt internationellt. Med de riktade reformer som här rekommenderas står Sverige väl rustat att navigera i en alltmer komplex global miljö och samtidigt upprätthålla den stabilitet och trovärdighet som sedan länge legat till grund för landets ekonomiska framgång.

Det har varit ett privilegium och en ära att få bidra till utvärderingen av Riksbanken och vi tackar finansutskottet i Sveriges riksdag för förtroendet.



Morten O. Ravn



Carolyn A. Wilkins

1 Inledning

Det här är den femte utvärderingen av svensk penningpolitik som har genomförts på uppdrag av riksdagens finansutskott. Utvärderingen sträcker sig över åren 2015–2024 och behandlar samtliga punkter som anges i direktiven till utvärdering av Riksbankens penningpolitik (dessa återges i bilaga 1). Vårt arbete med rapporten inleddes i november 2024 och pågick till slutet av 2025, då den överlämnades till riksdagen för översättning.

Vi vill tacka finansutskottet och i synnerhet Thomas Hagberg för all hjälp under arbetet med den här utvärderingen. Vi vill även rikta ett särskilt tack till Marianne Nessén för hennes sakkunniga stöd genom hela processen. Hon har bidragit med ovärderliga insikter, data och referenser och har hjälpt oss att effektivt planera våra samråd. Hennes hjälp har varit avgörande för att kunna färdigställa denna utvärdering.

Slutligen vill vi även tacka alla som vi har intervjuat i samband med denna rapport. Under arbetets gång har vi genomfört 29 intervjuer med 43 personer, bland annat marknadsaktörer, forskare, nuvarande och tidigare beslutsfattare och medarbetare på Riksbanken, regeringstjänstemän samt andra intressenter (se bilaga 2). Under dessa samtal fick vi genomgående intrycket att Riksbanken i allmänhet upplevs som en trovärdig och respekterad institution – en slutsats som även stöds av vår oberoende analys. Samtliga diskussioner, både med Riksbankens medarbetare och andra personer, har varit uppriktiga, informativa och mycket lärorika för oss. De intervjuade har haft oerhört värdefulla insikter om frågor som vi sökte information om, och de har varit måna om att tillhandahålla tjänster som kan gynna det svenska samhället. Vi har även tagit del av referentgranskad forskning, publikationer från Riksbankens direktion och medarbetare samt annat relevant material (se Referenser).

Under periodens första hälft (2015–2019) använde Riksbanken negativa nominella räntor och tillgångsköp som ett svar på fallande inflationsförväntningar och en inflation som konsekvent låg under målet. Även om användningen av sådana okonventionella verktyg varierade i utvecklade ekonomier stod många andra jämförbara centralbanker inför liknande utmaningar relaterade till nollränterestriktionen. Frågor uppstod kring verktygens effektivitet och eventuella negativa effekter på den finansiella stabiliteten, särskilt på bostadsmarknaderna. Något som var mer unikt för Sverige under den här tiden var den ihållande försvagningen av kronan, trots att det inte fanns någon tydlig ekonomisk motivering.

Precis när inflationen var på väg att återgå till sitt mål och styrräntan hade börjat normaliseras bröt covid-19-pandemin ut, vilket fick skadliga konsekvenser för människors liv och försörjning över hela världen. Under periodens andra hälft (2020–2024) vidtog Riksbanken på nytt extraordinära penningpolitiska åtgärder i syfte att dämpa pandemins ekonomiska och finansiella konsekvenser. Senare gjordes även en åtstramning av penningpolitiken som svar

på den kraftiga inflationsuppgången. Precis som andra centralbanker bedrev Riksbanken sin verksamhet under ökad osäkerhet, med pandemins atypiska konjunkturedgång, allvarliga störningar i globala utbudskedjor och de ekonomiska konsekvenserna av Rysslands olagliga invasion av Ukraina 2022.

Även om inflationen nu ligger nära målet och kronan har visat vissa tecken på att stärkas har det på nytt dykt upp en del frågor kring de extraordinära penningpolitiska verktygens risker och effektivitet, även i förhållande till finanspolitiken. Andra farhågor som har uppstått gäller om Riksbankens egen penning- och valutapolitik kan ha bidragit till kronans tidigare svaghet.

Våra rekommendationer har som syfte att stärka Riksbankens förmåga att hantera framtida utmaningar genom att stärka dess teknokratiska legitimitet, transparens och ansvarsskyldighet inom följande områden: de penningpolitiska verktygen, prognostiseringen, den finans- och penningpolitiska mixen, styrningen av makrotillsynen, förvaltningen av valutareserven samt valutapolitiken.

Resterande delar av utvärderingen har följande disposition: I avsnitt 2 inleder vi utvärderingen med en kortfattad genomgång av Riksbankens institutionella historia, med fokus på Riksbankens relation till regeringen och viktiga kulturella egenskaper som är relevanta för det penningpolitiska beslutsfattandet. I avsnitt 3 går vi igenom Riksbankens penningpolitiska åtgärder under utvärderingsperioden. I avsnitt 4 granskar vi mer ingående hur effektiv Riksbankens användning av både konventionella och okonventionella penningpolitiska åtgärder har varit. Kommunikation, som är avgörande för ett framgångsrikt penningpolitiskt genomförande och utfall, diskuteras i avsnitt 5. Därefter följer en bedömning av Riksbankens prognosförmåga samt de modeller som används för prognoserna i avsnitt 6. Eftersom ansvaret för att stabilisera makroekonomin framför allt låg på Riksbanken under utvärderingsperioden har vi i avsnitt 7 gått igenom den penning- och finanspolitiska mixen. I avsnitt 8 fokuserar vi på världsekonomens roll för Sverige, och i synnerhet utmaningar som rör växelkursen. I avsnitt 9 utvärderar vi förvaltningen av valutareserven och i det sista avsnittet presenterar vi våra rekommendationer och slutsatser.

2 Det institutionella ramverket

Sveriges makroekonomiska ramverk har en målbaserad utformning med tydligt fördelade ansvarsområden mellan institutionerna. Riksbanken har en central roll i denna arkitektur och ansvarar för betalningssystem, penningpolitik och respons på tillfällen med finansiell stress, till exempel genom att vara sista låneinstans vid en kris (det som på engelska kallas ”lender of last resort”). Riksdagen ansvarar för finanspolitiken medan Finansinspektionen övervakar det finansiella regelverket. En sista viktig institution är Riksgälden, som fungerar som statens internbank och ansvarar för emission av statspapper. Riksgälden har dock även uppgifter som överlappar med de andra tre institutionerna. Det institutionella ramverk vi ser i dag har fått sin utformning mot bakgrund av tidigare händelser. Även om det har visat sig vara framgångsrikt är det viktigt att fortsätta blicka framåt och överväga hur ekonomiska och geopolitiska förhållanden utvecklas och komma att påverka ramverkets utformning i framtiden.

Vi börjar med en överblick av Sveriges nuvarande institutionella ramverk och går därefter igenom den historiska utveckling som har format det. Detta ger ett sammanhang som är viktigt för att kunna utvärdera Riksbankens arbete samt för att överväga våra rekommendationer.

2.1 Sveriges nuvarande makroekonomiska ramverk

2.1.1 Penningpolitik och Riksbankens roll

Penningpolitiken i Sverige förs av Sveriges riksbank. Riksbanken är en myndighet under riksdagen, och dess åtaganden garanteras av staten. Riksbankens verksamhet, organisation och kapital fastställs i *riksbankslagen* (SFS 2022:1568). *Lagen* godkändes av riksdagen i november 2022. Den ersatte *riksbankslagen från 1999*, som formaliserade Riksbankens operativa oberoende och fastställde att huvuduppgiften var prisstabilitet.

Riksbanken ansvarar för det svenska betalningssystemet och är den enda utgivaren av svenska kronan.¹ Riksbanken är medlem i Europeiska centralbankssystemet och är andelsägare i Europeiska centralbanken.²

Riksbankens huvudsakliga mål är att ”upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation.” Utan att åsidosätta inflationsmålet ska Riksbanken även bidra till ”en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning” samt till ”att det finansiella systemet är stabilt och effektivt, inbegripet att allmänheten ska

¹ Riksbanken hanterar och övervakar för närvarande Sveriges centrala betalningsinfrastruktur med hjälp av betalningssystemet RIX. I juni 2024 beslutade Riksbanken att avtalsförhandla med Europeiska centralbanken om att migrera RIX till T2-plattformen för stora betalningar.

² Eftersom Sverige är medlem i Europeiska unionen är Riksbanken en del av Europeiska centralbankssystemet och andelsägare i Europeiska centralbanken, i enlighet med fördraget om Europeiska unionens funktionssätt.

kunna göra betalningar”. Med avseende på dessa mål definieras Riksbankens uppdrag i den uppdaterade lag som har varit i kraft sedan januari 2023 som flexibel inflationsmålspolitik där ekonomisk och finansiell stabilitet får en sekundär roll i relation till inflationsmålet. Riksbankslagen från 1999 som vägledde Riksbanken fram till slutet av 2022 hade ett snävare fokus på strikt inflationsmålspolitik. I praktiken utgör dock Riksbankens uppdaterade uppdrag framför allt en formalisering av hur uppdraget utformades i lagen från 1999. Inflationsmålspolitik förs med en flytande växelkurs i enlighet med lagen om valutapolitik (1998:1404).

Riksbanken har till uppgift att operationalisera definitionen av ”låg och stabil inflation”, med förbehåll för riksdagens godkännande. Definitionen av inflationsmålet har ändrats under den utvärderade perioden. Fram till september 2017 hade Riksbanken som mål att inflationen skulle vara 2 procent, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI). I september 2017 omdefinierades målet och den årliga förändringen i konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska numera vara 2 procent. Samtidigt började Riksbanken även använda ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent. Den reviderade målvariabeln med KPIF exkluderar hushållens bolåneräntor från inflationsmålet. Motiveringen till att använda KPIF är att de förändringar i inflationen som uppstår till följd av penningpolitikens direkta påverkan på bolånekostnader – något som inkluderas i KPI-inflationen – anses vara tillfälliga.³ Variationsbandet tillåter ”små” avvikelser från inflationsmålet med tanke på att inflationen kanske inte är helt på målet inom en mycket kort tidshorisont. Inom ramen för sitt inflationsmålsuppdrag har Riksbanken tillgång till ett flertal olika instrument som den kan använda självständigt, till exempel inlånings- och kreditfaciliteter för finansinstitut, repor, faciliteter för köp och försäljning av statspapper, valutainterventioner och kassakrav.

Kontrollen över de penningpolitiska besluten förstärker Riksbankens operativa oberoende. Penningpolitiska beslut fattas enbart av Riksbankens direktion, med hänvisning till Riksbankens uppdrag och utan att utsätta dess finanser för orimliga risker. Direktionen har fem ledamöter som utses för en tid av fem eller sex år av Riksbankens fullmäktige. Ledamöterna kan inte entledigas (såvida de inte har ägnat sig åt olaglig verksamhet), vilket är en viktig aspekt av Riksbankens oberoende. Riksbankschefen, för närvarande Erik Thedéen, är ordförande i direktionen. Direktionen har även fyra vice riksbankschefer. I skrivande stund är de Per Jansson, Aino Bunge och Anna Seim. Fram till den 10 oktober 2025 var även Anna Breman vice riksbankschef. Hon har nu lämnat direktionen för uppdraget som centralbankschef för Reserve Bank of New Zealand. När den här rapporten skrevs hade ingen ersättare utsetts ännu. Direktionen har åtta ordinarie penningpolitiska möten om året, och sammanträder dessutom varannan vecka mellan de penningpolitiska mötena. Som

³ När Riksbanken höjer styrräntan i ett försök att dämpa den övergripande inflationen, kan KPI visa en kortsiktig inflationsuppgång på grund av styrräntans genomslag i bolåneräntorna. Inflationen mätt med KPIF exkluderar denna direkta kanal från styrränta till inflation.

diskuteras i avsnitt 5 meddelas penningpolitiska beslut på ett mycket transparent vis.

2.1.2 Finansiell stabilitet och Finansinspektionens roll

Även om finansiell stabilitet är Riksbankens sekundära uppdrag är det den oberoende myndigheten Finansinspektionen (FI) som reglerar och övervakar den finansiella sektorn. Finansinspektionen är en statlig myndighet som ansvarar för att enskilda finansinstitut är sunda och att det finansiella systemet som helhet är stabilt. Den ger ut Finansinspektionens författningssamling (FFFS) med föreskrifter och allmänna råd och rekommenderar även ändringar av lagstiftningen för den finansiella sektorn. Finansinspektionen ansvarar för makrotillsynsåtgärder såsom den kontracykliska kapitalbufferten och låntagarbaserade krav för bolån – något som har stor betydelse för den finansiella stabiliteten.⁴

Myndigheten leds av en styrelse som består av åtta ledamöter. Finansinspektionens generaldirektör utses – och kan ersättas – av regeringen, vilket tyder på ett mindre institutionellt oberoende än Riksbanken. Det förekommer ingen samtida överlappning mellan Finansinspektionens och Riksbankens ledamöter, men Martin Flodén, f.d. direktionsledamot och vice riksbankschef (2013–2024), är för närvarande ledamot i Finansinspektionens styrelse. Dessutom var den nuvarande riksbankschefen Erik Thedéen generaldirektör för Finansinspektionen 2015–2022 (åren innan han blev riksbankschef).

Trots att det är Finansinspektionen som ansvarar för regelgivningen inom den finansiella sektorn sträcker sig Riksbankens roll i fråga om finansiell stabilitet mycket längre än betalningssystemen. Riksbanken har många gånger genom åren agerat vid allvarliga störningar i den finansiella sektorn, något som är i linje med centralbankers traditionella roll som sista låneinstans och marknadsgarant vid en kris. Riksbanken har bland annat stärkt den finansiella stabiliteten genom att bevilja säkerställda krediter, ingå swapavtal med finansinstitut, införa likviditetsstödåtgärder samt genom att köpa och sälja finansiella tillgångar. Sedan den nya *riksbankslagen* trädde i kraft i januari 2023 har Riksbanken haft mindre operativt oberoende än tidigare när dessa verktyg används inom ramen för finansiell stabilitet, och mindre än när de används för penningpolitiska syften. Enligt det nya ramverket måste Riksbanken konsultera Finansinspektionen och Riksgälden innan åtgärder vidtas, förutom om omedelbara åtgärder krävs.

2.1.3 Finanspolitiken, regeringen och riksdagen

Finanspolitiken styrs av regeringen, men budgeten måste godkännas av riksdagen. Sverige bedriver sin finanspolitik med hjälp av ett väldefinierat finanspolitiskt ramverk. *Budgetlagen* innehåller en rad olika regler, inbegripet ett

⁴ Se Rangvid (2024) och Muellbauer och Kaszowska-Mojša (2024) för bedömningar av dessa verktyg.

överskottsmål (även kallat saldomål), som för närvarande uppgår till en tredjedels procent av BNP under en konjunkturcykel.⁵ Skuldankaret är ett riktmarke för hur stor den konsoliderade bruttoskulden ska vara för hela den offentliga sektorn, dvs. staten, kommunerna och regionerna. I nuläget är det fastställt till 35 procent av BNP. Om skuldkvoten avviker från skuldankaret med mer än 5 procentenheter av BNP ska regeringen lämna en skrivelse till riksdagen och förklara vad som orsakat avvikelsen och hur den ska hanteras.

På utgiftssidan ska regeringen i enlighet med *lagen* föreslå ett utgiftstak för statens utgifter (inklusive ålderspensionssystemet) för det tredje tillkommande året. Baserat på den informationen fastställer riksdagen taket, som därefter endast kan ändras vid ett regeringsskifte eller vid en kris som kräver finanspolitiskt ingripande. Dessa nationella regler kompletteras med ett balanskrav för kommunerna.

För att se till att finanspolitiken förs i enlighet med målen och andra finanspolitiska mått görs en extern uppföljning av Finanspolitiska rådet, Ekonomistyrningsverket och Konjunkturinstitutet.

2.1.4 Riksgälden

En fjärde myndighet som har en viktig roll inom det makroekonomiska ramverket är Riksgälden, som grundades 1789. Riksgäldens huvudsakliga mål är att minimera kostnaderna för statens finansförvaltning. Den styrs av en styrelse med nio ledamöter, två arbetstagarrepresentanter och en internrevision. Riksgäldsdirektören utses av regeringen och kan även ersättas av regeringen, på samma vis som Finansinspektionens generaldirektör. Det finns ingen som sitter samtidigt i Riksgäldens styrelse, Riksbankens direktion eller Finansinspektionens styrelse.⁶

Riksgälden har ett brett verksamhetsområde. Myndigheten är statens internbank, förvaltar den befintliga statsskulden och tar upp nya lån, ger statliga garantier och krediter, skyddar konsumenters pengar och värdepapper genom insättningsgarantin och investerarskyddet samt ansvarar för statens hantering av banker i kris. Den säkrar dessutom finansieringen av kärnavfallshantering.

Denna kombination av ansvarsområden fördelas i vissa andra länder mellan centralbanken och finansdepartementet. I USA är det till exempel Federal Reserve (den amerikanska centralbanken) som är statens internbank, och statens "bytesbalans" är en viktig del av Federal Reserves balansräkning. Det amerikanska finansdepartementet sköter skuldförvaltningen. Det senare är, som vi kommer att diskutera längre fram, viktigt när det gäller Riksbankens användning av kvantitativa lättnader. Dessutom överlappar Riksgäldens uppgifter gällande stöd till banker, insättningsgaranti och vissa krishanteringsverktyg

⁵ Se: <https://www.regeringen.se/sveriges-regering/finansdepartementet/statens-budget/det-finanspolitiska-ramverket/>

⁶ Ledamöterna i Riksbankens direktion får i nuläget inte ha andra uppdrag eller anställningar som kan innebära intressekonflikter.

de uppdrag inom finansiell stabilitet som både Riksbanken och Finansinspektionen också har.

2.1.5 Andra aspekter av Sveriges makroekonomiska verklighet

De myndigheter som nämns ovan är grundpelarna i Sveriges makroekonomiska ramverk. Sveriges ekonomiska landskap innehåller även andra aspekter som är viktiga för att förstå förutsättningarna för Riksbankens uppdrag att skapa en stabil penningpolitisk miljö.

För det första har lönebildningen i Sverige sedan industriavtalets tillkomst 1997 präglats av ”normbildande” löneavtal mellan fackförbund och arbetsgivarorganisationer inom tillverkningsindustrin (Calmfors (2025)). Dessa avtal anses i allmänhet vara nödvändiga för att upprätthålla Sveriges internationella konkurrenskraft i denna exportorienterade sektor. Den lönenorm som fastställts i tillverkningsindustrin påverkar hela ekonomin. Arbetsgivarorganisationer inom den privata sektorn brukar ofta insistera på att löneökningar i andra branscher inte överskrider detta ”riktmärke”. Fackförbund koordinerar sina lönekrav kring normen och den är ofta även en implicit vägledning för tjänstemän i den privata sektorn. Löneavtalen i tillverkningsindustrin beaktas även vid löneförhandlingar i den offentliga sektorn, som därför inte heller är helt frikopplade från lönenormen.

Detta institutionella arrangemang spelar en viktig roll när det gäller att minska risken för löne–prisspiraler och hantera oförutsedda inflationsperioder som den under 2021–2022. Som vi kommer att diskutera senare påverkade den kraftiga nedgången i reallönerna under den här perioden Riksbankens behov att höja räntorna för att få bukt med den stigande inflationen.⁷

För det andra är Sverige djupt integrerat i världsekonomin genom handel med varor, tjänster och finansiella tillgångar. Ett standardmått på handelsöppenhet, summan av värdet på Sveriges export av varor och tjänster samt dess import i relation till BNP, överstiger 100 procent. Sveriges import från andra länder omfattar inte bara varor för konsumtion, utan även material, teknik och kapitalvaror som är väsentliga för produktiviteten i den svenska ekonomin. Svenska företag deltar i globala utbudskedjor och förlitar sig i hög grad på utländska marknader för att sälja sina varor. På den finansiella sidan har Sverige fordringar på utländska enheter, samtidigt som utländska investerare har många fordringar på Sverige. Bruttopositionerna av tillgångar och skulder överstiger 300 procent av BNP på årsbasis, och på nettosidan har Sverige finansiella fordringar på utlandet till ett värde som motsvarar ungefär 40 procent av BNP.

En så hög grad av global integration innebär att chocker i andra delar av världen även får återverkningar på den svenska ekonomin, via både utbuds-

⁷ Dessa normbildande avtal får dessutom många andra konsekvenser. Mogstad, Salvanes och Torsvik (2025) hävdar till exempel att lönekompressionen i Sverige och andra nordiska länder är viktig för att förstå varför inkomstskillnaderna är låga jämfört med många andra industrialiserade ekonomier. De påpekar dock också att det kan uppstå negativa bieffekter i form av minskad avkastning på utbildning och arbetsmarknadskompetens generellt sett.

och efterfrågekanaler. Eftersom Riksbanken för en inflationsmålspolitik i en flytande växelkursregim måste alla åtgärder för att kontrollera inflationen vidtas med hänsyn till hur känslig ekonomin är för fluktuationer i kronans värde, genom handelsflöden, priser på varor och tjänster samt gränsöverskridande flöden av tillgångar och faktorinkomster. Vi diskuterar utmaningar relaterade till detta mer ingående i avsnitt 8 och 9.

2.2 Det nuvarande ramverket i korthet

Sammanfattningsvis vilar Sveriges makroekonomiska ramverk på tre huvudsakliga pelare: i) en oberoende centralbank som för en flexibel inflationsmålspolitik inom ramen för en flytande växelkursregim, ii) en självständig tillsynsmyndighet som bedriver mikro- och makrotillsyn av finanssektorn, med Riksbanken som vid behov går in för att hantera finansiell instabilitet, iii) en finanspolitiskt begränsad regering som måste följa strikta budgetbestämmelser. Riksgälden tillhandahåller både kompletterande och överlappande tjänster. Denna överlappning gör det ännu viktigare för Riksbanken, Riksgälden och Finansinspektionen att samordna och vara tydliga med sina olika roller, särskilt under perioder av stress.

2.3 Historisk bakgrund

Riksbanken grundades 1656 och blev formellt en statligt ägd enhet 1668, vilket gör den till världens äldsta centralbank.⁸ Inledningsvis var dess främsta uppgift att bibehålla det inhemska myntet vid dess rätta och skäliga valör, men Riksbanken var länge underordnad riksdagen vilket innebar att den bedrev sin verksamhet efter regeringens direktiv, med syftet att finansiera politiskt gynnade aktiviteter.⁹

Riksbanken började ge ut sedlar nästan direkt, men hade i början konkurrens från andra banker, med undantag för en kort period under tidigt 1800-tal. Den konkurrerade även med affärsbanker när det gällde inlåningsmarknaden. Privat utgivning av sedlar krävde ibland direkt statligt stöd i syfte att upprätthålla finansiell stabilitet. Under krisen 1856–1857 beviljade Riksbanken till exempel kredit till Skånes Enskilda Bank så att den kunde fortsätta med betalningarna av sina sedlar (Fung, Hendry och Weber (2018)).

Under den senare delen av 1800-talet genomfördes en lagstiftningsreform av bankverksamheten som i stort sett eliminerade eventuella implicita statliga garantier. Detta gav upphov till tillväxt i Sveriges affärsbankssystem. I och med detta omdefinierades Riksbankens roll. Med *riksbankslagen* från 1897 fick Riksbanken ensamrätt att ge ut sedlar och 1903 fick den sin moderna

⁸ Centralbanken kallades Stockholms Banco fram till 1664 när den kraschade. År 1668 tog riksdagen officiellt över banken och döpte om den till Riksens Ständers Bank. Under 1867 ändrade den namn till Sveriges riksbank.

⁹ En komplett historisk tidslinje finns här: <https://www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/historia/>.

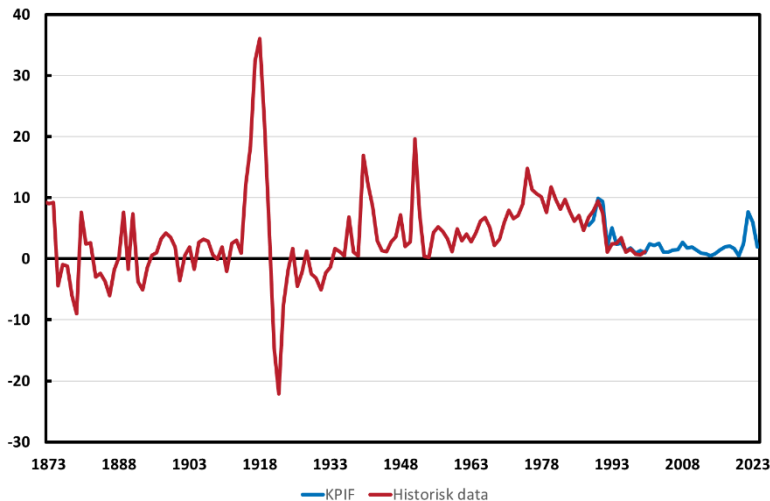
funktion som ”bankernas bank” i Sverige, då affärsbanker fick möjlighet att rediskontera sedlar hos Riksbanken.

2.3.1 Från guldmyntfot till prisnivåmål (1873–1939)

Under den största delen av 1800-talet var inflationen i Sverige mycket volatil och skiftade mellan perioder av snabb pristillväxt och betydande deflation. Denna instabilitet åtföljdes av mycket volatil per capita-tillväxt på årsbasis som låg långt över moderna ekonomiers erfarenheter. En sådan volatilitet kan vara ytterst problematisk och Sveriges strävan efter monetär stabilitet ledde så småningom till att guldmyntfoten infördes 1873, i ett läge med ekonomisk tillväxt och strukturella förändringar. Den klassiska guldmyntfoten innebar att en viss mängd guld hade ett fast pris i den egna valutan. Detta gav en fast växelkurs gentemot andra valutor som ingick i samarbetet. Olika varianter av fasta växelkurser kvarstod i Sverige, med endast några korta avbrott, fram till krisen 1992.

Inledningsvis hjälpte införandet av guldmyntfoten Sverige att sänka och stabilisera inflationen. Den genomsnittliga inflationen sjönk från 1,81 procent under perioden 1801–1872 till 0,54 procent under perioden 1873–1913, och volatiliteten (mätt som standardavvikelsen för den årliga inflationstakten) minskade från 7,4 procent till 4,2 procent. Inflationen steg dock igen när guldmyntfoten övergavs på grund av första världskriget och kronan fick en flytande växelkurs (figur 1). Den flytande kronan följdes av en period med mycket hög växelkursvolatilitet. Från 1915 till 1918 stärktes kronan kraftigt mot både den amerikanska dollarn och det brittiska pundet, men i slutet av kriget försvagades den lika mycket igen (figur 2, panel A). En liknande volatilitet syntes i det bredare kronindexet under perioden (figur 2, panel B).

Figur 1: Sveriges årliga inflationstakt 1873–2024



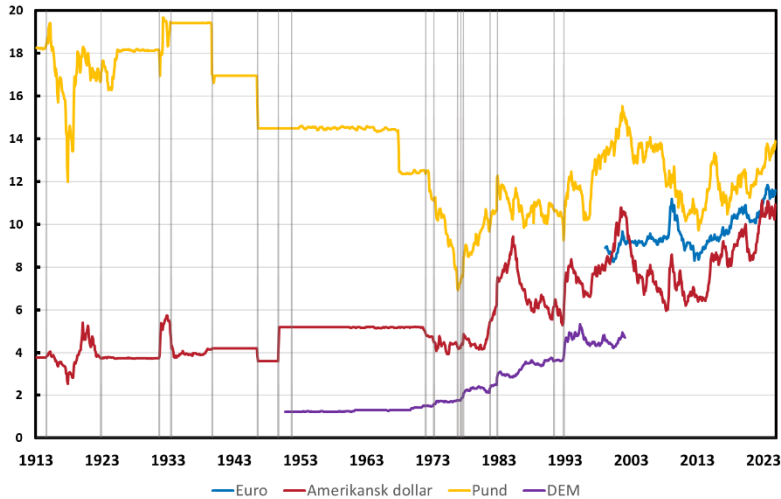
Anm.: Årlig förändring i prisindex. Historiska data 1873–2000. KPIF 1988–2024.
Källor: Historiska data från Edvinsson (2005). KPIF från SCB.

Mot denna bakgrund är det förståeligt att Sverige var ett av de första länderna att införa guldmyntfoten på nytt (de facto 1922, de jure 1924; se Jonung (1984)) efter första världskrigets slut. Under 1920-talet var inflationstakten överlag låg, ofta negativ, men guldmyntfoten upplöstes slutligen under den stora depressionen. De ekonomiska följderna av den globala konjunkturnedgången slog hårt mot den svenska ekonomin, med en rejäl minskning i exportintäkterna och stora kapitalutflöden. Den svenska valutareserven minskade avsevärt, och kronan utsattes för spekulativa attacker när Storbritannien lämnade guldmyntfoten i september 1931.

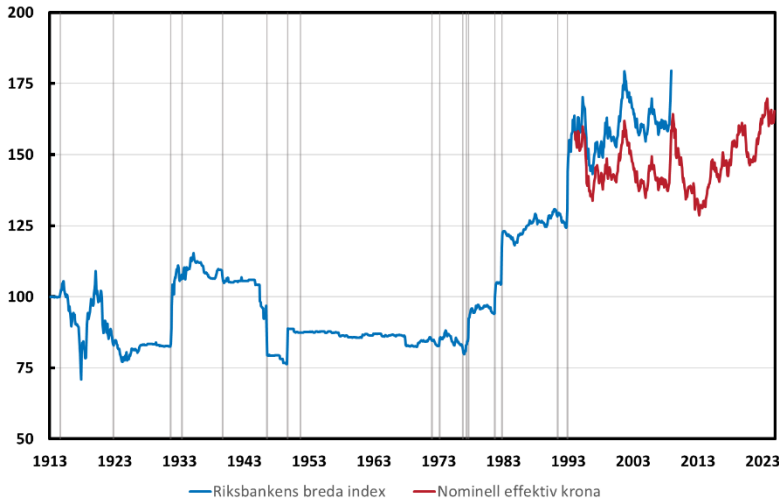
Krisen ledde till att Sverige införde en flytande växelkurs senare samma månad. Samma dag som Sverige övergav guldmyntfoten tillkännagav den svenska regeringen, efter samråd med den framstående ekonomen Gustav Cassel, ett åtagande om att bevara prisstabiliteten. Detta ledde till ett viktigt beslut 1933, när riksdagen godkände en flytande växelkursregim i kombination med stabilisering av prisnivån. Sverige blev således först med att anta ett formellt prisnivåmål som penningpolitiskt ramverk (Berg och Jonung (1999)). Växelkursvolatiliteten blev dock ett allt större orosmoment. Kronan försvagades rejält mot både dollarn och pundet, och även mer generellt. I ett försök att stabilisera ekonomin gick Sverige tillbaka till en fast växelkursregim.

Figur 2: Utvalda växelkurser

a) Bilateral växelkurser



B) Breda nominella kronindex



Anm.: Riksbankens breda index (1913–) är från Bohlin (2010). Kronans nominella effektiva växelkurs kallas KIX-index (1994–2024). Indexvärde: 1913 = 100. De vertikala linjerna visar förändringar i växelkursregimen.

Källa: Sveriges riksbank.

År 1933 knöts kronan först ensidigt till det brittiska pundet, men sedan pundets trovärdighet hade försvagats knöts den i stället till den amerikanska dollarn 1939.

2.3.2 Penning- och finanspolitisk konflikt, Bretton Woods-systemet och fasta växelkurser (1945–1992)

I slutet av andra världskriget begränsade regeringen Riksbankens oberoende och krävde en lågräntepolitik. Även om det redan fanns rättsliga bestämmelser om en sådan politik i *lagen* från 1933 blev detta från och med 1944 ett utmärkande drag för den svenska makroekonomiska förvaltningen under efterkrigstiden. Regeringens linje med låga räntor och Riksbankens farhågor i fråga om prisstabiliteten ledde till spänningar och 1948 valde riksbankschefen att avgå. Sveriges ramverk under den här tiden kan bäst beskrivas som så kallad finanspolitisk dominans, där regeringens finanspolitiska mål går före Riksbankens penningpolitiska mål. Vi går igenom detta mer i detalj i avsnitt 7.

Sverige anslöt sig till Internationella valutafonden (IMF) och Bretton Woods-systemet 1951 och införde därmed en multinationell låsning till den amerikanska dollarn. Detta begränsade den penningpolitiska friheten ytterligare och gjorde finanspolitiken till det främsta verktyget för att upprätthålla stabilitet. Riksbankens ansvar reducerades till att kontrollera kreditförsörjningen, med syftet att hålla tillbaka det inflationstryck som orsakats av dess underordnade uppdrag att hålla räntorna nere. För att göra detta använde Riksbanken administrativa verktyg, till exempel utlåningstak för banker och begränsningar för hushålls och företags innehav i utländska valutor. I början av

1950-talet hade Sverige hög inflation trots att volatiliteten i växelkursen effektivt hade stoppats med Bretton Woods-systemet. Den underordnade penningpolitiken hade dock ett högt pris: mellan 1948 och 1957 steg Sveriges prisnivå med 55,5 procent, vilket kan jämföras med en ökning på bara 17 procent i USA. År 1957 upphörde Riksbanken med lågräntepolitiken och höjde räntan för att delvis lätta på kontrollerna av kreditmängden. Den resulterande kreditexpansionen satte fart på bostadsmarknaden, men begränsade tillgången till kapital i andra sektorer. Detta fick till följd att inflationen i Sverige stabiliserades efter 1957 och förblev relativt låg fram till början på 1970-talet, då finanspolitiska obalanser i USA orsakade instabilitet i Bretton Woods-systemet och ledde till omvärdering av många valutor mot den amerikanska dollarn. Den svenska kronan stärktes med 7,5 procent mot dollarn i december 1971 och med ytterligare 5,6 procent i februari 1973. Vid båda tillfällena försvagades kronan gentemot guld.

Sedan Bretton Woods-systemet hade upplösts valde Sverige i mars 1973 att lämna det internationella valutaavtalet och ansluta sig till den europeiska valutaormen (ett snävt valutasamarbete för Europeiska ekonomiska gemenskapens medlemsländer), även om Sverige inte var EEG-medlem. Sveriges makroekonomiska resultat var dock svagt efter OPEC:s oljeprischocker, även jämfört med liknande länder. Detta bidrog till en devalvering av kronan under 1976 (3 procent) och 1977 (6 procent). I augusti 1977 devalverade Sverige kronan på nytt med 10 procent, lämnade valutaormen och knöt kronan till en egen valutakorg.

Samtidigt drogs Sverige motvilligt med i den våg av finansiell avreglering som genomfördes på många håll i världen. Sverige avskaffade utlåningstaken för affärsbanker så att de kunde minska sina obligationsinnehav och öka sin utlåning. Inflationen förblev dock hög och statsskulden hade ökat sedan slutet av 1960-talet, även om skulden i förhållande till BNP var låg i ett internationellt perspektiv.¹⁰ Under 1981 och 1982 devalverade Sverige kronan på nytt med 10 respektive 6 procent, och läget var förhållandevis lugnt fram till 1991.

I maj 1991 beslöt Sverige att knyta kronan till en EMS-valutakorg (en "ecu"-korg), men 1992 tvingades Riksbanken höja räntan till hela 500 procent för att försvara kronan. Denna åtgärd vidtogs efter spekulativa attacker mot europeiska valutor som utlöstes av oväntat svaga makroekonomiska resultat inom EEG, bland annat den långsamma tillväxten i Tyskland efter återföreningen. Riksdagen godkände ett krispaket som tillfälligt fick marknadstrycket att lätta något, men kapitalutflödena fortsatte. Det hela ledde till en bankkras, en djup lågkonjunktur och en kollaps i investeringar och bostadspriiser. Den 19 november 1992 upphävde Sverige den fasta växelkursen mot ecun och lät än en gång kronan flyta.

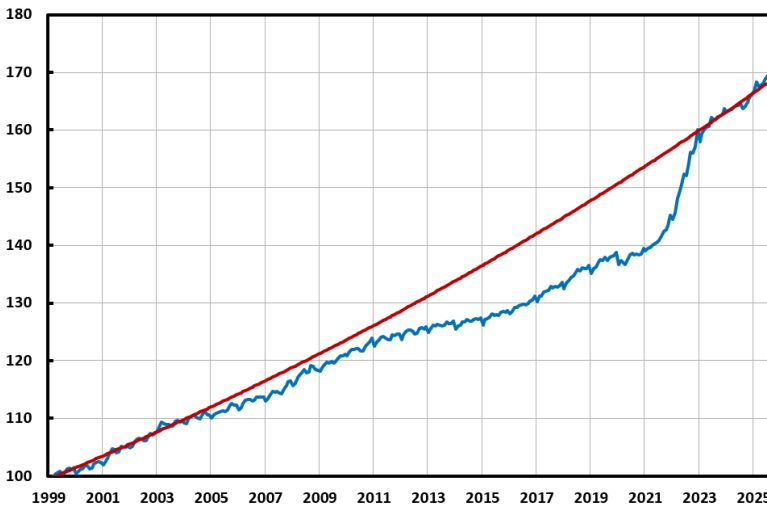
¹⁰ Denna trend vände under en kort period i mitten på 1980-talet, men tilltog igen från 1989 och framåt.

2.3.3 Inflationsmålspolitik och separerade institutioner (1993–i dag)

Denna historia med upprepade försök till fasta växelkursregimer är viktig för att få en djupare förståelse kring hur krisen ledde till ett nytt sätt att se på det svenska monetära systemet. Den skapade viss enighet om att alla dessa försök att skapa monetär stabilitet med fasta växelkurser inte fungerade. Krisen under tidigt 1990-tal och övergången till en flytande växelkursregim ledde till en omfattande omorientering av penning- och finanspolitiken, som lade grunden för Sveriges makroekonomiska ramverk som gäller i dag.

År 1993 införde Riksbanken ett formellt inflationsmål på 2 procent. Från början definierades det som den årliga förändringen i konsumentprisindex, men 2017 omdefinierades målet och utgick i stället från konsumentprisindex med fast ränta, KPIF, samt ett variationsband på ± 1 procentenhet från målet. Som vi har nämnt tidigare gav *riksbankslagen* från 1999 Riksbanken ett formellt oberoende. En direktion infördes för att övervaka penningpolitiska beslut och se till att styrningsstrukturen var i linje med internationell bästa praxis. *Lagen* gav Riksbanken ett tydligt uppdrag i fråga om inflationsmålet utan att uttryckligen ge utrymme för sekundära farhågor om ekonomin. Samtidigt införde Sverige en tydlig separation mellan penningpolitiska och finanspolitiska myndigheter i syfte att minimera risken för finans- och penningpolitiska spänningar, oavsett om det handlade om ett underordnande av penningpolitiken eller en ackumulering av statsskuld. Riksbanken fick ett tydligt uppdrag att upprätthålla prisstabiliteten samtidigt som finanspolitiken också begränsades, inledningsvis genom att det infördes ett överskottsmål 1997. Under 1990-talet hade Finansinspektionen ansvar för tillsyn, men hade ännu inte fått i uppdrag att övervaka systemrisk i det finansiella systemet.

Figur 3: KPIF i Sverige och en trend på 2 procent



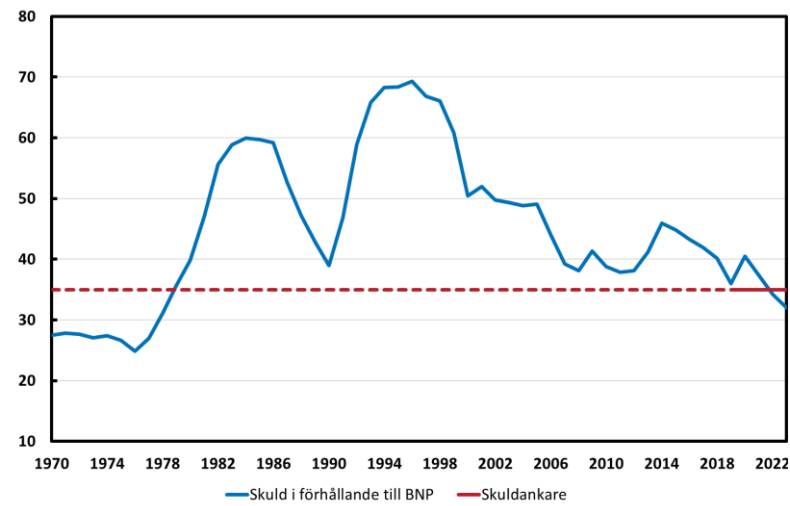
Anm.: KPIF-index i nivåer från 1999 jämfört med en trendlinje på 2 procent.

Källor: SCB och egna beräkningar.

Efter införandet av ett ramverk för inflationsmålspolitik med flytande växelkurs har inflationen i Sverige sjunkit och blivit mindre volatil. Samtidigt har det varit färre stora förändringar av kronans värde, vilket dock kan ha skett på bekostnad av högre kortsiktig volatilitet. Även om inflationen emellanåt har avvikit från målet har Riksbankens arbete med att förankra de långsiktiga förväntningarna varit mycket framgångsrikt. I figur 3 åskådliggörs KPIF i Sverige från 1999 till slutet av 2024 tillsammans med en hypotetisk trendlinje som visar en konstant årlig inflationstakt på 2 procent. Anmärkningsvärt nog låg KPIF i slutet av 2024 nästan exakt i nivå med den årliga tillväxttakt på 2 procent som infördes 1999. Figuren visar även att utvärderingsperioden innehåller en upphämtning till trenden efter det att inflationen hamnat långt under målet i början av 2010-talet, en period som vi diskuterar närmare i avsnitt 3.¹¹

Stabiliseringen av inflationen sammanföll med en skarp nedåtgående trend i den offentliga skuldsättningen, som sjönk från cirka 70 procent i mitten av 90-talet till ungefär 35 procent 2023 (se figur 4). Det restriktiva finanspolitiska ramverket verkar alltså ha varit framgångsrikt, och gjorde det möjligt för Sverige att 2019 införa ett skuldankare för den offentliga skulden på 35 procent.

Figur 4: Statsskuld i förhållande till BNP i Sverige



Anm.: Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden) delad med nominell BNP. Skuldankaret infördes 2019.
Källor: Europeiska kommissionen (AMECO) från 1996, IMF för den tidigare perioden.

2.4 Framåtblick

Sveriges institutionella ramverk har formats utifrån tidigare erfarenheter av inflation, växelkursinstabilitet, finanspolitiska obalanser och finanskriser.

¹¹ Observera att med inflationsmålsregimen finns det ingen anledning att över tid korrigera om inflationen tidigare har under- eller överskridit målet, eftersom det finns en prisnivåmålsregim. Det faktum att KPIF nyligen har hunnit ifatt den tvåprocentiga årstrenden är troligtvis en tillfällighet.

Sedan tidigt 1990-tal har det visat sig vara mycket effektivt för att skapa penning- och finanspolitisk stabilitet. Ramverket växte fram som ett svar på den ekonomiska volatilitet som rådde från 1970-talet till början av 1990-talet. Allmänhetens stöd för ramverket har dessutom varit robust. I en icke-bindande folkomröstning 2003 om införande av euron röstade 55,9 procent nej.¹² Som vi tidigare nämnt präglades perioden innan den nuvarande policyregimen utarbetades av hög och växlande inflation, en stigande skuld och politiska påtryckningar på penningpolitiken. Sedan det nya makroekonomiska ramverket infördes har Sverige i stället haft en period med låg och stabil inflation parallellt med mer försiktiga och hållbara offentliga finanser.

Detta har nu förändrats inom flera viktiga områden:

- *Skiftande inflationsdynamik:* Den tidiga delen av utvärderingsperioden präglades av globala sjunkande inflationstryck, finansiell fördjupning och ett relativt makroekonomiskt lugn. Under den största delen av *den här* perioden var den främsta utmaningen för Riksbanken och många andra centralbanker att *underskrida* inflationsmålet snarare än att överskrida det. Efter covid-19-pandemin har fokus i stället övergått till inflationen som har drivits av flera olika och överlappande globala utbudschocker. Detta har gjort att man åter har blivit medveten om uppåtriskerna för inflationen. Även om man inte ska bortse från en återgång till nollränterestriktionen, lär beslutsfattare stå inför svårare avvägningar mellan inflationskontroll, finansiell stabilitet och tillväxt.
- *Stora och ovanliga chocker:* Covid-19-krisen och Rysslands invasion av Ukraina medförde en extraordinär osäkerhet och krävde exceptionella interventioner. Dessa händelser satte finanspolitiska, penningpolitiska och finansiella myndigheter på prov vad gällde snabba reaktioner, samordning och flexibilitet.
- *Strukturomvandling i ekonomin:* Sveriges ekonomi har, precis som många andra utvecklade ekonomier, haft en ökning av tjänster (på bekostnad av tillverkningsindustrin), digitalisering och exponering mot globala utbudschockor. Denna utveckling kan påverka penningpolitikens genomslag och hur ekonomiska svängningar kommer att se ut.
- *Djupare global och regional integration:* Sedan Berlinmurens fall har Östeuropa och Kina integrerats alltmer i den globala handeln och de globala produktionsnätverken. Under samma period har Sverige fördjupat sin ekonomiska integration med EU och har sedan 1998 etablerat institutionella förbindelser med Europeiska centralbanken genom sitt deltagande i Europeiska centralbankssystemet (ECBS). Detta har ökat de externa spridningseffekterna från världsekonomin till Sverige och väckt frågor om den svenska penningpolitikens oberoende.
- *Framväxande geopolitiska spänningar:* Ökande global fragmentering, säkerhetsrisker och användningen av ekonomiska policyverktyg som vapen (till exempel sanktioner, exportkontroller, inflytande över energimarknaden)

¹² Hela resultatet finns på <https://www.val.se/valresultat/folkomrostningar/euro-2003.html>.

kräver att man lägger större vikt vid ekonomisk motståndskraft och institutionell anpassningsförmåga.

Om man väger in samtliga dessa faktorer kan Sveriges makroekonomiska ramverk, även om det i grunden är sunt, behöva anpassas i vissa avseenden. Principerna om tydlig institutionell separation, en finansiellt och operativt oberoende centralbank, ansvarsfull finanspolitik och ansvarsskyldighet är fortfarande mycket viktiga. Men nya omständigheter kräver att man tar ett steg tillbaka och överväger justeringar i hur dessa principer implementeras, särskilt när det gäller samordning, policymix och ansvarsskyldighet vid kriser.

Detta är frågor som vi kommer att återkomma till efter att ha granskat Riksbankens arbete under det senaste årtiondet.

3 Penningspolitiska åtgärder, 2015–2024

I och med den förändrade ekonomiska situationen vi diskuterade i förra avsnittet stod Riksbanken inför en rad utmaningar strax före vår utvärderingsperiod. Dessa utmaningar är väsentliga för att förstå policykontexten för perioden 2015–2024.

Omedelbart efter den globala finanskrisen sjönk inflationen rejält i Sverige, och landet hade under 2009 deflation sju månader i rad, trots en kraftig sänkning av styrräntan i december 2008 (från 3,75 procent till 2 procent). I februari 2009 sänkte Riksbanken styrräntan till 1 procent, i april samma år till 0,5 procent, och i juli sänktes den på nytt till 0,25 procent. Trots Riksbankens åtgärder var inflationen fortsatt låg i slutet av 2009 och i början på 2010, och den låg betydligt under tvåprocentsmålet. Denna utveckling väckte oro för att inflationen skulle bita sig fast under målet (figur 5). Men liksom många andra penningpolitiska beslutsfattare under den här perioden befarade Riksbanken också att om räntorna hölls låga alltför länge kunde det leda till alltför omfattande låntagande bland hushållen och generera ohållbara ökningar av fastighetspriserna. Vid den tidpunkten konstaterade direktionen att makrotillsynsverktyg, som striktare belåningsgrad eller amorteringskrav, kunde vara mer effektiva än penningpolitik för att motverka de riskerna (Sveriges riksbank (2010b)). Dessa verktyg var dock i hög grad oprövade på den tiden och kontrollerades främst av Finansinspektionen.

Dessa och andra farhågor gjorde att direktionen beslutade att höja styrräntan från 0,25 procent till 2 procent mellan mitten av 2010 och mitten av 2011. Efter en kortvarig uppgång i KPI-inflationen (som troligtvis främst berodde på styrräntans effekt på bolåneräntorna) började inflationen snabbt att sjunka under hösten 2011. På internationell nivå stod samtidigt euroområdet inför en alltmer intensiv finansiell stress. I slutet av 2011 hade de externa omständigheterna försämrats ytterligare, kronan hade stärkts och inflationen låg envist kvar under tvåprocentsmålet (figur 3 och 5). Som respons på denna utveckling ändrade Riksbanken så småningom kurs, och i november 2011 inleddes en period med räntesänkningar. De gradvisa sänkningarna av styrräntan lyckades inte vända den sjunkande inflationen, som fortsatte sin kraftiga nedgång. Under hösten 2012 nådde den nivåer nära noll. Riksbanken fortsatte därför med sina räntesänkningar, och i slutet av 2014 var styrräntan nere på noll.

När Riksbanken inledningsvis började höja styrräntan under 2010–2011 fick den kritik från bland andra vice riksbankschef Lars Svensson, som hävdade att Riksbanken i stort sett offrade inflation och sysselsättning för att uppfylla makrotillsynsmål (se Svensson (2013), Svensson (2014)). Med facit i hand finns det en del frågetecken kring beslutet att höja räntan under 2010–2011. Även om det sannolikt bidrog till att dämpa trycket på bostadsmarknaden¹³ hjälpte

¹³ Berggren, Mammos och Strid (2024) ser belägg för att penningpolitiska chocker har stor effekt på bostadsmarknaden i Sverige.

det inte Riksbanken att nå inflationsmålet på två procent. Det finns även belegg för att beslutet kan ha bidragit till att motverka att arbetslösheten under den perioden föll tillbaka till samma nivå som före den globala finanskrisen (se Coglianese, Olsson och Patterson (2025)). Perioden lade dessutom grunden för att man senare införde okonventionella penningpolitiska åtgärder i ett försök att återställa trovärdigheten för det penningpolitiska målet. Att fortsätta ligga under inflationsmålet väckte framför allt farhågor om att inflationsförväntningarna gradvis skulle glida iväg från inflationsmålet på två procent.

Den här bakgrunden påverkade penningpolitiken under tre viktiga delperioder:

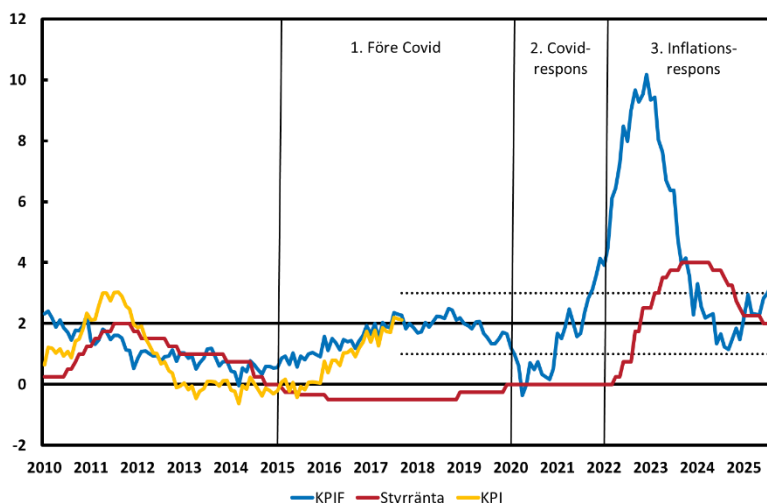
1. **Åren före covid (2015–2019)**, som handlade om att föra tillbaka inflationen till målet.
2. **Responsen under covid (2020–2021)**, som inriktades på att återställa marknadernas funktion och stabilisera makroekonomin.
3. **Perioden efter pandemin (2022–i dag)**, som präglades av åtgärder för att hålla tillbaka och vända den kraftiga inflationsuppgången.

Vi kommer nu att gå igenom alla tre delperioderna.

3.1 Perioden före covid-19

Riksbankens främsta utmaning under den här perioden var att föra tillbaka inflationen till målet efter den åtstramade penningpolitiska inriktningen under 2010–2011 och de påföljande räntesänkningarna från slutet av 2011 till slutet av 2014 som hade lett till att styrräntan var nere på noll.

I början av 2015 låg inflationen i Sverige under tvåprocentmålet samtidigt som inflationsförväntningarna fortsatte att sjunka. I det här läget tog Riksbanken samma väg som ECB, som hade infört negativa nominella räntor i juni 2014 (se tabell 2). I februari 2015 tog direktionen ett enhälligt beslut om att sänka styrräntan till –0,10 procent, och efter ytterligare sänkningar var den nere på –0,35 procent i juli. Detta var början på Riksbankens användning av ”okonventionell penningpolitik” (dvs. negativ styrränta, kvantitativa lättnader (QE) och framtidsblickande vägledning), ett ämne som diskuteras mer ingående längre fram i den här rapporten. I protokollet från det penningpolitiska mötet i februari användes bankens ”egna undersökningar och samtal med andra myndigheter och marknadsaktörer” som bekräftelse på att negativ reporänta inte kommer att orsaka ”tekniska problem som blir svåra att hantera” (se Sveriges riksbank (2015a)).

Figur 5: Inflation och styrränta i Sverige

Anm.: Procent. KPIF är förändringen i KPIF över tolv månader. KPI är förändringen i KPI över tolv månader. Fram till september 2017 hade Riksbanken ett inflationsmål på 2 procent för KPI. Därefter ändrades det till 2 procent för KPIF. De streckade linjerna visar den övre och nedre gränsen för det variationsband som infördes 2017, när Riksbanken började använda inflation enligt KPIF i stället för KPI.

Källor: Sveriges riksbank och SCB.

Åtgärderna åtföljdes av kvantitativa lättnader, storskaliga tillgångsköp, i form av statsobligationsköp. Dessa uppgick till 135 miljarder kronor vid årsslutet. Huvudmålet med dessa åtgärder var att få upp inflationen med hjälp av kvantitativa lättnader som skulle skapa nedåtpress på de längre räntorna. Syftet var att skapa mer gynnsamma lånevillkor för svenska ekonomiska enheter och undvika en starkare krona i och med ECB:s stimulerande inriktning (Sveriges riksbank (2015b)). I protokollet från den tiden framkommer dock vissa farhågor kring hur den ackommoderande penningpolitiken skulle påverka den finansiella stabiliteten, och en del ledamöter ville bland annat att Finansinspektionen skulle strama åt sina låntagarbaserade makrotillsynsåtgärder (Sveriges riksbank (2015a)).

I februari 2016 var styrräntan nere på -0,50 procent och i sin kommunikation bekräftade Riksbanken på nytt sitt åtagande om både negativa räntor och obligationsköp. Beslutsfattarna betonade att penningpolitiken fortfarande behövde stödja efterfrågan och stärka inflationsförväntningarna. Under den här perioden med lättnader uttryckte en del direktionsledamöter oro över omfattningen på de penningpolitiska lättnaderna. Vice riksbankschef Ohlsson reserverade sig till exempel mot räntesänkningen i juli 2015. Senare röstade de vice riksbankscheferna Ohlsson och Flodén emot den sista räntesänkningen i februari 2016 (Sveriges riksbank (2015c, 2016)).

I takt med att inflationen sakta närmade sig 2 procent intensifierades direktionens diskussioner. De vice riksbankscheferna Flodén och Ohlsson röstade emot ytterligare obligationsköp i april 2019, med hänvisning till minskade effekter på penningpolitiken och växande oro över balansräkningen (Sveriges riksbank (2019a)). Andra hävdade dock att ett för hastigt avslut av de kvanti-

tativa lättnaderna kunde skada den penningpolitiska trovärdigheten och riskera att inflationen sjönk under målet igen.

I oktober 2019 ställde sig en majoritet av direktionen bakom beslutet att upphöra med negativ ränta vid årets slut, med hänvisning till inflationsutvecklingen och överkapaciteten på arbetsmarknaden (Sveriges riksbank (2019c)). I december höjdes styrräntan till noll. Direktionen menade att negativa nominella räntor hade understött inflationen och tillväxten, samtidigt som man underströk behovet att bevara sin flexibilitet om förhållandena skulle försämrats (Sveriges riksbank (2019d)).

Riksbankens användning av negativa räntor och kvantitativa lättnader sammanföll med att KPIF-inflationen återgick mot sitt tvåprocentsmål under 2018 och 2019. Flug och Honohan (2022) menar att detta berodde på bankens ”kraftfulla penningpolitik” och användning av ”nya instrument”, och hävdar att de penningpolitiska åtgärderna var ”välavvägda” och ”effektiva”. Empirisk evidens för hur effektiva de okonventionella penningpolitiska verktygen var diskuteras vidare i avsnitt 7.

Tabell 2: Sammanfattning av Riksbankens penningpolitiska åtgärder under perioden före covid*

Period	Styrräntebana	Inflation och policyskäl
Feb. 2015	0,00 %→ -0,10 %	Inflationen föll under noll. Riksbanken införde för första gången en negativ styrränta och introducerade kvantitativa lättnader (10 miljarder kronor i statsobligationsköp). Målet var att motverka låga inflationsförväntningar, avvärja deflation och undvika kronförstärkning.
Mars–juli 2015	-0,10 % → -0,35 %	Inflationen höll sig nära 0 procent. Riksbanken utökade sina kvantitativa lättnader. Direktionen betonade behovet av att agera kraftfullt och underströk att den var beredd att göra mer.
Feb. 2016–slutet av 2017	-0,35 % → -0,50 %, där- efter oförändrad	Inflationen steg gradvis och nådde ungefär 2 procent i mitten av 2017. Trots denna förbättring fortsatte räntesänkningarna och de kvantitativa lättnaderna (ytterligare 45 miljarder kronor). Riksbanken underströk försiktighet, ville förankra förväntningarna och oroade sig över kontraproduktiva kronrörelser.

Period	Styrräntebana	Inflation och policyskäl
2018	–0,50 % → –0,25 %	Inflationen låg nära målet. Styrräntan höjdes med 25 baspunkter i december, återinvesteringarna för kvantitativa lättnader fortsatte. Direktionen signalerade en framtida räntehöjning, men underströk externa risker och kronans känslighet. Det totala obligationsinnehavet var ca 330 miljarder kronor.
Jan.–dec. 2019	–0,25 % → 0,00 %	Inflationen låg nära 2 procent. Riksbanken slutade använda negativ ränta, med hänvisning till stabil inflation, balanserad tillväxt och finansiella bieffekter av negativ styrränta (till exempel på bankernas marginaler). Återinvesteringarna av obligationsinnehavet fortsatte, portföljen var som mest ca 380 miljarder kronor (ca 35 % av statsobligationsmarknaden).

* Anm.: Med inflation avses KPI fram till september 2017 och därefter KPIF.

3.2 Responsen under covid-19

Precis när Riksbanken hade beslutat att avsluta sina kvantitativa lättnader och framgångsrikt hade fått upp styrräntan från negativa nivåer till noll, ställdes Sverige och världsekonomin inför en ny utmaning – covid-19-pandemin. Denna pandemi förde med sig många frågetecken och farhågor om effekterna på ekonomin.

Krisens ovanliga och dramatiska karaktär medförde stor osäkerhet och oro kring finansiella faror. Globala marknader stannade av och inhemska finansinstitut förberedde sig för systemövergripande likviditetsbrister. I värsta fall stod Sverige inför en efterfrågekollaps, en betydligt högre arbetslöshet och kraftigt försämrade kreditflöden. Inflationen hade precis nått 2 procent och det fanns en påtaglig risk att den skulle falla igen och därmed även de långsiktiga inflationsförväntningarna. Sveriges folkhälsopolitik under dessa omständigheter var inledningsvis mycket mindre restriktiv än i många andra länder. Trots detta kunde Sverige inte undvika en förhöjd osäkerhet kring de ekonomiska effekterna av folkhälsokrisen. Som en liten öppen ekonomi var Sverige sårbart för ekonomiska spridningseffekter från det som skedde i resten av världen.

Riksbanken agerade därför snabbt för att bibehålla den penningpolitiska och finansiella stabiliteten och valde en kombination av riktade tillgångsköp, utlåningsfaciliteter och framåtblickande vägledning för att återställa marknadens funktioner och stödja real ekonomin. Direktionen beslutade att låta styrräntan vara kvar på noll procent, med skälet att räntesänkningar skulle vara ineffektiva i en miljö där den normala konsumtionen var begränsad (Jansson (2021)). Denna uppfattning verkar, med facit i hand, vara mycket rimlig och välgrundad.

Riksbankens kvantitativa lättnader under 2020–2022 kom i två faser:

- **Fas 1:** Kvantitativa lättnader genomfördes för att stabilisera kreditmarknaderna under systemstress.
- **Fas 2:** Kvantitativa lättnader användes för att understödja inflationen och tillväxten i en lågräntemiljö.

3.2.1 Fas 1 (mars–juni 2020): Stabilisera stressade marknader

Riksbankens inledande kvantitativa lättnader var snabba och kraftfulla. Se Jansson (2021) för en omfattande genomgång av Riksbankens respons under pandemin. I mars 2020 införde direktionen ett program på 300 miljarder kronor för att köpa ett brett spektrum av värdepapper, inbegripet statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer och företagscertifikat. Dessa instrument tillämpades framför allt för att åtgärda allvarlig dysfunktion på viktiga kreditmarknader snarare än att ge penningpolitisk stimulans, som var den främsta anledningen till de kvantitativa lättnaderna under 2015–2019. Tillgångsköp var en del av en bredare likviditetsstrategi som också innehöll fler veckovisa operationer i kronor. I början av mars erbjöd Riksbanken lån till styrräntan med löptider mellan tre och sex månader för att säkerställa bankernas tillgång till stabil finansiering. Kraven på säkerheter lättades för att bredda tillgången. Detta gjordes genom att ta bort reglerna om gränser för säkerställda obligationer som säkerhet för kredit hos Riksbanken. Räntan på Riksbankens stående utlåningsfacilitet sänktes från 75 till 20 baspunkter över styrräntan i mars och sänktes ytterligare till 10 baspunkter över styrräntan i juli.

Samtidigt lanserade Riksbanken en likviditetsfacilitet i dollar, där svenska banker erbjöds tillgång till upp till 60 miljarder amerikanska dollar genom veckovisa anbudstillfällen mot säkerheter. Målet var att lätta på det globala finansieringstrycket och fortsätta ha tillgång till likviditet i dollar. Även om det här initiativet utnyttjades i måttlig grad, fungerade faciliteten som en viktig säkerhetsmekanism i ett läge med förhöjd global osäkerhet.¹⁴ I takt med att förhållandena på de internationella marknaderna förbättrades, föll efterfrågan på medel i amerikanska dollar genom faciliteten kraftigt. Därför fasades den ut mellan mars och september 2021.

¹⁴ De 2 miljarder amerikanska dollar som lånades ut genom faciliteten finansierades genom Riksbankens egen reserv i utländsk valuta, och den tillfälliga swaplinan med Federal Reserve användes inte.

Direktionens konsensus var under den här perioden stark, och samtliga ledamöter delade en känsla av att det var angeläget att agera. Ledamöterna var överens om att det var väsentligt att bevara transmissionsmekanismen och stabilisera kreditflöden för att uppfylla Riksbankens inflationsmål under de här extraordinära omständigheterna. I den finansiella stabilitetsrapporten från maj 2020 framhölls risken att om bankernas utlåningskapacitet försämras, kan det få negativa konsekvenser för fastighetssektorn (Sveriges riksbank (2020b)). Av protokollen att döma fanns det generellt sett ingen särskild oro över tillgångsköpens omfattning eller sammansättning under den här tiden, men riskerna för balansräkningen nämns. Dessa ansågs dock vara hanterbara (till exempel Sveriges riksbank (2020a), Sveriges riksbank (2020c)).¹⁵ Dessutom gjordes det klart i den finansiella stabilitetsrapporten från november att de risker och sårbarheter som kunde uppstå i samband med stödåtgärderna ansågs vara underordnade behovet av akut krishantering (Sveriges riksbank (2020f)). Riksbanken uppmärksammade även Finansinspektionens kompletterande arbete och införande av stödåtgärder, till exempel att minska den kontracykliska kapitalbufferten till noll.

Utöver obligationsköpen och likviditetsoperationerna lanserade Riksbanken dessutom ett program för ”lån till banker för vidareutlåning till företag” (dvs. funding for lending, FFL). Upp till 500 miljarder kronor gjordes tillgängliga för banker till styrräntan, under förutsättning att de upprätthöll eller utökade utlåningen till icke-finansiella företag. Direktionen såg programmet som ett nödvändigt komplement till sina tillgångsköp, särskilt med tanke på hur viktig den bankbaserade förmedlingen var på den svenska kreditmarknaden för företag. Flera av ledamöterna lyfte fram programmets riktade karaktär: till skillnad från kvantitativa lättnader, som verkade genom marknadsomfattande kanaler, var det här verktyget utformat för att direkt skydda kreditflöden i real ekonomin (Sveriges riksbank (2020d)). Programmet ersattes med en enklare version i mars 2021. Totalt utnyttjades bara runt 164 miljarder kronor, och programmet avslutades i september 2021 eftersom utnyttjandet vid den tidpunkten hade stagnerat helt i flera månader och den svenska ekonomin till stor del hade återhämtat sig. Direktionen var i stort sett överens om att hela paketet med interventioner skulle vara mer effektivt än att sänka styrräntan, med tanke på chockens karaktär. I protokollet konstaterades dock att framtida räntesänkningar inte kunde uteslutas (Sveriges riksbank (2020c)).

3.2.2 Fas 2 (juni 2020–december 2021): Tillbaka till kvantitativa lättnader som penningpolitiskt instrument

I takt med att det omedelbara nödläget på marknaderna avtog efter pandemins utbrott svängde Riksbanken och valde att fortsätta med de kvantitativa lättnaderna, men nu liksom under 2015–2019 som ett penningpolitiskt instrument som syftade till att stimulera inflationen och den ekonomiska aktiviteten.

¹⁵ Balansräkningsrisker som uppstår till följd av penningpolitiska åtgärder hanteras separat från de risker som rör annan verksamhet, till exempel valutarenserven.

Direktionen ökade tillgångsköpen från 300 miljarder kronor till 500 miljarder i juni 2021. Även om köpen till en början ansågs nödvändiga för att stabilisera bostadskreditmarknaden var ledamöterna i direktionen i mitten av 2020 eniga om att riskbilden tydde på att kraftfull penningpolitisk stimulans skulle behövas ett tag framöver. Det förekom dock viss diskussion kring möjliga upprisker för inflationen från både efterfråge- och utbudsfaktorer, i synnerhet av vice riksbankschef Jansson (Sveriges riksbank (2020c)).

I och med denna övergång började en period av en mer klassisk användning av kvantitativa lättnader, där syftet var att sänka de långa räntorna, stödja krediter och trycka tillbaka inflationen till målet. Det nya programmet för företagsobligationer som offentliggjordes i juli 2020 (inledningsvis på 10 miljarder kronor) lanserades inte förrän i september (på grund av uppstartskostnader), då man nog kan hävda att de inledande störningarna på dessa marknader redan hade avtagit. Till sist köptes hela beloppet på 10 miljarder upp, men programmet förblev småskaligt jämfört med Riksbankens andra tillgångsköp och jämfört med storleken på företagsobligationsmarknaden. Detta tyder på att det främst användes som säkerhetsmekanism och signaleringskanal snarare än för storskaliga köp.

Med en inflation långt under 2 procent och en andra våg av covid-19-infektioner i Sverige och övriga Europa beslutade direktionen under mötet i november 2020 att utöka sina tillgångsköp till 700 miljarder kronor. Den lade även till köp av statsskuldväxlar och förlängde de kvantitativa lättnaderna till slutet av 2021. Även om de flesta ledamöter stod bakom den bredare tillgångsmixen samt den ökade omfattningen och varaktigheten, valde de vice riksbankscheferna Martin Flodén och Anna Breman att reservera sig formellt (Sveriges riksbank (2020d)). Det fanns vissa betänkligheter i fråga om inkluderingen av statsskuldväxlar (som inte ansågs vara effektiva), åtagandet om köp under det andra halvåret under 2021 samt om de kvantitativa lättnadernas kostnadseffektivitet med tanke på den växande balansräkningsrisken. Trots dessa reservationer godkände majoriteten av direktionsledamöterna en fortsatt utökning, med hänvisning till svaga inflationsförväntningar och en osäker återhämtningsbana.

Lågkonjunktionen under covid-19-pandemin blev både kraftig och djup, men ganska kortvarig och arbetsmarknaderna stabiliserades relativt snabbt. Till skillnad från en vanlig lågkonjunktur upplevde Sverige inflationstryck från flera håll, bland annat från leveransavbrott på grund av problem i internationella utbudskedjor och till följd av inflationsdrivande spridningseffekter från covid-19-relaterad expansiv finanspolitik i många länder. Tillgångsköpen avslutades till sist i slutet av 2021 då osäkerheten om hur läget skulle utvecklas hade avtagit och det blev allt tydligare att inflationen var på väg upp.

3.3 Respons på den stigande inflationen

I takt med att ekonomin återhämtade sig skiftade penningpolitiken fokus till möjligheten att inflationen skulle kunna överstiga målet. Från juli 2021 till

december 2022 steg inflationen från 1,9 procent, mycket nära målet på 2 procent, till 10,2 procent, som är långt över målet. Kärninflationen (KPIF exklusive energi) ökade också. Som svar på den starka inflationsuppgången började Riksbanken så småningom att höja styrräntan kraftigt och kontinuerligt. Den höjdes från 0 till 25 baspunkter i april 2022 och nådde en topp på 400 baspunkter i slutet av september 2023 (se figur 5).

Beslutet att genomföra så kraftiga höjningar av styrräntan gav upphov till omfattande diskussioner, också för att oron för en löneprisspiral i Sverige dämpades av den svenska lönebildningsmekanismen. Riksbanken konstaterade överlag att den svenska lönebildningsmekanismen sannolikt dämpade den omedelbara oron för att inflationen skulle leda till högre lönekrav, men vissa ledamöter uttryckte farhågor för att lönebildningen, i ett läge med hög inflation, skulle kunna anpassa sig till den nuvarande inflationen och på så vis utgöra en risk för en löne–prisspiral (Sveriges riksbank (2022a)). En stramare penningpolitik ansågs vara absolut nödvändig för att motverka den risken.

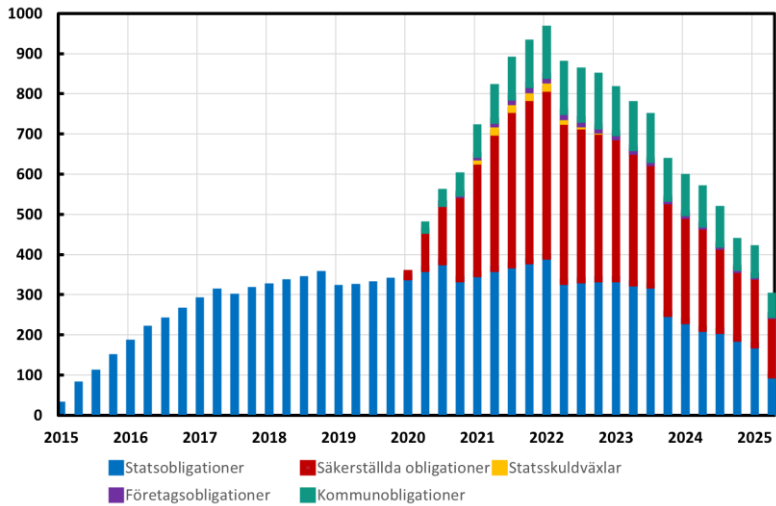
Även när styrräntan var som högst fortsatte Riksbanken att köpa tillgångar i återinvesteringssyfte, och köpen upphörde inte helt förrän i januari 2023 – tre kvartal efter det att beslutet om att höja styrräntan togs i april 2022. Vid den tidpunkten hade bankens penningpolitiska tillgångar nått en högstanivå på strax under 1 000 miljarder kronor, där en betydande del bestod av säkerställda obligationer (se figur 6). Det bör dock noteras att även om Riksbankens tillgångsinnehav ökade markant var storleken på Riksbankens balansräkning som del av BNP endast 25 procent. Det är mycket mindre än för många andra jämförbara jurisdiktioner (se figur 7).

I april 2023 hade Riksbanken inte bara avslutat sina tillgångsköp – den hade även inlett en aktiv försäljning av statsobligationer (kvantitativa åtstramningar, eller QT från engelskans ”quantitative tightening”) och hade därmed blivit en av de första större centralbankerna att gå från passiva till aktiva kvantitativa åtstramningar. I juni 2025 uppgick den totala försäljningen av statsobligationer till ungefär 100 miljarder kronor. Denna aktiva minskning, i kombination med naturliga löptider i obligationsportföljen, ledde till en skarp nedgång i Riksbankens innehav av svenska statsobligationer: från 405 miljarder kronor i slutet av maj 2022 till enbart 100 miljarder kronor i juni 2025. Den totala portföljen av tillgångar denominerade i svenska kronor krympte också till mindre än en tredjedel av storleken när den var som störst. I mitten av 2025 utgjorde säkerställda obligationer (148 miljarder kronor) och statsobligationer (100 miljarder kronor) tillsammans majoriteten av det resterande innehavet.

Första gången som direktionen diskuterade idén att sälja obligationer var i början av 2023. Innan dess hade vice riksbankschef Flodén hävdat att obligationerna skulle hållas till förfall, eftersom det ändå skulle leda till en betydande minskning i balansräkningen (figur 8), och att marknadsvärderingsförluster redan hade bokförts enligt redovisningsprinciperna (Flodén (2022)). I februari 2023 tog direktionen ett enhälligt beslut om att komplettera räntehöjningarna med att aktivt börja sälja obligationer, då detta skulle främja marknadslikviditet och utländska investeringar samt stödja kronan (Sveriges riksbank (2023a),

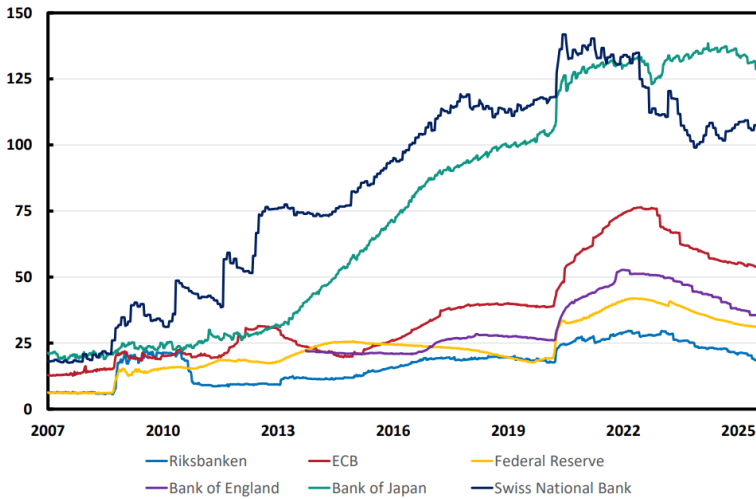
Sveriges riksbank (2023d)). Riksbankschef Thedéen underströk vikten av att förstärka trovärdigheten för inflationsmålet och beakta kopplingen mellan penningpolitik, finanspolitik och finansiell stabilitet (Thedéen (2023)).

Figur 6: Riksbankens penningpolitiska tillgångar



Anm.: Miljarder SEK. Den senaste observationen avser juni 2025.
Källa: Sveriges riksbank.

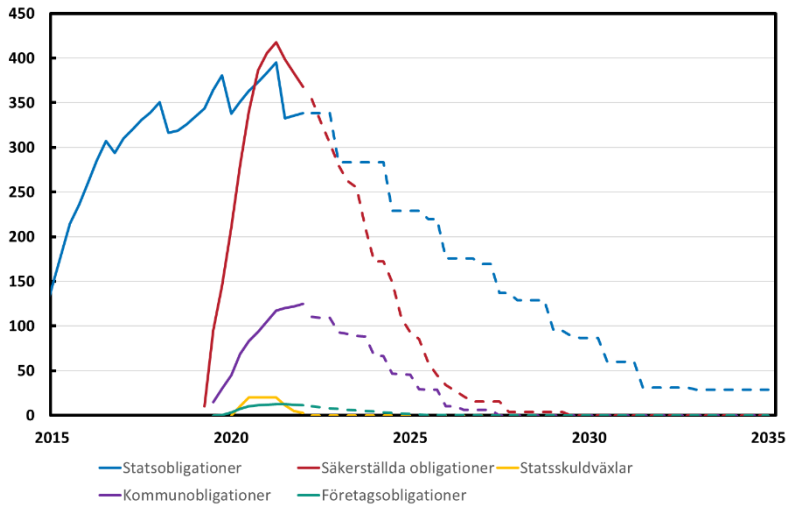
Riksbanken inledde sin period med räntesänkningar i maj 2024, då styrräntan sänktes från 4 procent till 3,75 procent. Enligt mötesprotokollet stöddes beslutet av evidens för avtagande ekonomisk aktivitet, en tydlig nedåtgående trend i den svenska inflationen och försämrade förtroendeindikatorer i både hushålls- och företagssektorn (se Sveriges riksbank (2024a)). En del ledamöter, inbegripet riksbankschef Thedéen, var avvaktande och framhöll risken för att förhastade lättnader skulle kunna elda på inflationsförväntningarna igen. Andra ledamöter oroade sig för att tillväxten skulle kunna försämrats ytterligare om man väntade alltför länge. Kompromissen blev att börja med en mindre sänkning på 25 baspunkter, vilket återspeglade en samsyn kring att riskerna hade skiftat mot svag tillväxt, men att osäkerheten kring inflationen fortfarande krävde en gradvis sänkning.

Figur 7: Centralbankers balansomslutning (procent av BNP)

Källor: Eurostat, japanska kabinettkontoret, SCB, det schweiziska statssekretariatet för ekonomiska frågor, Storbritanniens nationella statistikbyrå, Bureau of Economic Analysis (USA), dessa länders respektive centralbank samt Sveriges riksbank.

Denna försiktiga penningpolitiska inriktning formade Riksbankens strategi under resten av 2024. Styrrentan sänktes med ytterligare 25 baspunkter först i augusti och sedan i september, i takt med att inflationen fortsatte att lätta och de framåtblickande indikatorerna (till exempel konsumenters förtroende och privata investeringar) låg kvar på en dämpad nivå. I november gjorde direktionen en mer målmedveten sänkning på 50 baspunkter, med motiveringen att inflationen hade sjunkit under 2 procent, lönetillväxten hade saktat in och att det fanns en ihållande överkapacitet på arbetsmarknaden. Den sista sänkningen för året kom i mitten av december då styrrentan landade på 2,5 procent, i samband med att KPIF-inflationen hade sjunkit till 1,5 procent. Med tanke på inflationsutvecklingen kan man med facit i hand undra om det inte borde ha gjorts mer målmedvetna räntesänkningar tidigare, även om de positiva effekterna på BNP hade varit små, vilket hävdas av Hassler m.fl. (2025).

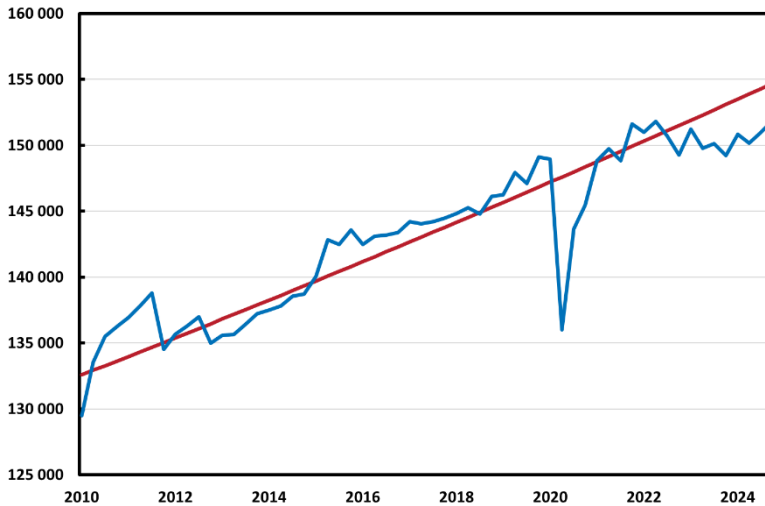
Figur 8: Penningpolitiska tillgångar 2015–2035 (passiv avveckling)



Anm.: I miljarder kronor. Figuren är reproducerad från Flodén (2022) och visar den förväntade utvecklingen för Riksbankens tillgångsinnehav från och med december 2022, med antagandet att inga ytterligare tillgångsköp skulle göras efter 2022.
Källa: Sveriges riksbank.

3.4 Ekonomins utveckling: real BNP och arbetslöshet

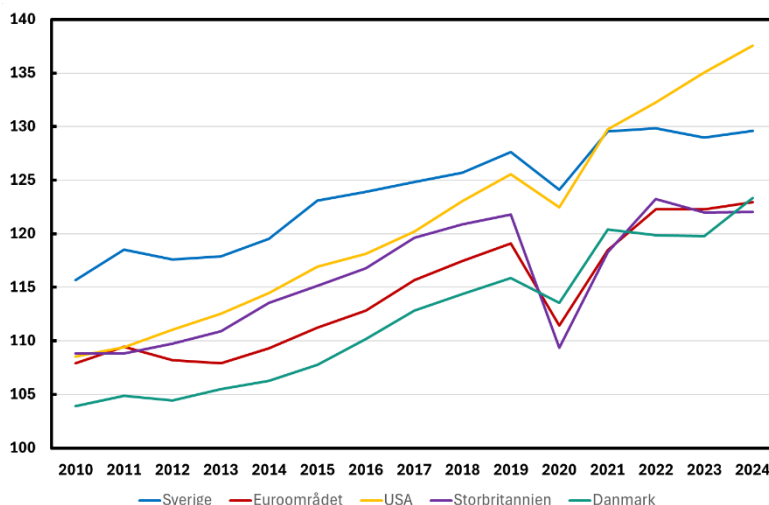
I figur 9 illustreras utvecklingen av real BNP per capita i Sverige (enligt ett konstant värde i svenska kronor) i förhållande till sin trend sedan 2010. Under rapporteringsperiodens första hälft stabiliserades Sveriges reala BNP per capita på en nivå nära sin trend efter att ha legat under trenden 2012–2014. Det verkar som att räntesänkningarna precis före rapporteringsperioden och den efterföljande användningen av okonventionella penningpolitiska verktyg under 2015–2019 var förenliga med en fortsatt real aktivitet som låg nära sin trendpotential.

Figur 9: Real BNP per capita i Sverige och dess trend

Anm.: Figuren visar real BNP per capita i Sverige (kedjat 2010 SEK) och dess trend. Trenden uppskattas som en linjär trend för logaritmerad real BNP över urvalet från första kvartalet 2000 till tredje kvartalet 2025.

Källor: SCB och egna beräkningar.

Covid-19-pandemin orsakade en skarp nedgång i den totala aktiviteten i Sverige, och när den hade som störst påverkan (under andra kvartalet 2020) syntes en nedgång i real BNP på 7,9 procent i förhållande till trenden. Efter det återhämtade sig real BNP snabbt och var tillbaka på sin trendbana i början av 2021. Sedan våren 2022 har den svenska ekonomin dock knappt växt något alls. Höjningen av styrräntan för att få bukt med inflationen bidrog sannolikt till den här nedslående utvecklingen, men Sverige är långt ifrån det enda jämförbara landet som kämpar med att få tillbaka BNP-tillväxten på sin trendbana. I figur 10 visas real BNP per capita med en korrigering för skillnader i levnadskostnader för Sverige och motsvarande för Danmark, Storbritannien, USA och euroområdet (normaliserat till 100 för varje geografisk enhet under det första kvartalet 2000). Efter 2022 har endast USA och Danmark lyckats återgå till sina trendbanor från tiden före covid-19. Så är inte fallet för Sverige, Storbritannien och euroområdet. Eftersom Danmark har en fast växelkurs mot euron, vilket innebär att den danska styrräntan i stort sett är samma som i euroområdet (och ligger väldigt nära den svenska styrräntan), kan Sveriges relativt svaga resultat under den senaste tidens återhämtning inte direkt förklaras av penningpolitiken. Vi noterar dock att Sveriges tillväxt under de senaste 25 åren sedan 2000 har varit jämförelsevis stark. I Sverige har tillväxten lett till en sammanlagd ökning i real BNP per capita på ungefär 30 procent, vilket är betydligt högre än i Danmark, euroområdet och Storbritannien (22–23 procent). Endast USA har presterat bättre (och detta först efter pandemin).

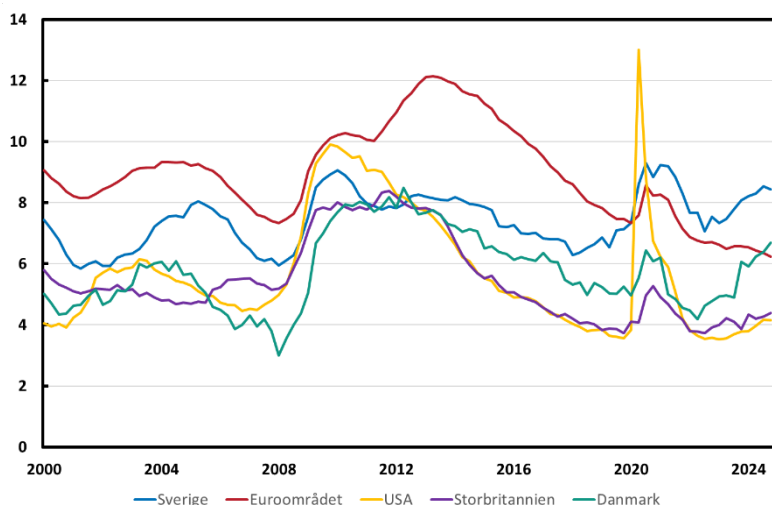
Figur 10: Real BNP per capita: internationell jämförelse

Anm.: Figuren visar real BNP per capita i Sverige, USA, Storbritannien, euroområdet och Danmark. Real BNP per capita mäts i USD, konstant köpkraftsparitet. Serien för varje land har normaliserats till 100 under första kvartalet 2000.
Källor: OECD och egna beräkningar.

I figur 11 visas arbetslösheten i Sverige sedan 2000 jämfört med andra ekonomier. Arbetslösheten i Sverige – och i alla de andra geografiska enheterna i figuren – steg kraftigt efter den globala finanskrisen och nådde en topp (under det tredje kvartalet 2009) på 9,1 procent. Det var en ökning på 3 procentenheter från den lägsta nivån under det tredje kvartalet 2007. Det är dock värt att notera att Sverige inte har kunnat få ned arbetslösheten till samma nivå som före finanskrisen under de 18 år som har gått sedan dess.

Under den första rapporteringsperiodens första hälft *fanns* det tecken på att arbetslösheten höll på att återhämta sig. Den sjönk från 7,7 procent i början av 2015 till 6,8 procent i slutet av 2019. Återhämtningen avbröts i början av pandemin, då den snabbt steg till 9,6 procent fram till det första kvartalet 2021. Sedan dess har arbetslösheten i Sverige bara återhämtat sig till viss del, och den har inte återgått till nivån före pandemin.

I jämförelse har arbetslöshetssituationen därför varit något nedslående under rapporteringsperiodens andra hälft. Den höga arbetslösheten kan delvis förklaras av att det svenska arbetskraftsdeltagandet är högt och fortsätter att stiga. Under det tredje kvartalet 2024 låg till exempel den svenska befolkningens arbetskraftstal för personer mellan 15 och 74 år på 75,3 procent, vilket kan jämföras med 65,8 procent i euroområdet och 68,1 procent i USA. Sverige har dock ett arbetskraftstal som är jämförbart med Danmark (74,4 procent), men arbetslösheten i Danmark är betydligt lägre. Den jämförelsevis höga arbetslösheten i Sverige beror därför sannolikt på strukturella problem relaterade till arbetsmarknaden och inte på Riksbankens åtgärder, eftersom räntebanorna har varit relativt lika i Sverige, Danmark och euroområdet.

Figur 11: Arbetslöshet i Sverige och andra ekonomier

Anm.: Figuren visar arbetslösheten i procent i Sverige och andra ekonomier sedan 2000.
Källa: OECD.

3.5 Diskussionspunkter

Med tanke på de penningpolitiska åtgärder som har vidtagits och de utmaningar som Riksbanken har stått inför under utvärderingsperioden är det fem punkter som bör övervägas ytterligare.

- Hur påverkar penningpolitiken ekonomin, både när styrräntan finns att tillgå och när okonventionella instrument används? För att kunna tolka den penningpolitik som har förts under det senaste årtiondet är det ytterst viktigt att man förstår transmissionskanalerna, inklusive effekterna av kvantitativa lättnader. Vi diskuterar detta i avsnitt 4 och avsnitt 5.
- Varför började Riksbanken inte höja styrräntan tidigare under den inflationsperiod som började hösten 2021, och vilken roll spelar Riksbankens prognosförmåga för att förklara detta? Detta diskuterar vi i avsnitt 6.
- Vilka balansräkningsrisker uppstår när kvantitativa lättnader används, och hur påverkar detta samspelet mellan penningpolitik och finanspolitik, inbegripet kapitaltillskottet på 25 miljarder kronor i september 2024? Detta är något vi behandlar i avsnitt 7.
- Vad får det för konsekvenser att Sverige är en liten öppen ekonomi som bedriver flexibel inflationsmålspolitik med en flytande växelkurs? I avsnitt 8 går vi igenom Sveriges val av växelkursregim och vad det har för effekter.
- Vilka risker finns det med in- och utgående kapitalflöden, i synnerhet i perioder med finansiell stress, och vad ligger till grund för Riksbankens omfattande valuta-reserv? Detta diskuteras i avsnitt 9.

Även om vi går igenom dessa frågor separat är många av dem nära kopplade till varandra, och vi lyfter fram dessa kopplingar i vår diskussion nedan. Dessutom är det historiska sammanhanget i avsnitt [2](#) relevant för flera av dessa frågor, och vi kommer vid behov att nämna det i analysen som följer.

4 Konventionella och okonventionella penningpolitiska verktyg

Som vi nämnde i avsnitt 3 har Riksbanken använt flera okonventionella verktyg sedan den globala finanskrisen, inklusive negativa nominella räntor, kvantitativa lättnader och framåtblickande vägledning. Karnit Flug och Patrick Honohan (2022) gick igenom dessa verktyg i den förra utvärderingen av Riksbanken, som omfattade perioden 2015 till 2020. Med den analysen som utgångspunkt, och med hjälp av ytterligare erfarenheter och information som tillkommit sedan dess, vill vi ge ännu ett perspektiv på verktygens effektivitet och åtföljande risker.

Vi börjar med att beskriva de kanaler som kan användas inom penningpolitiken för att påverka ekonomin under normala förhållanden (dvs. när det inte finns några begränsningar i användningen av styrräntan) och lägger fram vissa belägg för att den penningpolitiska transmissionen i Sverige är stark. Sedan går vi igenom argumenten för att okonventionella penningpolitiska åtgärder, som negativa nominella räntor och kvantitativa lättnader, anses vara alternativ när styrräntan når nollrestriktionen och på vilket sätt detta kan ske. Därefter undersöker vi den evidens som finns om hur effektiva de okonventionella penningpolitiska verktygen har varit i Sverige under bedömningsperioden.

4.1 Konventionell penningpolitik

Centralbankers främsta verktyg för att påverka inflationen eller andra mål, till exempel den allmänna aktiviteten eller sysselsättningen, är genom interventioner som påverkar finansinstitutens kostnad för kortfristig upplåning. Detta ”likviditetspris” är bankernas kostnad för att skapa kredit och fastställer avkastningen på deras säkraste, mest likvida tillgångar.

Före den globala finanskrisen använde Riksbanken, och de flesta andra centralbanker, ett system med *knappa centralbanksreserver*. Detta system innebär att styrräntan påverkade likviditetsvillkoren genom marknader för kort interbankfinansiering. Efter den globala finanskrisen och införandet av kvantitativa lättnader har många centralbanker övergått till ett system med *överflödande centralbanksreserver*, där centralbanken betalar ränta på reserver och tillhandahåller likviditet till banker. I Sverige emitterar Riksbanken riksbankscertifikat, som är värdepapper med en löptid på sju dagar, till en ränta som motsvarar styrräntan. I denna typ av system håller alltså bankerna räntebärande reserver i form av inlåning direkt hos centralbanken. Riksbankens styrränta fastställer både räntan på denna inlåning och på stående faciliteter,

som är utlåning eller inlåning över natten, till 10 baspunkter över respektive under styrräntan.¹⁶

Genom att variera styrräntan försöker Riksbanken påverka marknadsräntorna för svenska ekonomiska enheter, både vad gäller lån och sparande. När styrräntan höjs tjänar bankerna till exempel mer på sin inlåning till centralbanken, men deras kostnader för likviditet höjs också. Det leder ofta till att de höjer sina utlåningsräntor. På liknande vis kan de räntor som bankerna erbjuder till bankkunder för inlåning också höjas, mot bakgrund av de ökade kostnaderna för likviditet när den erhålls från Riksbanken. Det finns dock belägg för att styrräntan får svagt genomslag på inlåningsräntorna i ett system med överflödande centralbanksreserver (se Messer och Niepmann (2023) för evidens från euroområdet). Enligt den allmänna uppfattningen kan dessa indirekta ändringar i marknadsräntor, som följer ändringar i styrräntan, påverka hushållens och företagens beslut om lån och sparande och därigenom påverka den samlade efterfrågan och inflationen. Eftersom utgiftsbeslut beror på *realräntor* (dvs. nominella räntor justerade för förväntad inflation) utgår den allmänna uppfattningen från antagandet att priserna är ”trögrörliga”. Detta säkerställer att *realräntor* och *nominella räntor* förändras i samma takt på kort sikt.¹⁷

I detta paradigm uppmuntras hushåll att konsumera i stället för att spara när Riksbanken sänker styrräntan, samtidigt som företag är mer benägna att göra investeringar. Detta kan i sin tur främja efterfrågan och på sikt leda till att företagen höjer sina priser.¹⁸ Tvärtom kan räntehöjningar hämma efterfrågan och skapa ett nedåtriktat tryck på inflationen. Centralbankers trovärdighet spelar en stor roll för hur effektiv penningpolitiken är: om företag och hushåll tvivlar på beslutsfattarnas åtagande om inflationsmålet kanske prisjusteringarna inte följer efter som det var tänkt.

Ytterligare tre transmissionskanaler förstärker dessa effekter. För det första: i takt med att räntorna höjs minskar inkomsterna på grund av lägre efterfrågan. Detta leder till ytterligare utgiftsätstramningar (den så kallade Keynesianska korsmodellen). För det andra: med högre räntor ökar betalningarna för rörliga och förfallande bolån. Detta kan resultera i lägre konsumtion, särskilt för högt belånade hushåll. Denna ”kassaflödeskanal” kan vara särskilt stark i Sverige med tanke på den höga andelen rörliga bolån (se till exempel Flodén m.fl. (2021)).¹⁹ För det tredje: i små öppna ekonomier som Sverige kan högre räntor dessutom appreciera valutan, vilket gör importpriserna lägre och sätter ytterligare nedåtriktat tryck på inflationen.

¹⁶ Banker kan också erhålla likviditet från en kompletterande likviditetsfacilitet, men till en ränta som motsvarar styrräntan med ett tillägg om 75 räntepunkter.

¹⁷ Detta återspeglar ett skifte i penningpolitisk teori. I tidigare metoder, till exempel kvantitetsteorin för pengar, låg fokus på penningmängdstillväxten. Huvudantagandena var att priser är flexibla och att pengarnas omloppshastighet är stabil. I moderna ramverk antar man i stället att priser och löner anpassar sig långsamt (dvs. att de är trögrörliga, till den grad att ändringar i de nominella räntorna direkt påverkar realräntorna på kort sikt).

¹⁸ På mycket kort sikt kan företag även använda upp sina lager, men att bygga upp dem igen kräver ett högre utnyttjande av produktionsfaktorer.

¹⁹ Flodén m.fl. (2021) studerar högkvalitativa svenska data och dokumenterar att belånade hushålls konsumtionsutgifter sjunker betydligt mer som respons på rörelser i styrräntan än de gör för hushåll utan skulder.

Dessa mekanismer är tydligast på kort till medellång sikt eftersom effekterna så småningom klingar av när priserna har justerats. Med andra ord påverkas den mer långsiktiga reala avkastningen på tillgångar inte av styrräntan. På kort och medellång sikt fastställs däremot i vilken utsträckning som förändringar i produktionen påverkar inflationen av den så kallade Phillipskurvas lutning. Den är ett viktigt verktyg som studeras av centralbanker och makroekonomer mer generellt. Den allmänna uppfattningen är att denna lutning var mycket plan före den senaste tidens inflationsuppgång, men blev brantare när inflationstrycket byggdes upp. Detta var en annan viktig faktor för Riksbanken att överväga i samband med besluten kring vilken nivå på styrräntan som var lämplig.

Det är viktigt att förstå de teoretiska kanaler genom vilka penningpolitiken verkar, men exakt hur effektiva Riksbankens penningpolitiska åtgärder blir är i slutänden en empirisk fråga om styrkan på transmissionsmekanismen.

4.1.1 Evidens för effekterna av den konventionella penningpolitiken i Sverige

Att utvärdera penningpolitikens kausala effekter är inte helt enkelt. Den främsta utmaningen är att ekonomin inte bara reagerar på räntorna, utan att den ränta som fastställs av Riksbanken också reagerar på ekonomins tillstånd (detta kallas ”omvänd kausalitet”). Om både räntor och inflation stiger kan detta återspegla antingen i) en centralbank som stramar åt penningpolitiken som svar på inflationstryck, eller ii) högre räntor som pressar upp inflationen.²⁰

Om man vill särskilja dessa kanaler måste man följa särskilda ekonometrisk strategier för att hantera problemen med omvänd kausalitet genom att identifiera penningpolitiska ”chocker”.²¹ Ingen metod är perfekt, eftersom alla empiriska strategier bygger på särskilda antaganden som kan påverka resultaten. För att skapa en mer trovärdig bild är det därför till hjälp att jämföra resultaten från olika metoder. Vi har tittat på tre aktuella studier av effekterna av konventionell penningpolitik i Sverige, där var och en använder olika sätt att identifiera exogena penningpolitiska chocker. Dessa sammanfattas i tabell 3. I samtliga studier används svenska data för perioder då Riksbanken har fört inflationsmålspolitik och växelkursen har varit flytande (efter 1993).

Berggren, Mammos och Strid (2024) använder en statistikbaserad metod i kombination med ett fåtal ekonomiska antaganden för att mäta effekterna av penningpolitiken i Sverige. I den här metoden granskas variationen i nyckelvariabler över tid för att uppskatta hur penningpolitiska beslut påverkar ekonomin. Med den här kunskapen kan man sedan bedöma hur Riksbankens åtgärder kan ha bidragit till att stabilisera inflationen och Sveriges ekonomi i stort. Den metod de använder är en så kallad bayesiansk vektorautoregressiv

²⁰ Ekonomer beskriver detta som ett ”endogenitetsproblem”, dvs. att penningpolitiska åtgärder inte är slumpmässiga utan systematiska svar på ekonomiska chocker.

²¹ En penningpolitisk chock är en oväntad förändring i centralbankens penningpolitiska inriktning (till exempel styrräntan) som inte är ett systematiskt svar på det rådande ekonomiska läget.

(VAR) skattning som tillämpas på svenska data från 1995 till 2022. Sådana VAR-modeller specificerar den sammanlagda kraften från inflation, BNP, arbetslöshet, växelkurs och omvärldsvariabler som linjära processer. Identifieringen av penningpolitiska chocker görs med antagandet att alla variabler förutom växelkursen reagerar på penningpolitiska chocker med minst tre månaders fördröjning. Detta är en vanlig, men inte okontroversiell, restriktion. Den bayesianska aspekten av analysen används eftersom de tidsserier de studerar är korta, vilket gör det lämpligt att använda all tillgänglig information på förhand för att uppskatta nyckelparametrarna.

Tabell 3: Tre empiriska metoder för att identifiera kausala effekter av den svenska penningpolitiken.

Studie/metod	Metodbeskrivning	För- och nackdelar
Berggren m.fl. (2024), bayesiansk VAR med kortsiktsrestriktioner	Statistikmodell av inflation, BNP, arbetslöshet, växelkurs och omvärldsvariabler (1995–2022). Chocker identifieras med antagandet att de flesta variabler reagerar med fördröjning medan växelkursen reagerar omedelbart.	Fördelar: Fångar upp en omfattande dynamik över många variabler; ett brett använt verktyg. Nackdelar: Baseras på tidsantaganden som kanske inte är realistiska. Antagandet om långsam reaktion är omdebatterat.
Almerud m.fl. (2024), högfrekvent identifiering (HFI) + Proxy-SVAR från Mertens och Ravn (2013)	Använder ändringar i tillgångs- priser inom 30 minuter efter Riksbankens tillkännagivanden som ”överraskande” penningpolitiska chocker. Delas upp i chocker gällande mål (rådande ränta) och bana (framåtblickande vägledning).	Fördelar: Använder mycket högfrekventa data vilket begränsar omvänd kausalitet. Separerar effekterna på ränta och vägledning. Nackdelar: Antar att det endast är penningpolitiska nyheter som driver tillgångspriserna i händelsefönstret. Uppdelningen bygger på statistiska val.
Coglianese m.fl. (2025), narrativt kvasiexperiment	Undersöker åtstramningen under 2010–2011 när Riksbanken höjde räntan långt över regelbaserade rekommendationer. Behandlar detta som en exogen penningpolitisk chock.	Fördelar: Baseras på en tydlig historisk period. Intuitiv och transparent. Nackdelar: Bygger på tolkningen att perioden är helt exogen. Resultaten kanske inte kan generaliseras utöver det fallet.

Enligt denna studie får en höjning av styrräntan med en procentenhet följande effekter: Den svenska inflationen sjunker med cirka 0,5 procent. Detta inträffar med en fördröjning på 1–1,5 år. Sveriges aggregerade reala BNP minskar med runt 0,7–0,8 procent. Detta inträffar också med en avsevärd fördröjning på ungefär två år. Slutligen leder det till en ökning av arbetslösheten som motsvarar omkring 0,6 procentenheter. Detta inträffar med en fördröjning som är ungefär densamma som för produktionen. Författarna har även funnit att den reala växelkursen apprecierar med omkring 2,5–3 procent efter det att styrräntan har höjts med en procentenhet. Denna förändring sker nästan omedelbart. Alla dessa reaktioner är tillfälliga och avtar gradvis över tid, och lämnar ekonomin opåverkad efter ungefär fem år. Dessa uppskattningar av penning-

politikens effekter på real BNP är kraftigare än i de flesta andra tidigare studier. Detta anser författarna beror på att Riksbankens penningpolitiska beslut får ökande effekter på produktionen över tid.

I studien tar de intressant nog även en mer ingående titt på styrräntans genomslag på andra räntor i Sverige. Slutsatsen är att styrräntans genomslag på interbankräntan (Stibor), bolåneräntan på tre månader och räntan på företagslån är mycket stort och nära ett-till-ett på kort sikt. Författarna konstaterar även att det är ett betydande genomslag på inlåningsräntan som erbjuds av banker, medan genomslaget på längre bolåneräntor och räntorna på 10-åriga statsobligationer är mindre (omkring 0,4 respektive 0,1).

Dessa resultat tyder på att styrräntan är ett kraftfullt verktyg för att justera efterfrågan i den svenska ekonomin genom de kanaler som nämns ovan. Det finns dock en del möjliga brister i denna statistikanalys. Man kan till exempel ifrågasätta antagandet om att styrräntan inte har några effekter på inflationen och andra variabler, bortsett från växelkursen, inom tre månader. Som diskuteras mer nedan kan man även fråga sig om det är lämpligt att enbart fokusera på den angivna styrräntan, med tanke på att okonventionella penningpolitiska instrument har använts sedan 2015.

Ett annat sätt att uppskatta penningpolitiska chocker är att noga studera förändringar i tillgångspriser i samband med penningpolitiska händelser, till exempel Riksbankens kommunikation efter direktionens möten. Riksbankens pressmeddelanden, och även andra kommunikationskanaler, påverkar finansiella marknader genom att de innehåller information som är ny för marknadsaktörerna. Överraskningskomponenten i penningpolitiska tillkännagivanden kan isoleras genom att undersöka swapräntor eller andra framåtblickande tillgångspriser i snäva tidsramar runt sådana händelser. Enligt en sådan metod, ofta kallad högfrekvent identifiering (High Frequency Identification, HFI), mäter Almerud m.fl. (2024) penningpolitiska överraskningar genom att granska information om minsta möjliga prISRörelser (ticknivå) på tillgångspriser i snäva tidsfönster runt penningpolitiska tillkännagivanden från januari 2000 till juni 2024.

Ett problem med att mäta penningpolitiska nyheter på det här viset är att de kan innehålla information om separata aspekter av penningpolitiken, bland annat överraskande rörelser i styrräntan och den framåtblickande vägledningen. Framåtblickande vägledning är en centralbanks kommunikation om *framtida* ändringar av styrräntan snarare än överraskningar om den *rådande* styrräntan – något som är särskilt viktigt att beakta för den studerade perioden (diskuteras mer nedan). En tredje aspekt som också diskuteras nedan är kvantitativa lättnader. För att ta hänsyn till detta problem delar Almerud m.fl. (2024) upp hela överraskningsselementet i olika komponenter. Denna typ av uppdelning bygger på en rad olika statistiska antaganden och leder därför inte till unika resultat. Under alla omständigheter genererar den metod som Almerud m.fl. (2024) använder en mer förfinad mätning av penningpolitiska chocker än de penningpolitiska chocker som identifieras med den metod som vi tidigare har diskuterat här ovan.

I ett andra steg använder Almerud m.fl. (2024) de identifierade penningpolitiska nyhetskomponenterna i en tidsseriemiljö för att uppskatta deras effekter på de utfall som undersöks. I detta steg tillämpar de en proxy-SVAR-modell (strukturell vektorautoregressiv modell med proxyvariabler) där de olika dimensionerna av penningpolitiska nyheter används som instrument för de chocker som undersöks. För den konventionella penningpolitiska chocken visar studien resultat som i stora drag är i linje med Berggren, Mammos och Strid (2024). Mer specifikt skapar en kraftig höjning av styrräntan en nedgång i inflation och produktion, en appreciering av den reala effektiva växelkursen och ökad arbetslöshet. Ur ett kvantitativt perspektiv visar studien att penningpolitiken har ännu större effekt på produktionen (1,5 procent som mest, med en fördröjning på två år). Effekterna på växelkursen är också betydligt större, med en real appreciering som varierar mellan fyra och sex procent under de första 18 månaderna efter en räntehöjning. Effekterna av penningpolitisk åtstramning på prisnivåerna når en topp efter två år, liknande resultaten i studien av Berggren, Mammos och Strid (2024).²²

Coglianese, Olsson och Patterson (2025) har en annan utgångspunkt och tillämpar en metod som kallas ”naturligt experiment”, där de använder den penningpolitiska åtstramningen i Sverige under åren 2010 och 2011 för att uppskatta vilka effekter penningpolitiska chocker får i Sverige. Som vi diskuterar i avsnitt 3 beslutade Riksbanken under denna period att höja styrräntan, sannolikt främst på grund av oro över bostadsmarknaden. Denna episod kan därför ses som en penningpolitisk chock. Detta eftersom den inte hade någon koppling till inflationstrycket, som skulle ligga till grund för penningpolitiska beslut i Sverige under den perioden enligt *riksbankslagen från 1999*. Med denna metod används kvasiexperimentell variation för identifiering på ett liknande sätt som i kausala undersökningar inom många naturvetenskapliga områden.

Författarna konstaterar att den penningpolitiska åtstramningen, när den var som starkast, kunde förknippas med en ökning i styrräntan på en procentenhet över den ”normala nivån” med hänsyn till de ekonomiska förhållandena (med störst ränteeffekt i mitten av 2011). Som respons på detta ökade arbetslösheten med uppskattningsvis 2 procentenheter under perioden 2012–2014 – en mycket stor effekt jämfört med de båda andra studierna ovan. Coglianese, Olsson och Patterson (2025) finner även en stor inverkan på andra makroekonomiska utfall. Real BNP uppskattas ha sjunkit med 5 procent på grund av den penningpolitiska åtstramningen, exporten med 10 procent och de fasta investeringarna med nära 15 procent. I vart och ett av fallen skedde den största effekten ungefär 2,5 år efter den penningpolitiska åtstramningen, men de dämpande effekterna höll i sig en bra bit in på 2015. Deras uppskattningar indikerar även betydande nedåtpress på inflationen när prisnivån sjunker mer än en procent

²² Berggren, Mammos och Strid (2024) uppskattar effekten på inflationen, medan Almerud m.fl. (2024) uppskattar effekten på prisnivån. För att göra dessa två uppskattningar jämförbara måste man kumulera inflationsresponsen i den tidigare studien.

runt 2013 på grund av den penningpolitiska åtstramningen, innan den sedan gradvis återhämtar sig.

En intressant upptäckt i denna studie är att höjningen av styrräntan faktiskt *hade* kraftfulla effekter på den svenska bostadsmarknaden vad gällde att pressa ned bostadspriserna och skuldsättningen i hushållssektorn, men till betydande ekonomiska kostnader. I studien hävdas även att de kraftiga uppskattade penningpolitiska effekterna har att göra med betydande nedåtriktad stelhet i de nominella lönerna i Sverige.

Sammanfattningsvis är de kvalitativa resultaten från dessa empiriska studier i stort sett i linje med den allmänna uppfattningen om den penningpolitiska transmissionsmekanismen, som diskuteras i föregående avsnitt. Den statistiska evidens som har granskats här (och som visserligen omfattas av viktiga förbehåll) pekar mot att Riksbanken spelar en kvalitativt signifikant roll när det gäller inflationsutfall. Den visar även att det finns viktiga avvägningar att göra i fråga om effekterna på produktion, arbetslöshet och andra realekonomiska utfall. Eftersom Riksbanken för en flexibel inflationsmålspolitik är dessa avvägningar relevanta för direktionen när den överväger hur den på bästa vis ska kalibrera penningpolitisk respons. Studierna indikerar att förändringar i styrräntan har stora effekter på den svenska ekonomin. Det finns dock en del oenighet i studierna om hur stora effekterna är, vilket indikerar att en detaljerad analys av Riksbankens roll skulle vara till hjälp.

4.2 Okonventionell penningpolitik

Under normala förhållanden, som vi nyss diskuterat, kan Riksbanken hantera inflationstryck genom att justera styrräntan så som den anser nödvändigt med hjälp av prognoser för inflationen och annan betingad information. När deflationstrycket blir tillräckligt starkt kan dock det konventionella penningpolitiska verktyget begränsas av ”den effektiva nedre gränsen”.

En sådan begränsning kan uppstå på grund av tillgången på fysiska kontanter, som ger en nominell avkastning på noll. Om inlåningsräntorna blir djupt negativa kan hushåll och företag komma att ta ut medel för att hålla kontanter, vilket begränsar hur negativ styrräntan faktiskt kan bli i praktiken. Detta anses vara en bindande begränsning, även i ekonomier som Sverige där användningen av kontanter är låg (Armeliuss, Boel, Claussen och Nessén (2018)). En effektiv nedre gräns för styrräntan kan också uppstå om hushållen vid någon tidpunkt blir mättade på kontanter, vilket tyder på att ytterligare sänkningar av nominella räntor skulle vara ineffektiva för att påverka reala kontantsaldon.

När den effektiva nedre gränsen blir bindande upphör konventionella räntesänkningar att ha effekt. Då kan centralbanker, inbegripet Riksbanken, behöva använda okonventionella penningpolitiska verktyg. Det viktigaste kännetecknet för en sådan penningpolitik är att man lägger större vikt vid andra kanaler för penningpolitisk transmission än rörelser i korta räntor, dvs. långa

räntor, tillgångspriser och förväntningar. Verktøygen används ofta i kombination för att förstärka varandra och få större effekt.

4.2.1 Negativa nominella räntor

Negativa nominella räntor innebär att affärsbanker och andra finansinstitut betalar ränta på sina kron denominerade fordringar hos Riksbanken. Med andra ord blir det kostsamt för finansinstitut att investera i riksbankscertifikat och ha överskottsreserver hos Riksbanken. Detta okonventionella instrument syftar till att uppmuntra finansinstitut att sänka utlåningsräntorna och öka låneutgivningen.

Negativa räntor är principiellt sett relativt enkla att införa rent operativt, men hur effektivt de stimulerar den samlade efterfrågan beror på vilket genomsnitt som reservernas inlåningsränta får på lånekostnaderna för hushåll och företag. Även om man inte kan förvänta sig att affärsbankernas utlåningsräntor blir negativa kan en sådan här penningpolitik minska skillnaden mellan in- och utlåningsräntor, och på så vis främja konsumtion och inflation.

Ett möjligt problem med effektiviteten av negativa nominella räntor rör bankernas lönsamhet. Abadi, Brunnermeier och Koby (2023) hävdar att det finns en nedre gräns, som de kallar ”reverseringsränta” (”the reversal rate”), under vilken ytterligare sänkningar blir kontraproduktiva eftersom de är oförenliga med banksektorns lönsamhet. Denna ”reverseringsränta” kan till och med vara positiv om kapitalvinster från bankers löptidsomvandling är låga.

4.2.2 Kvantitativa lättnader

Ett annat okonventionellt penningpolitiskt verktyg är kvantitativa lättnader (ibland förkortat QE), som även kallas storskaliga tillgångsköp. Som det namnet antyder handlar det om att centralbanker köper tillgångar. Sådana storskaliga köp av statspapper med längre löptider, eller till och med riskfyllda tillgångar i den privata sektorn såsom företagsobligationer, bostadsobligationer eller aktier, går utöver standardverksamheten och anses därför vara ett okonventionellt verktyg.

Den finns flera anledningar till att centralbanker genomför sådana köp. Den första är som en nödgärd i situationer där stress på finansmarknaderna gör att centralbanken behöver gripa in för att undvika stopp på marknaden. Den andra är för att öka utbudet av likvida tillgångar i omsättning som ett alternativ till konventionell penningpolitik när styrräntan begränsas av den effektiva nedre gränsen. Den tredje, och relaterade, anledningen involverar ett försök att manipulera de längre räntorna direkt. I samtliga fall köper centralbanken mindre likvida tillgångar eller tillgångar med längre löptid i utbyte mot mer likvida reserver (eller andra innehav av högljikvida tillgångar) i syfte att påverka portföljbeslut, förväntningar och löptidspremier.

Före den globala finanskrisen var den allmänna uppfattningen bland ekonomer att centralbankers tillgångsköp hade begränsade makroekonomiska ef-

fekter på välfungerande finansmarknader (dvs. under andra omständigheter än stopp på marknaden). Denna uppfattning bygger på antagandet att tillgångs-innehavarens identitet inte borde ha någon betydelse för prissättningen. Den tidigare amerikanska centralbankschefen Alan Greenspan förespråkade denna uppfattning. I en kommentar om de statligt sponsrade företagens köp av bostadsobligationer i USA konstaterade han att *"Fannies och Freddie's köp ... med sin marknadssubventionerade skuld, bidrar inte på ett användbart sätt till likviditeten på bolånemarknaden, förbättringen av kapitalmarknader i USA eller till sänkta bolåneräntor för bostadsägare"* (Greenspan (2005)).²³

Med det sagt innehåller flera teoretiska ramverk som har utvecklats före och efter den globala finanskrisen kandidater till kanaler genom vilka kvantitativa lättnader kan påverka finansiella förhållanden, även om det inte finns någon marknadsdysfunktion. *Portföljbalanskanalen*, som togs fram av Tobin (1969) och som väcktes till liv igen av Bernanke och Reinhart (2004), beskriver hur centralbankens köp av tillgångar med lång löptid kan leda till att investerare väljer mer riskfyllda tillgångar, vilket pressar riskpremierna och lättar de finansiella förhållandena. *Signaleringskanalen* framhäver att kvantitativa lättnader kan förmedla centralbankernas åtagande till att hålla styrräntorna låga, vilket förankrar terminräntor och inflationsförväntningar. *Marknads-segmenteringskanalen* bygger på idén om att tillgångsköp kan påverka räntor om investerare föredrar specifika tillgångstyper. Om de ersätter mindre önskade tillgångar med mer önskade, kan det stimulera efterfrågan (jfr Culbertson (1957), Modigliani och Sutch (1966) och Vayanos och Vila (2021)).

Kvantitativa lättnader omfattar många osäkra faktorer och flera lager av risk. Den centrala frågan är i vilken utsträckning de är effektiva, särskilt i en liten öppen ekonomi som Sverige. Svenska obligationsräntor påverkas starkt av globala finansiella förhållanden, och internationellt arbitrage begränsar hur mycket inhemska tillgångsköp kan pressa långa räntor (se Alsterlind (2015)). I en öppen ekonomi kan å andra sidan kvantitativa lättnader även påverka inflationen genom växelkursen, om inhemska och utländska obligationer är imperfekta substitut.

Att utvärdera vikten av dessa kanaler empiriskt är svårt av en rad olika skäl. För det första vet vi helt enkelt inte hur ekonomin skulle ha utvecklats utan sådana köp, även om rimliga försök kan göras med hjälp av statistisk analys. För det andra genomfördes de flesta kvantitativa lättnaderna av endogena skäl, vilket gör det svårt att analysera detta empiriskt på grund av problem med omvänd kausalitet. Oavsett vilket är effektiviteten en mycket viktig fråga som vi återkommer till längre fram.

²³ Fieldhouse, Mertens och Ravn (2018) finner evidens mot denna neutralitetssyn på statligt sponsrade företags tillgångsköp före den globala finanskrisen.

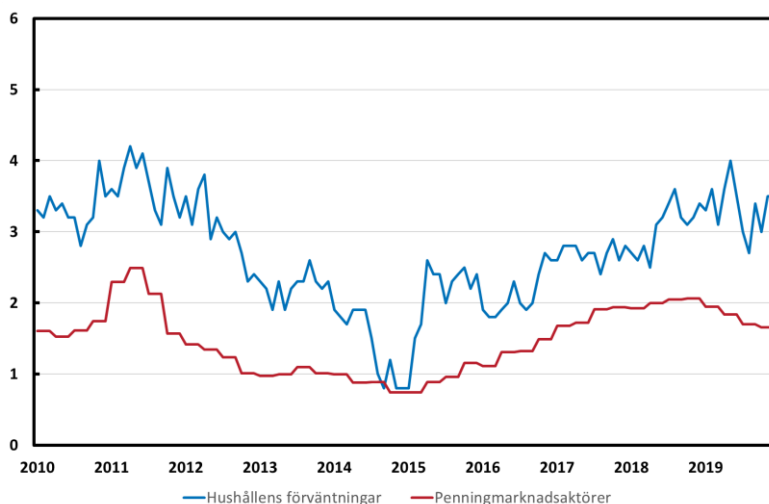
4.3 Evidens för effektiviteten av de okonventionella penningpolitiska verktygen i Sverige

4.3.1 Penningpolitiska åtgärder som genomfördes mellan 2015 och 2019

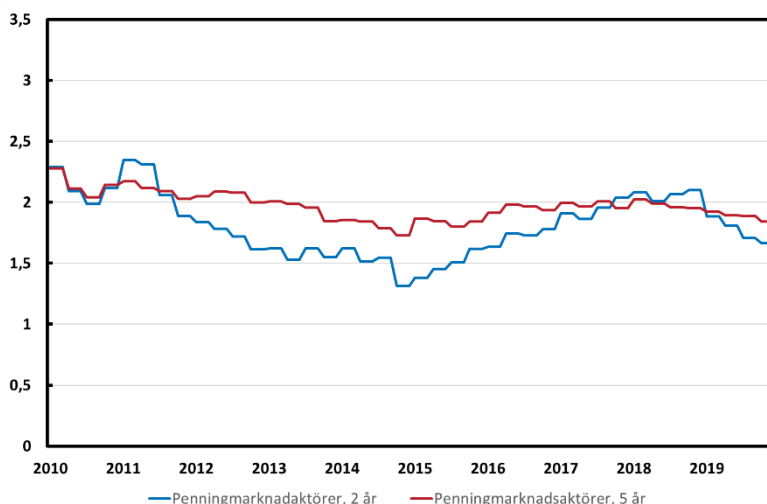
Som vi gick igenom i avsnitt 3 var det huvudsakliga målet med de okonventionella penningpolitiska åtgärderna att få tillbaka inflationen till tvåprocentsmålet och att stabilisera de långsiktiga inflationsförväntningarna. KPI-inflationen under den här perioden ökade stadigt från -0,2 procent (i årstakt) i januari 2015 till över en procent från oktober 2016 och mycket nära tvåprocentsmålet från april 2017 till början av 2020 (med undantag för två månader under hösten 2019 när det nya målet, KPIF-inflationen, sjönk till 1,3 procent).

Figur 12: Inflationsförväntningar

1 års horisont



2 och 5 års horisont



Anm.: Procent. Förväntningar vid mätningstillfället från olika aktörer om KPIF-inflation 1, 2 och 5 år framåt.

Källor: Origo Group, Sveriges riksbank.

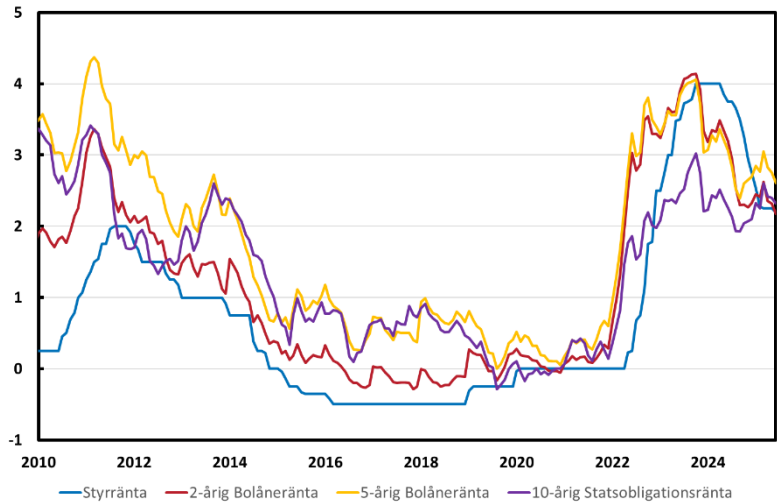
Inflationsförväntningarna verkar även ha förankrats på nytt. I figur 12 illustreras mått på inflationsförväntningarna vid olika tidshorisonter, baserat på antingen en enkät för hushållen som genomförts av Konjunkturinstitutet, eller på enkäter för marknadsгарanter som genomförts av Origo för Riksbankens räkning.

- Konjunkturinstitutets mått på inflationsförväntningarna för 1 års horisont är väldigt volatilt över tid och är inte helt centrerat kring tvåprocentsmålet. Detta är inte helt ovanligt för måtten på hushållens enkätbaserade inflationsförväntningar. Denna indikator på inflationsförväntningarna rör sig nedåt från slutet av 2012, men vänder sedan gradvis uppåt efter det att Riksbanken har infört negativ ränta och kvantitativa lättnader. Origos mått på inflationsförväntningarna för 1 års horisont visar också en negativ trend före 2015, som sedan vänder och ligger omkring två procent fram till lågkonjunkturen som utlöstes av covid-19.
- Måtten på de långsiktiga inflationsförväntningarna med en horisont på två eller fem år, som sannolikt bättre återspeglar den penningpolitiska trovärdigheten, är mycket mer stabila. Med det sagt uppvisar båda kvalitativt sett samma beteende, med en negativ trend från början av 2010-talet som sedan vänder i samband med införandet av okonventionella penningpolitiska åtgärder. Evidensen stämmer alltså överens med hypotesen om att användningen av okonventionella penningpolitiska åtgärder lyckades förankra marknadens inflationsförväntningar på nytt.

Evidensen från marknadsräntorna är också förenliga med ett genomslag från de negativa nominella räntorna till marknadsräntorna, och med att de kvantitativa lättnaderna hade lättat nedåtrycket på räntorna med längre löptid. I

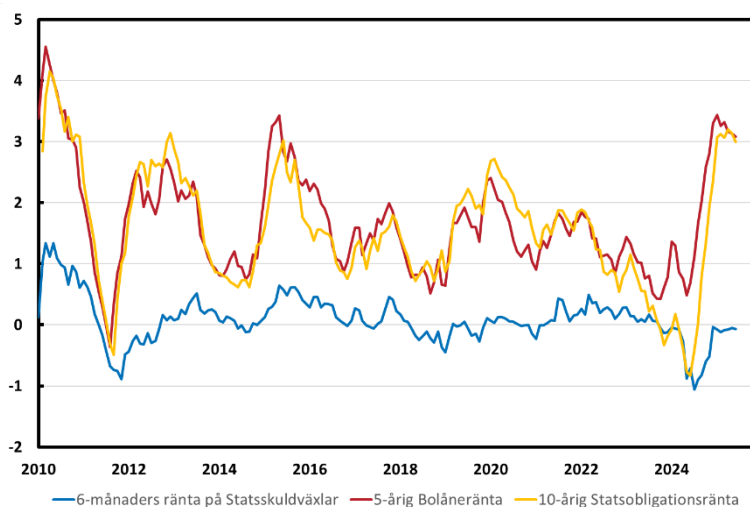
figur 13 illustreras styrräntan med en rad olika indikatorer för räntor med längre löptid, som 2-årig bolåneränta och 5-årig bolåneränta, 10-årig statsobligationsränta och 10-årig ränta för företagsobligationer av hög kvalitet. När Riksbanken införde negativ ränta och kvantitativa lättnader sjönk var och en av dessa indikatorer, och de förblev låga fram till lågkonjunkturen som utlöstes av covid-19.

Figur 13: Styrränta och räntor med längre löptid



Anm.: Procent.
Källa: Sveriges riksbank.

En annan indikator kommer från spreadarna mellan olika obligationsräntor och styrräntan. Dessa spreadar förblev relativt konstanta när de okonventionella penningpolitiska åtgärderna genomfördes. Även om många faktorer, såsom föränderliga riskpremier, kan påverka dessa spreadar är relativt stabila spreadar i linje med styrräntans genomslag i statsobligationer med olika löptider, och med genomslaget i bolåneräntor.

Figur 14: Räntespread över styrräntan

Anm.: Procentenheter.

Källa: Sveriges riksbank.

I mer formella och djuplodande studier hittas också belägg för genomslag, även om slutsatserna varierar. De Rezende (2017) undersöker effekten av den första omgången kvantitativa lättnader i Sverige i kombination med negativa räntor. Resultatet från den studien indikerar att kombinationen av de båda penningpolitiska åtgärderna sänkte både de korta och de långa räntorna. Eggertsson m.fl. (2024) finner även belägg för att negativa nominella räntor fick ett starkt och snabbt genomslag i räntor på likvida tillgångar, till exempel penningmarknadsräntor, och statspapper i Sverige. I studien hävdar de dock även att genomslaget i utlåningsräntorna och den medföljande effekten på kreditvolymer minskade när styrräntan sjönk under -25 baspunkter, ett resultat som författarna kopplade till de effekter som negativa räntor hade på värdet av bankernas eget kapital. Detta tyder på att räntesänkningarna i juli 2015, när styrräntan sänktes från $-0,25$ procent till $-0,35$ procent, och i februari 2016 (ytterligare en sänkning till $-0,5$ procent) inte hade någon effekt i fråga om att stimulera inflationen genom de vanliga efterfrågekanalerna.

Evidensen är mer varierande när det gäller om kvantitativa lättnader fick det önskade utfallet på ekonomin och inflationen. Christensen och Zhang (2024) hittar effekter av kvantitativa lättnader på inflationen och inflationsförväntningarna i Sverige, med de önskade förbättringarna av svenska obligationspriser genom ombalansering av portföljer och genom bristkanaler (på engelska scarcity channels). Di Casola och Stockhammar (2021) hittar däremot inga belägg för att kvantitativa lättnader har påverkat på inflationen, men i stället konstaterar de en positiv effekt på BNP och en negativ effekt på arbetslösheten. Resultaten från den här typen av studier bör tas med en nypa salt. Det är mycket svårt att identifiera effekten av kvantitativa lättnader och negativa nominella räntor på grund av den endogena naturen i Riksbankens beslut att

använda okonventionella penningpolitiska åtgärder. I detta avseende bör det nämnas att kausaliteten mellan Riksbankens penningpolitiska åtgärder och inflationen är mycket omdiskuterad, särskilt med tanke på att externa drivkrafter pressade upp priserna vid den tiden (Andersson och Jonung (2020)).

En kompletterande metod är att skapa ett kontrafaktiskt scenario genom att använda en strukturell modell av ekonomin. Kolasa, Laséen och Lindé (2025) använder en DSGE-modell av en öppen ekonomi som har kalibrerats mot den svenska ekonomin för att bedöma effekterna av negativa räntor och kvantitativa lättnader under perioden 2015–2019.²⁴ De konstaterar att Riksbankens okonventionella penningpolitik var effektiv, i synnerhet eftersom Sverige är en liten, öppen ekonomi med flytande växelkurs. I deras modell ledde nämligen tillgångsköpen till en reell depreciering av kronan, vilket stimulerade både exporten och inflationen. Genom simuleringar som efterliknade Riksbankens okonventionella penningpolitiska åtgärder under 2015–2019 fann de att dessa åtgärder kan ha gett ett lyft på en procent i produktionen och en ökning på 20 till 50 baspunkter i inflationen, där den största delen skedde under den inledande användningen av de okonventionella penningpolitiska åtgärderna. Även om dessa effekter är betydande är de fortfarande relativt små.

Sammanfattningsvis finns det en del osäkerhet kring hur effektiva kvantitativa lättnader är som penningpolitiskt instrument. Evidensen för Sverige motsäger inte att kvantitativa lättnader har bidragit till att föra tillbaka inflationen till målet och att stabilisera inflationsförväntningarna, men den varierar något. Man kan dessutom fråga sig i vilken utsträckning nettofördelarna väger upp den möjliga risken för Riksbankens balansräkning (något som diskuteras nedan). Men när styrräntan sänktes till noll hade Riksbanken inte mycket annat val än att börja ta till okonventionella penningpolitiska instrument på grund av den begränsade samordningen mellan de svenska institutionernas insatser (en bieffekt av den strikta ansvarsfördelning som integrerades i det svenska makroekonomiska ramverket efter krisen 1992).

4.3.2 Penningpolitiska åtgärder som genomfördes som respons på covid: kvantitativa lättnader under 2020 till 2022

Evidensen för effektiviteten av Riksbankens tillgångsköp under 2020–2022 varierar. Som vi nämnt i avsnitt 3 var samtliga penningpolitiska interventioner under pandemin enbart relaterade till kvantitativa lättnader, med en styrränta som hölls på 0 procent. Åtgärderna hade två tydliga mål:

1. Återställa marknadens funktion (våren och sommaren 2020).
2. Därefter lätta de monetära förhållandena för att nå inflationsmålet.

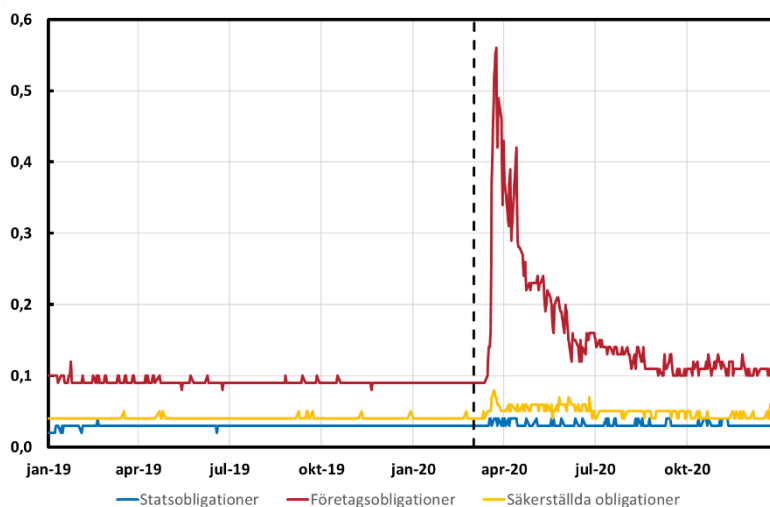
²⁴ En DSGE-modell (en dynamisk stokastisk allmän jämviktsmodell) är en makroekonomisk modell som bygger på en tydlig mikroekonomisk grund, där hushåll, företag och policyinstitutioner samverkar under begränsningar som budget och teknik. Den är ”strukturell” i den bemärkelsen att beräkningarna härleds från optimering av beteende- och jämviktsförhållanden snarare än från rent statistiska korrelationer. Detta gör modellen lämplig för penningpolitisk analys och kontrafaktiska simuleringar.

Fasen där man ville återställa marknadens funktion gick i stort sett enligt plan. Köp- och säljspreadarna på den svenska marknaden för säkerställda obligationer och företagsobligationer ökade markant i mars 2020, men återgick snabbt till det normala efter Riksbankens likviditetsoperationer och offentliggörande av köp (figur 15). Riksbanken införde även en säkerhetsmekanism för amerikanska dollar via swaplinan med Federal Reserve. Det här initiativet utnyttjades inte i någon större utsträckning och finansierades av Riksbankens egen valutareserv, men faciliteten fungerade sannolikt som en förtroendestärkande säkerhetsmekanism i en tid av hög osäkerhet (Sveriges riksbank (2022d)). Införandet av programmet för företagsobligationer visar dock på ett problem med timingen. Programmet tillkännagavs den 1 juli 2020 men lanserades inte förrän i mitten av september när marknadsstressen hade hunnit lägga sig. Lärdomen från detta är att det lönar sig att ha operativ beredskap. Beredskapsplanering för köp av privatkrediter skulle innebära att man kunde komma i gång snabbare, och det bör tydligt kommuniceras att faciliteter kommer att vara tillståndsberoende och snabbt skalas ned när förhållandena återgår till det normala.

Däremot är den penningpolitiska fasen med kvantitativa lättnader (från mitten av 2020 till slutet av 2021) inte lika övertygande. Enligt DSGE-baserade bedömningar höjde köpen under pandemin real BNP med ungefär 0,2 procent i genomsnitt och KPIF-inflationen med ungefär 0,25 procentenheter under perioden 2020–2023 (se Akkaya m.fl. (2023)). Dessa effekter är betydligt svagare än effekterna av de kvantitativa lättnaderna före pandemin, som vi diskuterat tidigare. Detta kan hänföras till två faktorer:

1. De kvantitativa lättnaderna under pandemin hade en mindre omfattning.
2. Sammansättningen av tillgångarna viktades mot tillgångar med svagare transmissionskanaler (se figur 6).

Om man dessutom ser det från ett snävt finanspolitiskt perspektiv har efterhandskostnaderna för den här omgången kvantitativa lättnader varit något högre, mätt utifrån kapitaltillskottet på 25 miljarder kronor som godkändes i september 2024 och som motsvarar 0,39 procent av BNP. Självklart skulle man i en komplett kostnads-nyttoanalys även ta hänsyn till de finanspolitiska fördelarna med kvantitativa lättnader, inbegripet under perioden med lägre ränta och högre ekonomisk tillväxt.

Figur 15: Köp- och säljspreadar på den svenska marknaden 2019–2020

Anm.: Procentenheter. Reproducerad från Jansson (2021). Den streckade vertikala linjen markerar den 11 mars 2020, när Världshälsoorganisationen konstaterade att covid-19-utbrottet var en pandemi. Köp- och säljspreadar avser listade priser, baserade på alla tillgängliga nominella statsobligationer, och drygt 50 företagsobligationer med varierande löptider samt med kreditbetyg BBB eller högre. Källor: Macrobond, Refinitiv, ASTRID (Reuters) och Sveriges riksbank.

En annan faktor har att göra med Riksbankens köp av säkerställda obligationer. Dessa köp *minskade faktiskt* räntespreaden i början av pandemin. Men fortsatta köp av sådana obligationer under den efterföljande perioden bidrog sannolikt till att de svenska bostadspriserna ökade ytterligare (och de steg redan i snabb takt under 2020–2022), vilket fick konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Det hade varit bra om direktionen hade varit tydligare kring hur den vägrade dessa eventuella kostnader när programmet för tillgångsköp ursprungligen utformades under våren 2020.

Med tanke på den extraordinära osäkerhet som rådde under pandemins första månader var det rimligt att direktionen hellre gjorde för mycket än för lite, särskilt eftersom det fanns risker för ett betydande deflationstryck från pandemin i ett läge där styrräntan redan låg på nollränterestriktionen. Riksbanken bör även lovordas för att ha inkluderat balansräkningsrisker i sina diskussioner redan från första början när de kvantitativa lättnaderna infördes. Med det sagt är det inte lika enkelt att förstå hur direktionen bedömde kostnader och fördelar inför sitt beslut i november 2020, när den utökade ramen för tillgångsköpen och förlängde programmet för kvantitativa lättnader. I det här fallet skulle en mer ingående kostnads-nyttoanalys kanske ha lett till en mer välgrundad diskussion om de tillgängliga alternativen.

En sista punkt om programmet för kvantitativa lättnader handlar om sammansättningen av själva köpen, där man i flera omgångar köpte säkerställda obligationer. Riksbanken var tydlig med att de omfattande köpen av säkerställda obligationer och kommunobligationer återspeglade att Riksbanken redan hade en mycket stor andel utestående stock av statsobligationer, vilket

begränsade utrymmet för ytterligare köp utan att det påverkade marknadens funktion. Som vi noterat i avsnitt 3 fördes relativt få diskussioner om vilka konsekvenser detta skulle kunna få för den finansiella stabiliteten. Även om balansräkningsrisker togs med i beräkningen från första början håller vi med de externa utvärderingar som belyser behovet av att väga möjliga bieffekter på bostadsmarknaden mot begränsade penningpolitiska fördelar när marknadens funktionssätt hade återställts (Flug och Honohan (2022), Hassler, Krusell och Vestman (2024)).

Programmet för ”lån till banker för vidareutlåning till företag”, som lanse-
rades i mars 2020 med syftet att stötta bankernas krediter till företag, utnyttja-
des också i begränsad utsträckning. Därför blev programmet ingen aktiv dri-
vande faktor för utlåningen, och det är svårt att se om det faktiskt fungerade
som en effektiv och förebyggande säkerhetsmekanism. Även om den här typen
av program i princip skulle kunna vara effektivt under vissa omständigheter,
riskerar det att gå in på finanspolitiskt territorium (Flug och Honohan (2022);
Hassler, Krusell och Vestman (2024)).

Riksbankens krisåtgärder i början av covid-19-pandemin var överlag effek-
tiva i fråga om att stabilisera marknader och undvika en kreditåtstramning,
men den mer långvariga fasen av kvantitativa lättnader verkar så här i efter-
hand endast ha haft mindre makroekonomiska fördelar. Samtidigt medförde
den betydande risker. En lärdom inför framtiden är att okonventionella åtgär-
der bör vara föremål för en mer systematisk kostnads-nyttoanalys, både *innan*
de används och *dynamiskt* efterhand som situationen utvecklas, så att besluten
kan anpassas i realtid. Detta skulle dessutom förstärka transparensen och möj-
ligheten till ansvarsutkrävande för Riksbankens arbete. Programutformningen
behöver dessutom möjliggöra ett flexibelt avslut så att programmen inte an-
vänds längre än nödvändigt (se avsnitt 7 om hur förändringar i framåtblick-
ande vägledning för kvantitativa lättnader och andra program kan vara till
hjälp).

4.3.3 Effektiviteten av de penningpolitiska åtgärder som genomfördes som respons på den kraftiga inflationsuppgången (2022 till 2024)

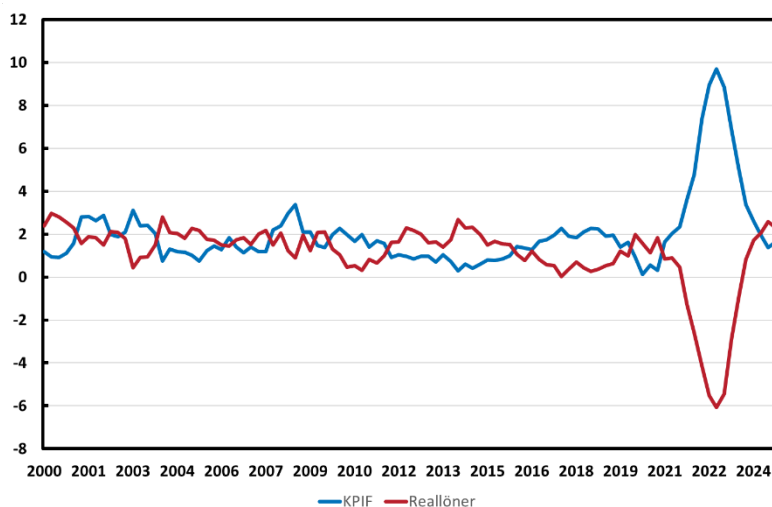
Det har diskuterats utförligt om Riksbankens kraftiga och snabba räntehöj-
ningar drevs för långt, särskilt med tanke på den centrala roll som Sveriges
lönebildningsinstitutioner spelar för utformningen av inflationsprocessen (se
ruta 1).

Ruta 1: Sveriges ramverk för lönebildning och inflationen

Som vi diskuterade i 2.1.5 går Sveriges samordnade löneförhandlingar tillbaka till efterkrigstidens ”solidariska lönepolitik”, när centraliserade avtal mellan fackföreningar och arbetsgivare fastställde löner för hela ekonomin. Systemet gick i graven under 1980- och 1990-talet, med växande löneglidning och inflationstryck som kulminerade under krisen i början på 1990-talet. I samband med *industriavtalet* 1997 återinfördes samordningen, nu baserat på sektor. Den internationellt exponerade tillverkningsindustrin förhandlar vanligtvis fram sina avtal först, sedan följer de andra sektorerna efter. Detta säkerställer att lönetillväxten är i stort sett enhetlig i hela ekonomin. I dag omfattas ungefär 90 procent av alla anställda i Sverige av kollektivavtal, med industriavtalet som grund. (Kjellberg (2019))

Denna mekanism har historiskt sett betraktats som ett verktyg för att hålla tillbaka löneprisspiraler (se Calmfors (2025)). Samordnade förhandlingar i Sverige har sammanfallit med lägre löneglidning från de löner som fastställts under centrala löneförhandlingar, vilket är förenligt med en flackare Phillipskurva (Sveriges riksbank (2018)). Eftersom lönerna har produktiviteten för handelsbara varor som riktmärke, beror det samlade resultatet mindre på stramheten på den inhemska arbetsmarknaden och mer på konkurrenskraften gentemot utländska industrier. Detta innebär att importerade kostnadschocker och växelkursutveckling har större betydelse än inhemskt lönetryck för Sveriges inflation.

I slutänden var löneökningarna efter 2022 relativt måttlig, och reallönerna har sjunkit avsevärt (figur 16). Vid de nationella avtalsförhandlingarna 2023 fastställdes löneökningar på runt 7,4 procent under två år (4,1 procent 2023 och 3,3 procent 2024). Detta motsvarar en genomsnittlig löneökning på ungefär 3,7 procent per år, vilket är betydligt lägre än när inflationen var som högst. Löneökningarna var också måttliga jämfört med många andra europeiska ekonomier som Tyskland och Nederländerna, som stod inför liknande chocker (Hassler, Krusell och Seim (2023)).

Figur 16: Reallöner och inflation

Anm.: Årliga procentuella förändringar.

Källa: Macrobond.

Man kanske kan tycka att lönebegränsningen skulle ha hejdat Riksbanken från att höja styrräntan så mycket. Men även om parterna på arbetsmarknaden gick med på måttliga löneökningar, gick de kortsiktiga inflationsförväntningarna också upp som reaktion på den kraftigt stigande inflationen. Därför anser vi att Riksbankens beslut om kraftiga räntehöjningar var en viktig bidragande faktor för att förankra förväntningarna igen, och i slutänden även få ned inflationen. Utformningen av den svenska arbetsmarknaden dämpar utan tvekan risken för en löneprisspiral, men en beslutsam åtstramning av penningpolitiken behövdes förmodligen för att främja trovärdigheten för den penningpolitiska inriktningen. Lönebegränsningen bidrog sannolikt också till att minska trycket på Riksbanken att införa en ännu kraftigare höjning av styrräntan. Under den här perioden visade alltså det bredare svenska makroekonomiska ramverket vad det var värt.

4.3.4 Effekter på balansräkningen

De effekter som Riksbankens kvantitativa lättnader hade på balansräkningens storlek och struktur är en mycket omdiskuterad fråga.²⁵ När Riksbanken införde ett system med överflödande centralbanksreserver för att underlätta finansieringen av kvantitativa lättnader ledde det till att dess skuldsida blev betydligt mer exponerad för höjningar av styrräntan, samtidigt som dess innehav av långfristiga tillgångar på grund av de kvantitativa lättnaderna medförde en potential för kapitalförluster.

²⁵ Mer information finns på <https://www.riksbank.se/sv/marknader/balansrakningen/>.

Ruta 2: Riksbankens balansräkning

Riksbankens balansräkning innehåller dess tillgångar, skulder och kapital.

Skulder: Riksbankens finansiella skulder består i dag till största delen av affärsbankers krondenominerade fordringar på Riksbanken. Oavsett om den här typen av inlåning avser inlåning över natten eller riksbankscertifikat återspeglar den bankernas likviditetsöverskott som utformas av Riksbankens penningpolitiska operationer samt av finansiering i kronor av Riksbankens valutareserv. Sedlar och mynt i cirkulation anges också på skuldsidan, och representerar allmänhetens efterfrågan på kontanter. En annan skuldpост är skulder denominerade i utländsk valuta som utfärdas av Riksgälden för att finansiera Riksbankens valutareserv. I januari 2021 beslutade Riksbanken att egenfinansiera valutareserven och därför har denna post fastsatt ut. Riksbanken har även skulder rörande särskilda dragningsrätter. Slutligen är Riksbankens kapital (ackumulerade vinster och förluster) en skuld till riksdagen och en finansiell buffert som ska stödja Riksbankens finansiella och operativa oberoende.

Tillgångar: Valuta- och guldreserven är Riksbankens största tillgång i balansräkningen. Den ger banken möjlighet att i krislägen ge likviditetsstöd i utländsk valuta och vid behov genomföra valutainterventioner. Utöver denna reserv har Riksbanken också stora volymer av värdepapper denominerade i svenska kronor som Riksbanken förvärvade under åren med kvantitativa lättnader.

Intäkter: Riksbanken genererar intäkter genom att tillhandahålla kontanter och genom avkastningen på sina finansiella tillgångar. Höga intäkter över tid ökar kapitalet, men perioder med förluster minskar det, och kan till och med skapa ett behov av kapitaltillskott i enlighet med den nya *riksbankslagen*.^a

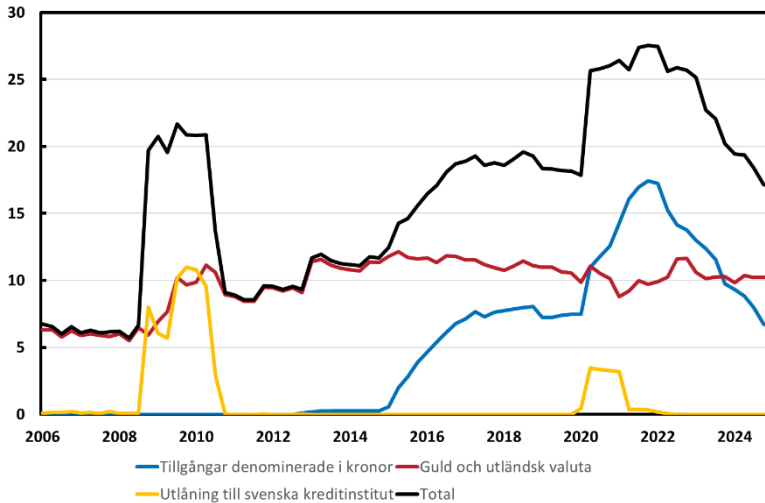
Risker: Det finns två huvudsakliga balansräkningsrisker. Den första är en löptidsobalans mellan Riksbankens innehav av långfristiga tillgångar relaterade till kvantitativa lättnader och dess skulder till svenska kreditinstitut, som är kortfristiga. Detta skapar en risk för att Riksbanken går med förlust när räntorna höjs. Den andra är att Riksbanken är exponerad mot valutarisker eftersom den egenfinansierar sin valutareserv. Den här risken kan åtgärdas genom valutasäkring, men det har ett pris.

^aI riksbankslagen (2022:1568), som trädde i kraft den 1 januari 2023, fastställs ett eget kapital på högst 60 miljarder kronor, uttryckt i 2023 års priser och justerat över tid av KPI.

Före den globala finanskrisen var balansräkningen blygsam – runt 6 procent av BNP (se figur 17). I och med den globala finanskrisen krävdes en kraftig, men tillfällig, ökning av balansräkningens storlek eftersom Riksbanken lånade ut till svenska banker och fördubblade sin valutareserv. Tillgångarna ökade från 6,2 procent av BNP 2007 till 22 procent 2009, innan de minskade igen till 8,5 procent under 2011. I och med lanseringen av kvantitativa lättnader ökade

balansräkningen stadigt igen och uppgick till 20 procent av BNP i mitten av 2018. Där låg den kvar fram till lågkonjunkturen som uppstod till följd av covid-19, då köpen återupptogs och lyfte balansräkningens tillgångar till som högst 27,5 procent av BNP i början av 2022. Sedan dess har kapitalförluster och ett lägre innehav av tillgångar denominerade i kronor minskat balansräkningen till omkring 17 procent.

Figur 17: Riksbankens tillgångar i procent av BNP



Källa: Sveriges riksbank.

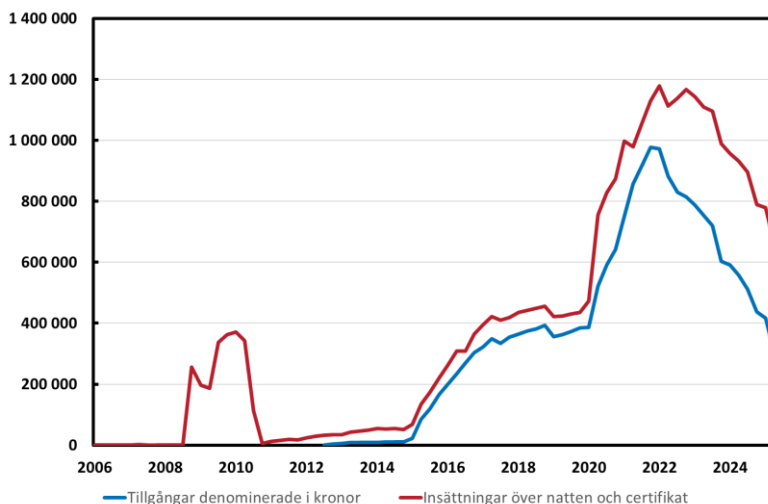
Denna tillväxt i balansräkningen var en direkt konsekvens av den förda penningpolitiken för att försöka lätta de finansiella förhållandena och nå inflationsmålet. När Riksbanken ändrade löptidsstrukturen för sina tillgångar exponerades den dock för förluster, med risker som uppenbarades i takt med att räntorna höjdes. Om obligationerna hade hållits till förfall kunde man ha undvikit omedelbara kapitalförluster från innehavet av långfristiga tillgångar, men nettovärdet skulle ha urholkats i vilket fall.

Det är viktigt att notera att andra åtgärder som ökade storleken på balansräkningen under perioden inte ökade durationen eller ränterisken i sig. Detta gäller även ändringen till ett system med överflödande centralbanksreserver och finansieringen av valutaserven. I ramverket för överflödande centralbanksreserver håller banker en stor mängd räntebärande certifikat och inlåning hos Riksbanken, vilket gör balansräkningen strukturellt större än före den globala finanskrisen. Balansräkningens växande storlek är inte i sig något problem. Den främsta sårbarheten berodde på de kvantitativa lättnadernas löptidsobalans, där långfristiga tillgångar finansierades med kortfristiga skulder.

I takt med att tillgångsinnehavet minskar kommer man framöver att behöva ta beslut om både storleken på balansräkningen och huruvida man vill upprätthålla systemet med överflödande centralbanksreserver eller omvandla det till ett system med knappa centralbanksreserver. Samtidigt som ett system med

knappa centralbanksreserver skulle kräva att man återupptar en aktiv interbankmarknad och att banker är villiga att använda Riksbankens stående utlåningsfaciliteter, har det fördelen att det skapar en större marknadsdisciplin hos bankerna. Det finns indikationer på att Riksbanken överväger att återinföra ett system med knappa centralbanksreserver (Thedéen (2025)).

Figur 18: Obligationsinnehav samt insättningar över natten och certifikat



Anm.: Miljoner kronor.

Källa: Sveriges riksbank.

Som illustreras i figur 18 var löptidsobalansen tydlig eftersom långfristiga tillgångar finansierades av Riksbanken med hjälp av kortfristiga, räntebärande skulder. När styrräntan steg under 2022 föll marknadsvärdet på långa obligationer, samtidigt som ränteutgifterna på inlåning och certifikat blev högre. Detta resulterade i stora kapitalförluster som minskade Riksbankens eget kapital, vilket ledde till att regeringen i juni 2024 beslutade att ge ett kapitaltillskott på 25 miljarder kronor. De kvantitativa lättnaderna exponerade Riksbanken för betydande ränterisk, som materialiserades som stora värderingsförluster när styrräntan steg kraftigt under 2022–2023. I enlighet med Riksbankens ramverk för redovisning bokfördes dessa förluster främst som nedskrivningar av tillgångar och inte som negativa räntenetton. Som resultat minskade överföringarna till staten.²⁶

En rimlig fråga att ställa sig är om Riksbanken skulle ha behållit tillgångarna under hela löptiden i stället för att sälja dem. Eftersom Riksbanken redovisar alla sina värdepapper enligt marknadsvärderingsprincipen förblev den stora förlusten under 2022 till stor del *orealiserad*. Med andra ord var den en

²⁶ De underliggande ekonomiska förlusterna kopplade till kvantitativa lättnader skulle ha minskat de kumulativa överföringarna oavsett redovisningsmetod. Ramverket för redovisning påverkar när och hur en förlust bokförs: med Riksbankens metod redovisas förluster i stort sett direkt genom nedskrivningar av tillgångar. Vid alternativa metoder skulle de återges mer gradvis genom negativa räntenetton.

förlust ”på papperet” som återspeglade det fallande marknadsvärdet i obligationsportföljen i takt med att räntorna steg – den realiserades aldrig som en kassaförlust. Om tillgångarna hade hållits till förfall hade man undvikit att förlusterna realiserades genom försäljning, men nedgången i det redovisade egna kapitalet skulle fortfarande ha synts i räkenskaperna (Sveriges riksbank (2022d); Kjellberg och Åhl (2022)). Med facit i hand kan man också fråga sig om tillgångsköpen var förenliga med godtagbara och transparenta risker för de konsoliderade statsfinanserna. Vi diskuterar det mer ingående i avsnitt 7.

4.4 Framåtblick: en återgång till okonventionella penningpolitiska åtgärder?

Den långa perioden med en ränta nära noll och sedan även negativ ränta under 2015–2019 kan bidra till att förklara varför penningpolitiska beslutsfattare var tveksamma till att justera styrräntan uppåt när inflationen började stiga 2021. Den skarpa inflationsuppgången under 2021–2022 och den efterföljande höjningen av styrräntan har nu flyttat uppmärksamheten från betänkligheter om behovet av okonventionella penningpolitiska åtgärder till bekämpning av det rådande inflationstrycket med det konventionella penningpolitiska verktyget, styrräntan. Frågan är om Riksbanken bör avfärda tanken på att använda okonventionella penningpolitiska åtgärder framöver?

Ett sätt att tänka på det är att överväga begreppet ”den neutrala räntan”. Detta begrepp avser räntan som, med hänsyn till ekonomiska förutsättningar, är neutral gentemot inflationen (relativ till sitt mål). När den neutrala räntan blir negativ måste Riksbanken använda okonventionella penningpolitiska åtgärder om den inte är beredd att gå under inflationsmålet.

Tyvärr kan den neutrala räntan inte observeras direkt. I stället måste den uppskattas och omfattas därför av stor osäkerhet. Ekonomer använder vanligtvis metoder som drar slutsatser från ekonomiska krafter som har en inverkan på aggregerat sparande och investeringar i ekonomin. Det finns många ekonomiska krafter som kan vara av intresse, bland annat demografiska trender, trender rörande ojämlikhet, tekniska trender som påverkar produktiviteten, utbudskedjor och finanspolitik. Den neutrala räntan kan även påverkas av chocker för ekonomin. I praktiken är det därför inte lämpligt att helt förlita sig på punktskattningar för penningpolitisk vägledning på kort sikt. Trots detta kan uppskattningar av den neutrala räntan ge information om det eventuella behovet av okonventionella penningpolitiska åtgärder.

Många kommentatorer anser att den neutrala räntan har vänt uppåt sedan covid-19-pandemin och dessutom att sannolikheten för uppåtrisker för inflationen har ökat. Bakgrunden till dessa argument är problem som energiprisinflation till följd av geopolitiska risker, störningar i leveranskedjor, remilitarisering, deglobalisering och handelsfragmentering, utöver klimatförändringar som kräver investeringar i förnybar energi. Enligt Riksbankens egen bedömning ligger den neutrala räntan troligen mellan 1,5 och 3 procent (se Seim (2024)). Denna uppskattning från 2024 är en nedrevidering från uppskatt-

ningen 2017, då den bedömdes ligga mellan 2,5 och 4 procent. Uppskattningarna tyder på att det kan förekomma vissa perioder där nollränterestriktionen kommer att binda, vilket utlöser ett behov av okonventionella penningpolitiska verktyg.

Det finns även framträdande forskning som pekar mot fortsatta nedgångar i långsiktiga realräntor, vilket ytterligare ökar chansen för att nollränterestriktionen kommer att binda. Detta forskningsarbete (som tekniskt sett avser ”naturliga räntor”) är mer pessimistiskt på medellång och lång sikt. Inom litteraturen råder det allmän enighet om att den naturliga räntan har sjunkit under de senaste årtiondena, från runt 6 procent på årsbasis på 1980-talet till runt 2–3 procent i slutet av 2010-talet. Uppskattningar för USA av Platzer och Peruffo (2022) indikerar att den naturliga räntan fortsätter att gradvis gå ned under de kommande åren till under en halv procent 2030 och därefter stabiliseras runt en procent. De underliggande drivande faktorerna för de låga långsiktiga realräntorna i denna studie är demografiska trender och ökande ojämlikhet, där båda väcker en ökad vilja att spara. Resultaten i en studie från Rachel (2025) indikerar också en fortsatt nedgång i den naturliga räntan, om inte ett antal uppåtriskfaktorer förverkligas och pressar upp den (till exempel produktivitetshöjningar till följd av AI-teknik, remilitarisering, deglobalisering och en högre statsskuld som drivs upp av socialförsäkringskostnader). Denna slutsats är i linje med Obstfeld (2023), vars studie bygger på en granskning av ett stort antal studier av den naturliga och neutrala räntan.

Ett balanserat synsätt på detta skulle därför vara att även om de omedelbara farhågorna för en återgång till okonventionella penningpolitiska åtgärder har försvunnit, ska man inte helt räkna bort möjligheten att det kommer nya perioder med (nära) nollränta på medellång eller lång sikt. Även om man i nuläget fokuserar på att bekämpa uppåtrisker för inflation ska man inte ignorera risken att en nollränterestriktion blir aktuell igen. Därför är det viktigt att investera i mer forskning och planering om hur Riksbanken skulle hantera sådana perioder, särskilt mot bakgrund av att det finns varierande evidens för hur effektiva de okonventionella penningpolitiska verktyg som använts de senaste tio åren faktiskt är. Det är särskilt viktigt att göra en ny bedömning av gränsen för hur lågt de negativa nominella räntorna faktiskt kan sjunka, samtliga kostnader och fördelar med kvantitativa lättnader (såväl när det gäller inflationsmålet som risker för den finansiella stabiliteten och de konsoliderade offentliga finanserna), samt beredskapsplanering – både inom Riksbanken och för de andra grundpelarna i Sveriges makroekonomiska ramverk.

Vi kommer att diskutera ytterligare frågor kring detta i avsnitt 7.

5 Framåtblickande vägledning och andra kommunikationsverktyg

Penningpolitisk kommunikation underbygger inte bara en effektiv transmission av penningpolitiska åtgärder, utan även centralbankens transparens och ansvarsskyldighet. Kommunikationen är mångfasetterad och omfattar alltifrån en förklaring av penningpolitiska beslut till bredare diskussioner om hur penningpolitik bidrar till medborgarnas välfärd. Det är alltid viktigt att centralbanker på ett trovärdigt sätt förklarar hur de penningpolitiska åtgärderna kommer att få inflationen att återgå till målet för att på så vis förstärka deras åtagande att uppfylla sitt penningpolitiska uppdrag.

Som tidigare har konstaterats var perioden före 2015 problematisk i det hänseendet, eftersom Riksbanken samtidigt hade finansiella stabilitetsmål och inflationen konsekvent låg under tvåprocentmålet. Från och med 2015 utvecklades dock Riksbankens kommunikationsramverk betydligt. För denna utvärdering ligger fokus på de tre utmaningar som var viktigast under perioden 2015–2024:

1. Förklara användningen av okonventionella verktyg och deras risker
2. Förtydliga den framåtblickande vägledningen
3. Kommuniera osäkerhet

Riksbanken har en omfattande och alltmer sofistikerad uppsättning kommunikationsverktyg med särskilt fokus på dess penningpolitiska möten, som nu hålls åtta gånger om året (tabell 4).²⁷ Kommunikationen avseende penningpolitiska beslut genomförs på förmiddagen efter det ordinarie mötet (vanligtvis kl. 9.30) med ett pressmeddelande som innehåller en kortfattad motivering till besluten. Vid fyra av dessa möten publicerar Riksbanken samtidigt en fullständig *penningpolitisk rapport* (PPR) med prognoser, en räntebana, osäkerhetsintervall och scenarioanalys. Vid de fyra övriga mötena publiceras mer kortfattade *penningpolitiska uppdateringar*. Strax därefter håller Riksbanken en presskonferens där man ger ytterligare detaljer och förklaringar. Protokollen med röstfördelning publiceras normalt inom fem arbetsdagar.

Vid tillfälle kan Riksbanken även hålla extraordinarie möten utanför möteskalendern med åtta ordinarie möten. Sådana extraordinarie möten kan ske i samband med betydande ekonomiska händelser som kan göra att Riksbanken griper in, till exempel covid-19-pandemin. Kommunikationen efter sådana extraordinarie möten arrangeras på ad-hoc-basis.

²⁷ Antalet ordinarie möten har ändrats över tid: sex gånger per år mellan 2015 och 2019, fem gånger per år från 2020 till 2023 och åtta gånger per år med start från 2024. Övergången till åtta möten innebär att Riksbanken är mer i linje med andra centralbanker, till exempel ECB, Bank of England och Federal Reserve.

5.1 Förklara användningen av okonventionella verktyg och deras risker

Riksbankens formella kommunikationsdokument kompletteras av tal, riksdagsutfrågningar, ”förklaringar” på nätet och av forskningsrapporter. Sådana kanaler blev särskilt viktiga när man använde extraordinära åtgärder såsom negativa räntor, kvantitativa lättnader och minskningar av balansräkningen. Tal av till exempel vice riksbankschef Skingsley (Skingsley (2016)) om negativa räntor, vice riksbankschef Jansson (Jansson (2022)) om tillgångsköp och riksbankschef Ingves (Ingves (2020)) om Riksbankens roll för att stödja marknadens funktion var försök att förklara verktyg och deras risker. Dessa tal var till hjälp, men i enlighet med Flug och Honohan (2022) anser vi att Riksbanken kunde ha gjort mer för att förklara distinktionen mellan tillgångsköp som genomförs med tanke på marknadens funktion och tillgångsköp som syftade till penningpolitisk stimulans samt att väga deras kostnader mot fördelarna.

5.2 Förtydliga den framåtblickande vägledningen

Begreppsmässigt sett kan framåtblickande vägledning ske i form av kvalitativa eller kvantitativa bedömningar av de utsikter som ligger till grund för besluten (”delfisk vägledning”) eller som uttryckliga åtaganden för en framtida penningpolitik beroende på utfallet (”odyssevsisk vägledning”). Även om Riksbanken hela tiden har framhållit den framåtblickande vägledningens betingade karaktär innebär den hur som helst risker vad gäller tidsinkonsekvens: om ekonomin återhämtar sig snabbare än väntat kan beslutsfattarna ställas inför dilemmat att antingen strama åt penningpolitiken tidigare än aviserat eller också låta inflationen överstiga målet. Om man följer tidigare vägledning alltför strikt kan det undergräva stabiliseringen, och frågar man den alltför snabbt kan det skada trovärdigheten.

Med sin snabba och transparenta delfiska vägledning intar Riksbanken en särställning bland de jämförbara centralbankerna. Det är viktigt att nämna att Riksbanken publicerar en enda bana som direktionen har enats om och som är i linje med dess ekonomiska prognos. Framåtblickande vägledning kan ha fördelen att den lättar på de monetära förhållandena och förankrar inflationsförväntningarna utan att centralbankens balansräkning utvidgas. Almerud m.fl (2024) anser att den framåtblickande vägledningen i Sverige var effektiv under perioden 2020–2024, särskilt vad gäller inflationsutfallen. De uppskattar att en ”chock” i den framåtblickande vägledningen (i likhet med tidigare arbete som vi diskuterade i fråga om penningpolitiska ”chocker”) som innebär att den tvååriga swapräntan ökar med en procentenhet leder till en gradvis höjning av styrräntan med en topp som ligger 0,75 procentenheter över den normala nivån omkring 18 månader efter tillkännagivandet. De hävdar att tillkännagivanden av framåtblickande vägledning utgör nära substitut för faktiska ränteändringar: en chock i den framåtblickande vägledningen som innebär en ökning av den tvååriga swapräntan leder till lägre inflation och produktion, högre

arbetslöshet och en appreciering av den reala växelkursen. En tolkning av detta resultat är att Riksbanken har använt den framåtblickande vägledningen på ett mycket trovärdigt sätt under den här perioden.

För att undvika fallgroparna med tidsinkonsekvens har Riksbanken vinnlagt sig om att framhålla att den här typen av vägledning alltid har varit uttryckligen betingad och inte odyssevisk. Eftersom betingad vägledning har varit standard under många år (räntebanor infördes 2007) har hushåll och företag antagligen kommit att utgå från att ändrade utsikter också skulle innebära ändrade prognoser. Att ha ett sådant ramverk på plats under normala förhållanden stärkte bilden av att ränteprognoserna inte utgjorde några utfästelser, vilket bidrog till att Riksbanken undvek några av de kommunikationssvårigheter som andra centralbanker ställts inför. Reserve Bank of Australia angav till exempel så sent som i september 2021 att styrräntan i dess centrala scenario skulle ligga kvar vid sin nedre gräns fram till 2024 och lade sedan tvärt om kursen i maj 2022 (Australian Treasury (2023)).

Det fanns dock vissa aspekter av kommunikationen gällande de extraordinaära verktygen som oavsiktligt kan ha lett till att Riksbanken ”målades in i ett hörn”. De program för tillgångsköp som lanserades under covid-19-krisen tillkännagavs normalt som fasta belopp som skulle genomföras inom en viss tids-horisont och inte betingad av hur utsikterna utvecklades. När det gäller Riksbankens framåtblickande vägledning om räntor var däremot konditionaliteten något som framhölls och tydligt gick fram. Som Flug och Honohan (2022) har konstaterat innebar detta upplägg mindre flexibilitet eftersom Riksbanken kunde känna sig tvungen att slutföra ett tillkännagivet program även om förutsättningarna för programmet inte längre förelåg. Denna dynamik illustreras av programmet för köp av företagsobligationer. Programmet tillkännagavs i juli 2020, men genomfördes inte förrän i september eftersom det dröjde innan det var operativt. När Riksbanken satte i gång hade marknads-spreadarna redan minskat. Det kan hävdas att beslutet att gå vidare med programmet trots att marknadsförhållandena hade förändrats togs för att upprätthålla trovärdigheten.

5.3 Kommunícera osäkerhet

Osäkerhetsintervallen infördes första gången i början av 2000-talet, men blev ett återkommande inslag i PPR i mitten av 00-talet. Som har diskuterats i avsnitt 5 infördes scenarioanalys mer regelbundet efter 2015. Även om det inte alltid var lätt för allmänheten att tolka dessa analyser var de en viktig innovation. Den senaste tidens insatser för att visuellt illustrera hur osäkerheten tilltar med tiden har gjort riskerna mer påtagliga. Scenarioanalys gav struktur åt diskussionerna om alternativa utfall, särskilt under pandemin och i samband med energiprischockerna.

Överlag genomförde Riksbanken ett utmärkt kommunikationsarbete för att förklara beslut och framåtblickande vägledning och blev alltmer innovativ med att tillgängliggöra information genom lättbegripliga förklarande dokument,

videor och sociala medier. I stället bör man ta sig en ny funderare på hur vägledningen för kvantitativa lättnader och andra liknande verktyg ska utformas för att möjliggöra mer flexibilitet. Även om vi instämmer med Hassler, Krusell och Seim (2023) om att scenarioanalysen kunde ha integrerats bättre i kommunikationen tidigare under perioden, låg Riksbanken steget före andra jämförbara centralbanker och har fortsatt att vara nytänkande. Den största bristen bestod i hur man bedömde och förklarade kvantitativa lättnader, inbegripet deras kostnader, fördelar och risker, och skillnaderna mellan de köp som gjordes för marknadens funktion respektive för penningpolitisk stimulans.

Tabell 4: Riksbankens kommunikationsverktyg (2024–2025)

Kommunikationsverktyg	Frekvens/tidpunkt	Huvudsakligt innehåll
Penningpolitiskt beslut Pressmeddelande	Åtta gånger per år (efter varje direktionsmöte)	Räntebeslut: kortfattad motivering, sammanfattning av ekonomiska förhållanden
Presskonferenser	Åtta gånger per år (efter varje beslut)	Riksbankschefen presenterar beslut, förklarar bedömning, frågestund med journalister
Penningpolitisk rapport (PPR)	Fyra gånger per år (mars, juni, sept, dec)	Fullständiga prognoser (räntebana, inflation, BNP, arbetslöshet), osäkerhetsintervall (upphörde mars 2024), alternativa scenarier, riskanalyser
Penningpolitisk uppdatering	Fyra gånger per år (växels med PPR)	Uppdatering om den ekonomiska utvecklingen med direktionens synpunkter (ingen ny prognos)
Protokoll och röst-siffror	Publiceras fem arbetsdagar efter vart och ett av de åtta mötena	Detaljerad diskussion, enskilda direktionsledamöters argument samt röstsiffror
Tal och presentationer (direktionsledamöter)	Löpande (90–100 per år, alla publiceras inte)	Bredare politisk kontext, framåtblickande vägledning, aktuella frågor

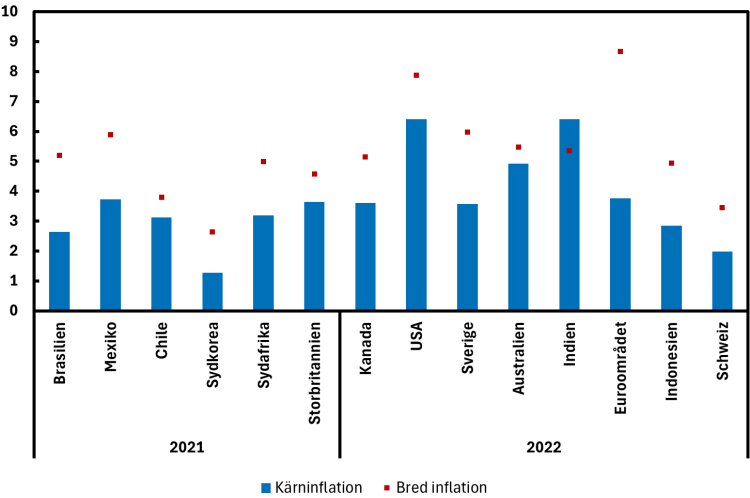
Kommunikationsverktyg	Frekvens/tidpunkt	Huvudsakligt innehåll
Riksdagsutfrågningar (finansutskottet i riksdagen)	Flera gånger per år	Riksbankschefen och direktio- nen förklarar beslut och besvarar frågor från riksdagsledamöter
Webbplats, infografik och sociala medier	Löpande	Lättbegripliga sammanfatt- ningar, förklaringar, videor, infografik
Working Papers och andra forskningsrapporter	Löpande	Tekniskt underlag till prognoser, transmissionsanalys, policyut- värdering

6 Prognosresultat

Som framgår av figur 5 stack inflationen i Sverige iväg långt över målet under perioden efter covid-19. Det är rimligt att fråga sig vad som ledde till att inflationen hamnade så långt över målet och varför den penningpolitiska respon- sen kom så sent. Det ska framhållas att detta inte bara gällde Sverige och att inflationen överskred målet i många länder. Även om det inte är någon ursäkt i sig, tyder det på att andra centralbanker ställdes inför liknande problem som Riksbanken.

Som framgår av figur 19 började Riksbanken, liksom många andra central- banker, inte höja räntorna förrän inflationen (både den breda inflationen och kärninflationen) var långt över målet. Från augusti 2021 låg inflationen kon- sekvent över tvåprocentsmålet, men det var inte förrän i april 2022 som styr- räntan höjdes och som tidigare diskuterats fortsatte Riksbanken med tillgångs- köpen inom ramen för de kvantitativa lättnaderna under hela 2022.

Figur 19: Inflationstakten när styrräntan började höjas



Anm. Reproducerad från English, Forbes och Ubide (2024). Länderna är ordnade efter det datum då styrräntan började höjas. Inflationstakten avser den 12-månadersperiod som slutar den månad då det sen- ast fanns tillgängliga publicerade data när styrräntan började höjas. För de flesta ekonomier avser kärnin-flationen samtliga poster exklusive livsmedel och energi. Se English, Forbes och Ubide (2024) för mer detaljer.

Källor: World Bank Global Inflation Database, OECDStat, nationella källor. Drivande faktorer för felak- tiga inflationsprognoser.

När man bedömer Riksbankens beslutsfattande under perioden med stigande inflation är det viktigt att beakta dess förmåga att prognostisera inflationens framtida bana och andra viktiga makroekonomiska variabler. Även om den *faktiska* inflationen ökar kan en centralbank fullt rimligt besluta att avstå från en omedelbar och kraftfull penningpolitisk åtstramning om inflationsupp- gången bedöms vara kortvarig. Centralbankerna ser till exempel normalt förbi

energiprischocker när de bedömer att deras effekter på inflationen är tillfälliga. Detta återspeglar konventionell visdom om att penningpolitiken verkar med fördröjning, så att det tar tid innan ränteändringarnas fulla effekter får genomslag i inflationen. En alltför aggressiv respons på vad som senare visar sig vara en tillfällig uppgång skulle därför kunna destabilisera ekonomin. Det finns emellertid en annan risk som också behöver värderas: en fördröjd eller dämpad penningpolitisk respons riskerar att leda till ett mer ihållande inflationstryck som kan komma att undergräva förtroendet för centralbankens åtagande för sitt mål.

Att göra prognoser är i sig svårt, men det är ändå ett avgörande verktyg när Riksbanken fattar sina penningpolitiska beslut. Det kan finnas många olika källor till inflationstrycket: efterfråge- och utbudsvariationer inom den privata sektorn, finanspolitiska åtgärder och externa chocker, för att nämna några. Det är av naturliga skäl omöjligt att prognostisera ”chocker”, men man kan däremot prognostisera eller åtminstone försöka prognostisera, hur ekonomin kommer att utvecklas efter chocker. Prognosmakare gör också bedömningar av graden av osäkerhet i ekonomin och sannolikheten för att stora chocker kommer att materialiseras.

För att kalibrera en lämplig styrränterespons behöver centralbankerna ha en underbyggd bild av hur det nuvarande inflationstrycket kommer att utvecklas och hur dess egna policyåtgärder kommer att överföras till ekonomin för att återföra inflationen till målet. Chocker för ekonomin är inte bara oförutsägbara till sin natur, utan det finns ett andra lager av osäkerhet som beror på att man inte har fullständig kunskap om timingen för de penningpolitiska åtgärderna och hur de påverkar inflationen och ekonomin. Transmissionskanaler kan dessutom förändras över tid, vilket gör uppgiften ännu svårare.

Ett bra prognosarbete, där man på lämpligt sätt väger in risker och beaktar alternativa scenarier, är uppenbarligen extremt viktigt för att ge underlag till direktionens beslut till stöd för ett ekonomiskt utfall som är i linje med dess mandat och, inte minst viktigt, upprätthåller dess trovärdighet. Mot denna bakgrund lägger Riksbanken, liksom många andra centralbanker, betydande resurser på en mängd olika statistikmetoder och datakällor.

I det här avseendet bör Riksbanken lovordas för att den gör det så mycket lättare att fortlöpande och snabbt bedöma prognosresultatet. Den gör det på två sätt. För det första publicerar Riksbanken den ekonomiska prognos som ligger till grund för direktionens policydiskussioner, inklusive styrräntebanan för prognosen i fråga. Eftersom inflationen nästan alltid återgår till en punkt nära målet i centralbanksprognoser som är betingade på en endogen styrräntebana, inbegripet banor för penningpolitiska åtgärder, är det mycket viktigt att tolka hur en centralbank ser på det underliggande inflationstrycket. Det är endast ett fåtal centralbanker – däribland Norges Bank och Reserve Bank of New Zealand – som gör på liknande sätt, medan andra publicerar prognoser om räntebanor som är förenliga med marknadsförväntningarna. För det andra publicerar Riksbanken på sin webbplats en fullständig uppsättning projektioner och utfall för viktiga variabler som BNP-tillväxt, inflation och räntor. En sådan

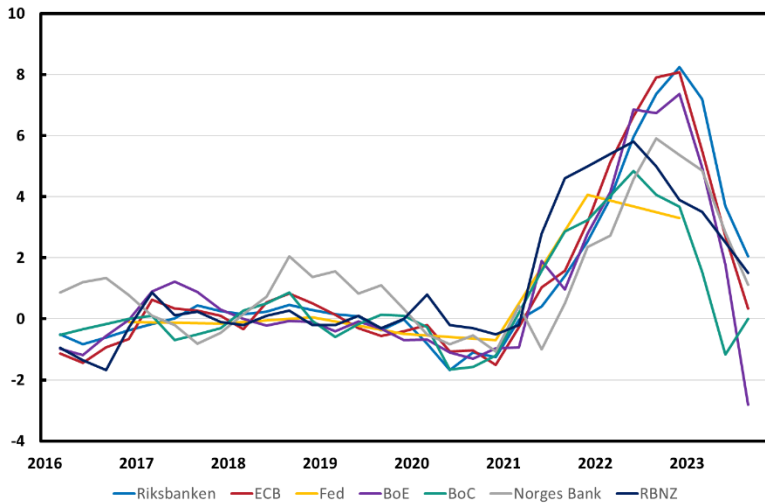
transparens hjälper de finansiella marknaderna och andra viktiga ekonomiska aktörer att bättre förstå Riksbankens beslut och att få en väl underbyggd bild av ekonomins sannolika framtida bana.

6.1 Drivande faktorer för inflationen efter covid

Den svenska inflationen var relativt stabil under bedömningsperiodens första hälft (2015–2019) och ekonomin utsattes inte för några stora, oväntade chocker. Under sådana förutsättningar är det ofta enklare att göra prognoser och det kommer därför inte som någon överraskning att Riksbankens prognosfel var små under denna lugna period. Det var liknande stabila förhållanden i många andra länder, och andra jämförbara centralbanker hade också hög träffsäkerhet i sina prognoser (Bernanke (2024), Sveriges riksbank (2023e)). De mindre prognosfelen under den här perioden bidrog till att upprätthålla Riksbankens trovärdighet.

Efter covid-19-pandemins start sköt dock centralbankernas prognosfel i höjden, särskilt under den period då inflationen var som högst 2022 (se figur 20). Störningar på utbudssidan anses allmänt vara den främsta orsaken till den plötsliga inflationsuppgången i Sverige och andra utvecklade ekonomier. I Riksbankens egen analys framhålls att KPIF-inflationen drevs upp av kraftigt stigande energi- och livsmedelspriser i kombination med kvardröjande utbudsflaskhalsar efter pandemin och en förändrad konsumtion från tjänster till varor. Effekterna av Rysslands invasion av Ukraina i februari 2022 bara ökade detta tryck (Sveriges riksbank (2023e), Löf och Stockhammar (2024)).

Det går inte att direkt observera källorna till förändringar i inflationen eftersom de i slutänden beror på den ekonomiska strukturen, och chocker av olika ursprung överförs till ekonomin via många olika kanaler. Riksbanken har dock tillgång till modeller av ekonomin som gör det lättare att förstå källorna till förändringar i inflationen i efterhand (utöver att dessa modeller är viktiga för att prognostisera inflation och utforma den penningpolitiska responsen). Vid en dekomponering av källorna till inflationsuppgången i Sverige utifrån Riksbankens MAJA-modell hänförs merparten av den *överraskande* inflationen till externa kostnadschocker, såsom energi, produktivitetsstörningar och högre prispåslag. Enligt denna modell bidrog det inhemska efterfrågetrycket i mycket liten utsträckning (Sveriges riksbank (2023e), Sveriges riksbank (2024b)).

Figur 20: Prognosfel för inflation ett år framåt

Anm.: Procentenheter. Figuren är reproducerad från Bernanke (2024), figur 4. Dessa data har vänligen tillhandahållits av Bank of England.

Källa: Bernanke (2024).

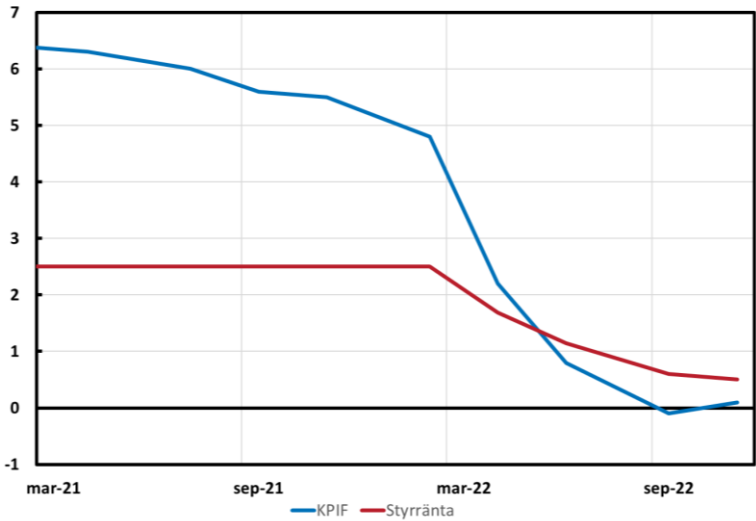
Riksbankens forskare fann också att svenska företag överförde externa kostnadsökningar snabbare och oftare än de tidigare hade gjort. Mikrodata och Riksbankens företagsundersökning indikerar att företag justerade sina priser med kortare eftersläpning än tidigare och att den genomsnittliga storleken på prisändringen generellt sett låg på en stabil nivå. Detta tyder på att det fanns en starkare önskan om att skydda sina marginaler i en osäker miljö (Klein, Strömberg och Tysklind (2024), Ewertzh, Klein och Tysklind (2022), Sveriges riksbank (2022e)). Detta snabbare genomslag innebar att de externa kostnadschockerna påverkade den svenska inflationen tidigare än förut, vilket ekonomiska modeller skulle ha haft svårt att fånga upp på förhand. Källorna till de överraskande förändringarna i inflationen är inte unika för Sverige. Internationell evidens stöder denna tolkning. Bernanke och Blanchard (2024) drar slutsatsen att inflationen i utvecklade ekonomier under pandemiperioden främst drevs av utbudsschocker, framför allt i energi- och varupriser, snarare än av löne-prisspiraler.

6.2 Källor till prognosfel för inflationen 2022

Omfattningen av Riksbankens prognosmissar under 2021–2022 åskådliggörs i tre figurer. Figur 21 visar prognosfel för KPIF-inflationen parallellt med räntebanan. I de följande prognoserna under 2021 och början av 2022 förväntades inflationen ligga kvar i närheten av en procent och friktionsfritt återgå till målet, även när styrräntan beräknades ligga kvar på noll en bra bit in på 2024. Vid mötet den 9 februari 2022 visade senaste data att KPIF-inflationen hade uppgått till 4,1 procent, men att kärninflationen (CPIF_xe) bara var 1,7 procent (december 2021). Direktionen beskrev därför inflationstrycket som måttligt

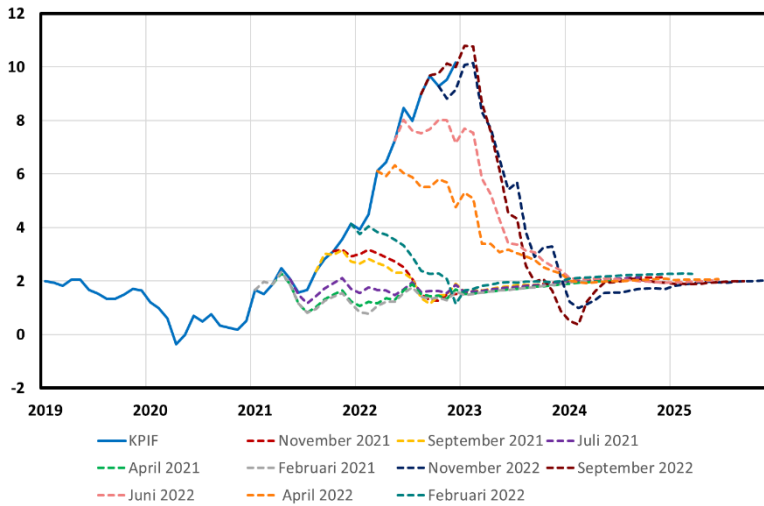
och såg inga tecken på en bred uppgång av inflationstrycket (Sveriges riksbank (2022b)).

Figur 21: Riksbankens prognosfel för KPIF-inflationen och styrräntan



Anm.: Procentenheter. Linjerna avser prognoser för 2022 års genomsnitt för inflationen och styrräntan i Riksbankens publicerade prognoser 2021 och 2022. Så avser till exempel det första värdet i varje tidsserie prognosfelet i prognosen från februari 2021, då KPIF-inflationen 2022 underskattades med strax över sex procentenheter.
Källa: Reproducerad från Sveriges riksbank (2023e).

Vid det penningpolitiska mötet i april låg dock KPIF-inflationen mer än 6 procent över (februari 2022, vilket var den senast tillgängliga observationen). Direktionen höjde styrräntan och gjorde en kraftig revidering av prognosbanorna för både inflationen och styrräntan. Denna höjning var till stor del väntad av marknadsaktörerna med tanke på kommunikationen fram till detta beslut. Kursändringen visar dock hur de största överraskningarna materialiserades mellan februari och april 2022 när energi-, livsmedels- och varupriserna sköt i höjden och de globala kostnadschockerna snabbt fick genomslag i de svenska konsumentpriserna. Externa bedömare har senare konstaterat att Riksbanken var relativt långsam med att inse hur snabbt det internationella inflationstrycket skulle sprida sig till Sverige, även när andra jämförbara centralbanker som Bank of England redan hade börjat strama åt sin politik, se figur 19. Vi instämmer med Hassler, Krusell och Seim (2023) om att detta bidrog till prognosfelens omfattning, samtidigt som det ska sägas att dessa chocker var exceptionellt svåra att förutse.

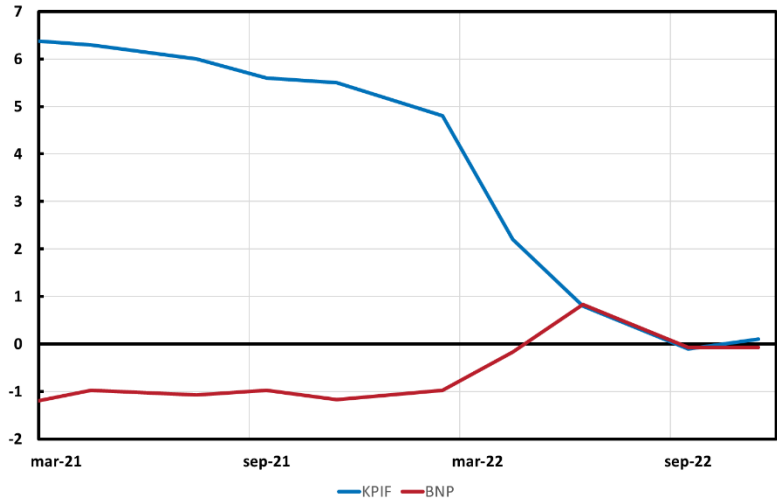
Figur 22: KPIF-inflationen och Riksbankens prognoser under 2021 och 2022

Anm.: Procent. De streckade linjerna anger olika prognoser för KPIF-inflationen.
Källa: Sveriges riksbank.

Från början av 2021 till början av 2022 prognostiserade Riksbanken upprepade gånger att inflationen snabbt skulle återgå till målet, medan den faktiska inflationen fortsatte att stiga (figur 22). Det var inte förrän en bra bit in på 2022 som prognoserna började återspegla att inflationsuppgången var ihållande.

I figur 23 jämförs prognosfel för BNP-tillväxt och KPIF-inflation. Asymmetrin är slående: BNP-tillväxten 2022 kom in omkring en procentenhet under prognosen, vilket återspeglade en blygsam överoptimism, medan inflationen låg över prognosen med betydligt större marginal. I Riksbankens egen utvärdering konstateras en stark negativ korrelation på omkring $-0,9$ mellan BNP och prognosfelen för inflation. Detta stärker bilden av att inflationsöverskottningarna inte var efterfrågedrivna, utan snarare berodde på globala utbudschocker och cost-push-dynamik (Löf och Stockhammar (2024)).

Figur 23: Riksbankens prognosfel för KPIF-inflationen och BNP-tillväxten



Anm.: Linjerna avser prognoser för 2022 årsgenomsnitt för inflationen och tillväxten i Riksbankens publicerade prognoser 2021 och 2022. Så avser till exempel det första värdet i varje tidsserie prognosfelet i prognosen från februari 2021, då KPIF-inflationen 2022 underskattades med strax över sex procentenheter, medan BNP-tillväxten överskattades med strax över en procentenhet.
Källa: Reproducerad från Sveriges riksbank (2023e).

Under 2022 låg KPIF-inflationen på i genomsnitt 7,7 procent, och prognosfelet uppgick till mer än sex procentenheter. Det faktum att inflationen främst drevs av externa utbudshocker förklarar inte i sig varför prognosfelet var så stora. Den främsta källan till prognosfel, och antagligen en viktig anledning till att Riksbanken började höja styrräntan först i april 2022, är att beslutsfattarna i ett tidigt skede bedömde att inflationsuppgången knappast skulle hålla i sig och att inflationschockerna inte var tillräckligt starka för att kräva en penningpolitisk korrigering. Liksom många andra centralbanker bedömde Riksbanken att de globala utbudsstörningarna och energipristopporna snabbt skulle försvinna, helt i linje med historiska erfarenheter från tiden före pandemin, och att det därför inte krävdes någon ränterespons.

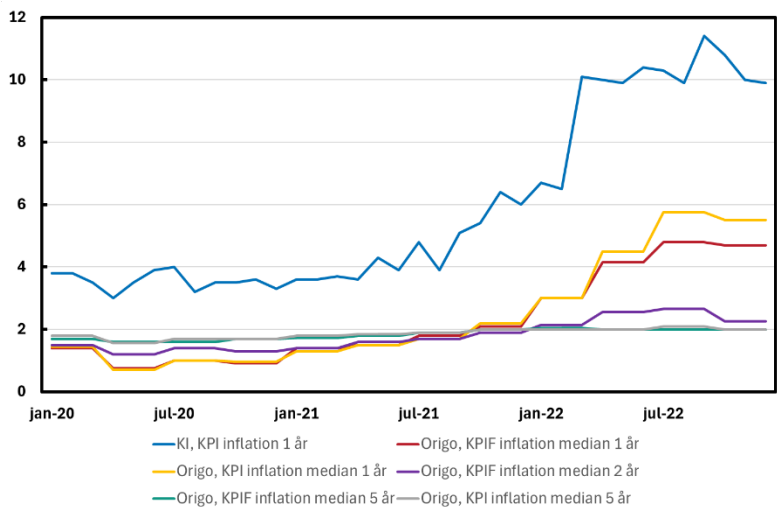
Detta förklarar varför prognoserna fortsatte att visa en KPIF-inflation som låg nära 1 procent och friktionsfritt återgick till målet, även när inflationen vek av betydligt högre. Så sent som i februari 2022 beskrev direktionen inflationstrycket som ”måttligt” fastän den faktiska inflationen redan hade uppnått 4 procent. I april visade senaste data att KPIF låg över 6 procent och Riksbanken tvingades då göra en kraftig prognosrevidering och sin första räntehöjning under cykeln. Hassler, Krusell och Seim (2023) hävdar att denna felaktiga bedömning återspeglade en alltför stark tilltro till den historiska erfarenheten att utbudshockerna snabbt skulle försvinna.

Det ska dock nämnas att Riksbankens inflationsprognoser inte avvek från de enkätbaserade måtten på inflationsförväntningar. Figur 24 visar ett antal sådana mått för en tidshorisont på antingen ett, två eller fem år och för antingen kärninflation (KPIF) eller för total inflation. Dessa mått, som härleds från

enkäter med konsumenter eller penningmarknadsaktörer, visar att inflationsförväntningarna för en tidshorisont på två eller fem år var mycket stabila fram till början av 2022. Det enda undantaget är måttet på inflationsförväntningar ett år framåt, baserat på konsumentenkatdata som har tagits fram av Konjunkturinstitutet. Detta mått börjar stiga successivt från april 2021 och mer signifikant under hösten 2021. Givet att detta mått på förväntad inflation inte är väl förankrat i den faktiska KPIF-inflationen är det begripligt att beslutsfattarna kan ha haft mindre förtroende för det. Generellt sett verkar det inte ha varit någon större skillnad mellan Riksbankens inflationsprognoser och de enkätbaserade måtten före början av 2022. I början av 2022 började dock samtliga dessa mått röra sig uppåt, vilket kunde ha utgjort viss grund för att höja räntan i februari 2022 i stället för i april 2022 som man faktiskt gjorde.

Vad gäller covid-19 skulle de penningpolitiska besluten ha varit mer välgrundade om de globala kostnadschockernas inverkan på inflationen hade beaktats mer ingående. Givet den extrema osäkerheten verkar det ha funnits ett inslag av fenomenet "fighting the last war", dvs. att man tillämpade tidigare erfarenheter för aktuella problem. Efter den långa perioden före pandemin då man hade en inflation under målet förefaller Riksbanken ha lagt större vikt vid inflationens nedåtrisker än vid möjligheten att inflationen skulle kunna hamna högt över målet. Detta var inte Riksbanken ensam om. Som framgår av figur 25 var prognosfelen ovanligt stora i praktiskt taget alla utvecklade ekonomier under den här perioden, vilket vittnar både om chockernas exceptionella karaktär och begränsningarna med befintliga prognosmodeller. Dessa slutsatser är i linje med mer omfattande postpandemiska internationella analyser där oväntade utbudsflaskhalsar och kraftiga höjningar av råvarupriserna framhålls som de dominerande drivande faktorerna för prognosfel (till exempel Bernanke och Blanchard (2024), Australian Treasury (2023) och English, Forbes och Ubide (2024)).

Figur 24: Enkätbaserade inflationsförväntningar 2020–2022

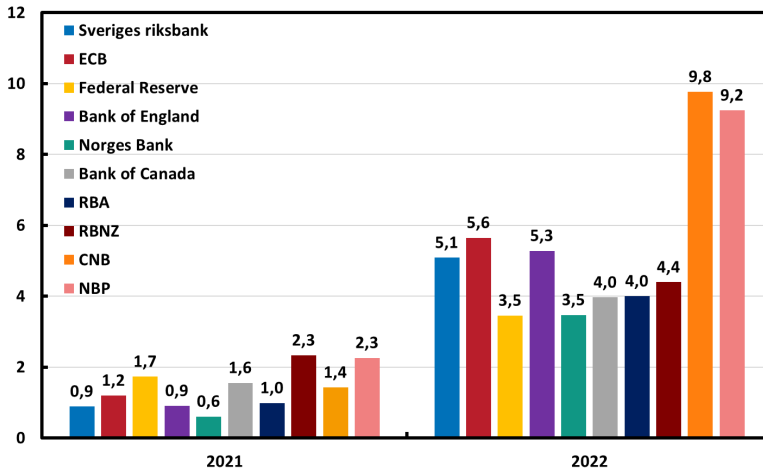


Anm.: ”KI, KPI-inflation 1 år” avser konsumentenkäter, Konjunkturinstitutet (KI), inflation, samtliga konsumenter, förväntad inflation 12 månader framåt, exklusive extrema värden (ny metod). ”Origo, KPIF-inflation median 1 år” avser Origo Group, inflationsförväntningar KPIF, penningmarknadsaktörer, 1 år, medianmått. ”Origo, inflation median 1 år” avser Origo Group, inflationsförväntningar, penningmarknadsaktörer, 1 år, medianmått. Övriga mått är motsvarande enkätbaserade mått med tidshorisonter på två respektive fem år.
Källor: Riksbanken och Origo.

6.3 Modeller som används för prognostisering

De stora prognosfelen under 2022 visar att ingen modell är perfekt och att prognosmissar utgör en möjlighet att förstå var verktygen brister. Liksom många centralbanker förlitar sig Riksbanken inte till en modell, utan kombinerar i stället tre huvudsakliga tillvägagångssätt: kortfristiga nowcasting-modeller, prognosmodeller såsom Riksbankens DSGE-ramverk MAJA och en rad modeller i reducerad form (till exempel BVAR) samt en kompletterande scenarioanalys för att undersöka osäkerhet. Varje tillvägagångssätt förstärks med en bedömning som görs av medarbetare och direktionen. Under perioden 2020–2024 sattes dessa tillvägagångssätt på särskilt hårt prov.

Figur 25: Internationell jämförelse av genomsnittliga medelkvadratfel för inflationsprognoser under 2021 och 2022



Anm.: Roten ur medelkvadratfelen (RMSEs) beräknas på de prognoser som har gjorts under 2020, 2021 och 2022 för den genomsnittliga inflationen under 2021 och 2022.

Källa: Håkanson och Laséen (2024).

6.3.1 Nowcasting

I andra bedömningar av centralbanker har det konstaterats att statistiska modeller generellt sett inte klarade att förutse vändpunkter under pandemin, särskilt inte när dessa modeller estimeras med data för perioder som i hög grad skiljer sig från de rådande omständigheterna (Furman (2022)). I Riksbankens egen prognosutvärdering bekräftades också att det tog alltför lång tid innan dess kortfristiga verktyg återspeglade kraftiga utbudschocker och ekonomiska skiftens påverkan (Sveriges riksbank (2023e)).

Riksbanken använder sig av kortfristiga prognos- och nowcasting-modeller för att följa utvecklingen i närtid av ekonomiska variabler som BNP, inflation och arbetsmarknad. Sådana modeller för nowcasting (eller prognostisering på kort sikt) kompenserar för det faktum att beslutsfattare ofta inte har exakta data om de *rådande* ekonomiska omständigheterna. Detta beror på att det förekommer fördröjningar i datainsamlingen från en mängd olika källor när man ska generera exakt information om viktiga aktuella variabler som rådande inflation, sysselsättning eller aggregerad BNP. För att åtgärda detta använder nowcasting statistisk analys för att få fram realtidsmått på sådana variabler genom att utnyttja att det kan finnas en mängd rådande (eller mycket aktuella), men brusiga mått på inflation, sysselsättning osv. som kan kombineras för att få fram estimat för underliggande variabler av intresse. Den här typen av modeller har vanligtvis en fördel i förhållande till traditionella ledande indikatormodeller eftersom de omfattar högre frekventa indikatorer, som ofta är i "realtid", till exempel detaljhandelsförsäljning, industriproduktion, företagsundersökningar och finansiella variabler.

Eftersom de modellerna utgår från historiska mönster presterade de tyvärr dåligt under covid-19 när vanliga indikatorrelationer inte fungerade i och med nedstängningar, störningar i utbudskedjor och snabbt förändrade konsumtionsmönster. Detta innebär att även kortsiktiga prognosfel (en till tre månader framåt), som tidigare hade varit relativt blygsamma, blev betydligt större under 2022 (Sveriges riksbank (2023e)). Ett undantag under covid var NY Feds Weekly Economic Index (WEI), som följde den reala aktiviteten i USA förvånansvärt väl under pandemins tidiga fas (Lewis, Mertens och Stock (2021)). Indexet var dock betydligt mindre korrekt under de följande åren.²⁸

Erfarenheter från andra håll tyder också på att nowcasting-modeller kan vara användbara och värda att satsa mer på. ECB har till exempel nyligen utvecklat en verktygslåda för strukturerad nowcasting som omfattar robusthetskontroller för covid-19-anomalier, inklusive specialhantering av outliers och datastörningar (Europeiska centralbanken (2024)). Cleveland Feds ramverk för daglig nowcasting av inflationen visade sig också prestera bättre än professionella prognosmakare under pandemiperioden och ge mer korrekta realtidssignaler i fråga om KPI- och PCE-inflation (Knotek och Zaman (2023)).

6.3.2 MAJA och andra modeller

Riksbankens huvudsakliga prognosverktyg för medellång till lång sikt är dess dynamiska stokastiska allmänna jämviktsmodell (DSGE) MAJA ("modell för allmän jämviktsanalys"). MAJA är en tvåregionsmodell som beskriver den svenska ekonomin och dess interaktion med viktiga handelspartner, främst euroområdet och USA (Corbo och Strid (2020)). MAJA har ett antal viktiga egenskaper som visar på dess styrkor som prognosverktyg.

En viktig styrka med MAJA är att det tillhandahåller ett samlat ramverk för att förstå den generella ekonomiska utvecklingen i Sverige, prognostisera ekonomins framtida bana samt utföra normativa och positiva policyanalyser. Det är därför ett verktyg som kan bistå Riksbanken med att prognostisera inflationen samt utvecklingsbanorna för allmän aktivitet och arbetsmarknaden. Det kan också hjälpa Riksbanken att förstå hur förändringar i penningpolitiken sannolikt kommer att påverka ekonomin och i vilken omfattning som penningpolitiska interventioner behöver vidtas. En annan viktig styrka är att MAJA omfattar en sofistikerad modellering av ekonomin som har anpassats så att den omfattar den svenska ekonomins särdrag som diskuteras i 2.1.5. Sverige har modellerats som en liten, öppen ekonomi som är integrerad med omvärlden genom handel med varor och finansiella tillgångar, och fackföreningarnas betydelsefulla roll för lönebildningen har beaktats. MAJA omfattar även detaljerade mekanismer varigenom olika efterfråge- och utbudsfaktorer påverkar inflationsdynamiken, inklusive energins särskilda betydelse. MAJA är i så måtto en av de mer konsistenta och sofistikerade DSGE-modeller som central-

²⁸ Denna observation bygger på allmänt tillgängliga WEI-data för 2021–2022 då indexet avvek märkbart från den kvartalsvisa BNP-tillväxten. Data och dokumentation finns på: <https://www.dallasfed.org/research/wei>.

bankerna använder. MAJA:s statistiska underbyggnad är dessutom mycket rigorös, vilket ger en hög trovärdighet för policyanalys.

Som alla ekonomiska modeller är MAJA inte perfekt. På den strukturella sidan lägger inte MAJA så mycket vikt vid bostäder, även om detta har varit ett viktigt övervägande vid Riksbankens överläggningar. MAJA lägger också lite vikt vid finanspolitik. Det finanspolitiska ramverket är en viktig aspekt av den svenska makroekonomiska miljön, och med tanke på den offentliga sektorns storlek i Sverige samt beskattningsnivån och beskattningsstrukturen är finanspolitiska aspekter viktiga för den makroekonomiska utvecklingen, inbegripet inflationsdynamiken. Givet förändringar i det finanspolitiska ramverket kan man lätt inse att finanspolitiken kommer att bli en ännu viktigare faktor i den svenska ekonomin. Vi anser att detta är frågor som bör tas upp i framtida utbyggnader av MAJA.

En annan brist är att MAJA har utformats för att tillhandahålla ett rigoröst ramverk för förståelsen av fluktuationer i ekonomin när det gäller ”små” chocker och under ”normala tider”. Den första av dessa aspekter beror på MAJA:s komplexitet som gör att Riksbanken måste använda vissa beräkningsmetoder som endast fungerar på små chocker för ekonomin. När det gäller stora chocker, till exempel covid-19, kan MAJA vara mindre väl lämpad för förståelsen av viktiga anpassningskanaler. Detta är ett problem som är svårt att åtgärda och Riksbanken är också väl medveten om problemet. Eftersom MAJA är anpassad efter historiska data innebär det också att modellen har inriktats på att förklara ekonomiska omständigheter som har observerats i det förflutna. Detta betyder att MAJA sannolikt inte riktigt kan redovisa ovanliga omständigheter som sällan har observerats i data.

Dessa båda sistnämnda aspekter har betydelse för den förmåga som MAJA, liksom andra centralbankers DSGE-modeller, har att ge korrekta prognoser vid stora och ovanliga chocker av det slag som påverkade ekonomin under covid-19-pandemin och dess efterdyningar. Beräkningsaspekterna innebär att MAJA presenterar en symmetrisk och linjär respons på chocker omkring ett ”jämviktstillstånd”, som man kan tänka på som det ekonomiska tillstånd som skulle observeras på lång sikt om ekonomin inte utsattes för några chocker. Det innebär också att MAJA bygger på ett underliggande antagande om att ekonomin förutspås återgå till detta tillstånd över tid. De inflationsprognoser som MAJA tar fram har därför en mean reversion-tendens, dvs. de tenderar att återgå till ett genomsnittligt värde över tid.

Något som är relaterat till detta är att prisbildningen i MAJA modelleras med ett ramverk där prisändringarna har fast frekvens, oberoende av den ekonomiska miljön.²⁹ Detta ramverk är mycket lättarbetat (utöver att det är internt konsistent) och användbart för att analysera räntepolicyn under normala förhållanden (dvs. när det förekommer små chocker, som under perioden 2015–

²⁹ MAJA följer ett Calvo-ramverk där endast en fast andel av företagen tillåts ändra priserna under en viss period. Detta är ett smidigt sätt att generera trögörsliga priser, men tillåter inte att prisjusteringsfrekvensen varierar med omständigheterna (till exempel att företag höjer priserna oftare i en höginflationsregim).

2019 då prognosfelen var små). När ekonomin däremot drabbas av stora chocker medför det också begränsningar för förmågan att förstå dynamiken, särskilt om icke-linjäriteterna blir relevanta, till exempel genom underliggande beteendeförändringar som respons på chockerna.

Dessa överväganden har betydelse när man överväger källorna till prognosfelen under inflationsperioden 2021–2022. Exempelvis:

- Under 2021–2022 började de svenska företagen justera priserna betydligt oftare än de tidigare hade gjort, efterhand som kostnadstrycket från energi och import kraftigt ökade. Som tidigare har diskuterats bidrog denna beteendeförändring i hög grad till det snabba genomslaget i konsumentpriserna (Klein, Strömberg och Tysklind (2024)). MAJA kan emellertid inte fånga upp en sådan förändring eftersom modellen utgår från att prisändringar sker med konstant frekvens.
- Den icke-linjära dynamiken i växelkursens genomslag i inflationen var viktig med tanke på den realiserade inflationsimpulsen i samband med krondeprecieringen 2022. Aktuella belägg tyder på att växelkursens genomslag i Sverige är nästan tre gånger större i höginflationsregimer (17,4 procent) än i låginflationsregimer (6,9 procent) (Linderoth och Meuller (2024)). I MAJA är växelkursens genomslag linjärt.
- Betydelsen av internationell råvaruprisdynamik och produktivtetschocker artikuleras inte fullt ut i MAJA, och båda dessa faktorer var centrala för den kraftiga inflationsuppgången (Löf och Stockhammar (2024)).

Slutligen utgår DSGE-litteraturen generellt sett från antagandet att inflationsförväntningarna är förankrade. Under den senaste inflationsepisoden fanns det allvarliga farhågor om avankring – farhågor som är svåra att fånga med enkla modeller.

De här identifierade begränsningarna gäller inte bara MAJA. De återspeglar bredare farhågor om DSGE-baserade policyramverk. Leeper (2003) varnade för att sådana modeller riskerar att framstå som mer robusta än de egentligen är eftersom de inte omfattar ett flertal jämvikter, inlärning eller strukturell osäkerhet. Iversen, Laséen, Lundvall och Söderström (2016) fann också att de DSGE-modeller som Riksbanken använde underpresterade under strukturella brott och att modellresultaten ibland dominerades av beslutsfattarnas kompletterande bedömning.

En styrka med MAJA är dock att modellen ger Riksbanken ett strukturerat och konsekvent sätt att tänka kring den svenska ekonomin som kan användas för policyanalys och prognostisering under normala omständigheter.

Som komplement till MAJA använder Riksbanken statistikverktyg som bayesianska VAR-modeller för att tillhandahålla datadrivna perspektiv och robusthetskontroller. Även om sådana modeller är användbara under normala förhållanden och till och med kan presteras bättre än DSGE-modeller i en stabil miljö, hade även de en del brister under den aktuella perioden. Framför allt verkade det som om de bedömningar som användes som komplement till

modellerna ofta försämrade prognosens träffsäkerhet när ekonomin drabbades av strukturella chocker.

6.3.3 Scenarioanalys och bedömning

Till Riksbankens förtjänst kan sägas att den använde scenarioanalys mer än många andra jämförbara centralbanker. Riksbanken återinförde regelbundna alternativa scenarier för inflation och räntor parallellt med sin grundprognos 2023, efter en period när sådana scenarier bara användes ad hoc.³⁰ I de utforskade scenarierna beaktades dock inte negativa eller icke-linjära alternativ i tillräcklig grad. De undersökte till exempel inte möjligheten att globala utbudschocker och energistörningar skulle bestå i flera år eller att företagens prisbildningsbeteende skulle förändras väsentligt (Sveriges riksbank (2023e)).

Under beslutsprocessen lades dessutom stor tonvikt på diskussionerna om grundscenariot och relativt sett mindre tid ägnades åt att beakta risker och alternativa scenarier (som under senare tid har en framskjuten plats i Riksbankens kommunikation). Detta är i linje med Bernankes slutsats att centralbanker i allmänhet var alltför fästa vid sitt grundscenario, vilket gjorde att de var dåligt förberedda för svansrisker (Bernanke (2024)).

6.4 Sammanfattning

När inflationen började stiga 2021 efter covid-19-pandemin var de penningpolitiska beslutsfattarna – däribland Riksbanken – tveksamma till att höja styrräntan. Den penningpolitiska inriktningen anpassades inte till den nya ekonomiska verkligheten förrän en bra bit in på 2022 – när inflationen redan hade stigit rejält. Denna tvekan återspeglade en övertygelse om att den inledande inflationsuppgången under 2021 var tillfällig. Även om denna uppfattning avspeglades i bristfälliga inflationsprognoser, motsades den inte i någon större omfattning av de enkätbaserade måtten på inflation.

Vid den kraftiga inflationsuppgången i slutet av 2021 och i början av 2022 beslutade Riksbanken slutligen att strama åt penningpolitiken. Med facit i hand kan man hävda att åtstramningen borde ha gjorts lite tidigare – till exempel i februari 2022 – snarare än i april 2022. Det ska dock också sägas att pandemin orsakade stor osäkerhet. I det sammanhanget kan man förstå att Riksbanken var tveksam till att strama åt penningpolitiken alltför tidigt och bedömde att risken för att den ekonomiska återhämtningen kom av sig var större än risken att inflationen hamnade över målet.

Givet denna erfarenhet bör Riksbanken arbeta för att vässa sina olika prognosverktyg, inbegripet nowcasting-modellerna. Alltfler realtidsdata blir tillgängliga från många källor och detta bör Riksbanken kunna utnyttja. Det ska

³⁰ Riksbanken började först att publicera alternativa scenarier 2007, gjorde några uppehåll eller använde dem ad hoc under det följande decenniet och har från och med april 2023 återigen inkluderat flera olika banor för inflation, BNP och styrräntan i varje *penningpolitisk rapport* (Bremann och Seim (2025)).

dock sägas att Riksbanken bör lovordas för sina många olika prognosmetoder och för sin användning av scenarioanalys. Riksbanken är sannerligen en förebild för många andra centralbanker. Vi uppmuntrar Riksbanken att utforska denna kapacitet ytterligare.

7 Den penning- och finanspolitiska mixen

Så här långt har vi bedömt Riksbankens prestation separat, men de penning- och finanspolitiska åtgärderna hänger nära samman. Penningpolitiska val får finanspolitiska konsekvenser. Åtgärder som påverkar räntekurvan, den ekonomiska tillväxten och inflationen påverkar också räntekostnaderna, statsskuldens reala värde och skuldkvoten. De ömsesidiga beroendeförhållandena gäller även åt andra hållet. När den svenska regeringen har ett större eller mindre budgetunderskott kan det inverka på inflationen genom att det påverkar den privata sektorns förmögenhet, konsumtionen och kronans växelkurs. Skattepolitik, regelverk och strukturella reformer påverkar den potentiella produktionen. Som diskuterades i föregående avsnitt får också Riksbankens policyval konsekvenser för dess balansräkning. Sådana balansräkningseffekter konsolideras i slutänden med den offentliga budgeten.

Detta samspel innebär avvägningar och ibland begränsningar för Riksbankens inflationsmålspolitik. Ett tydligt historiskt exempel som diskuterades i avsnitt 2 var hur penning- och finanspolitiken kolliderade efter andra världskriget när Riksbanken försökte stabilisera inflationen, medan regeringen prioriterade låga räntor för att hantera lånekostnaderna. Detta är ett skolboks-exempel på hur en centralbank kan vara institutionellt oberoende i sin räntesättning, men ändå inte har självständig kontroll över inflationen. Utfallet beror på den gemensamma utformningen av penning- och finanspolitiska ramverk.

7.1 Teorin om finans- och penningpolitisk dominans

För att klargöra det ömsesidiga beroendet mellan finans- och penningpolitik kan det vara till hjälp att gå tillbaka till den klassiska teoretiska distinktion som Sargent och Wallace (1981) gjorde mellan *penningpolitisk dominans* och *finanspolitisk dominans*. Vid penningpolitisk dominans upprätthåller centralbanken prisstabilitet självständigt, medan de finanspolitiska myndigheterna fastställer skatter och utgifter som ska ge solvens på lång sikt. Vid finanspolitisk dominans är det de finanspolitiska myndigheterna som dikterar underskott och emission av skuldförbindelser, medan det är upp till penningpolitiken att generera de inflationsintäkter som behövs för att säkerställa solvens.

Detta ramverk omformulerades sedan till ”*aktiv*” och ”*passiv*” politik av Leeper (1991). En aktiv finanspolitisk myndighet följer sina mål oberoende av statsbudgetens begränsningar. En passiv finanspolitisk myndighet anpassar i stället underskottet för att säkerställa den offentliga sektorns solvens. En aktiv penningpolitik innebär att centralbanken har skarpt fokus på att stabilisera inflationen och reagera aggressivt på avvikelser från inflationsmålet. En passiv penningpolitik uppstår när den penningpolitiska myndigheten har mindre

fokus på att stabilisera inflationen. I enkla miljöer med ricardiansk ekvivalens³¹ förutsätter ”väldefinierade” makroekonomiska utfall att det finns en aktiv och en passiv myndighet: antingen en aktiv penningpolitisk myndighet med en passiv finanspolitisk myndighet (penningpolitisk dominans) eller det omvända (finanspolitisk dominans). Mycket tänkande inom samtida makroekonomi utgår från antagandet om penningpolitisk dominans där inflationen – i enkla miljöer – isoleras från finanspolitiska underskott. I vanligare miljöer utan ricardiansk ekvivalens (när statens skuldsättning har en direkt påverkan på hushållens konsumtion), är distinktionen mellan aktiv och passiv politik mindre tydlig och inflationen kan inte isoleras helt från underskottet. Även i sådana fall tenderar dock inflationsdynamiken att stabiliseras genom ett starkare inflationsfokus hos centralbanken och en starkare respons från det primära underskottet till statsskulden, se Rachel och Ravn (2025).

Här är det viktigt att framhålla att penningpolitisk dominans inte bara förutsätter att centralbanken är aktiv, utan även att de finanspolitiska myndigheterna följer regler eller praxis som säkerställer solvens. Utan en sådan finanspolitisk praxis kan inte ens en oberoende och aktiv centralbank säkerställa varaktig prisstabilitet, eftersom finanspolitiska obalanser till slut kommer att ta överhanden. Även om centralbanken kan följa ett oberoende inflationsmål till att börja med, tvingar statens intertemporära budgetrestriktion fram en slutlig penningpolitisk ackommodering av finanspolitiska obalanser. I praktiken övergår en sådan konstellation normalt i finanspolitisk dominans, vilket framhålls i Sargent och Wallace (1981).

Av dessa skäl anses det i dag normalt vara bättre att centralbanken fokuserar stadigt på inflationsmålet, medan regeringen håller ordning på finanserna genom att följa tydliga regler om till exempel utgiftstak eller skuldsättningsmål. Detta bidrar till att förankra den privata sektorns inflationsförväntningar och förhindrar att överraskande ökningar av statens upplåning undergräver penningpolitiken.³²

7.2 Det svenska fallet

Verkligheten är självklart mer komplicerad än de mest sofistikerade makroekonomiska teorier, och regimer kan förändras över tid. Kontrasten mellan penning- och finanspolitisk dominans är dock fortfarande informativ för den makroekonomiska politikens utformning och genomförande. Som diskuteras i avsnitt 2 ställdes Sverige inte bara inför utmaningar med finanspolitisk dominans efter andra världskriget, utan hade också stora svårigheter att väga penningpolitisk och finansiell stabilitet mot de finanspolitiska behoven under den period som ledde fram till krisen i början av 1990-talet.

³¹ Ricardiansk ekvivalens avser situationen när statsskuld inte betraktas som förmögenhet av den privata sektorn.

³² Det svenska ramverket kännetecknas av användningen av explicita mål, medan ekonomisk teori ofta går längre och beaktar regler för hur policyinstrument ska justeras när utfallen avviker från målen. Leeper (2018) diskuterar det svenska ramverket i viss detalj.

Den institutionella utformningen efter krisen 1992 ledde till att det infördes en rätt ren version av penningpolitisk dominans, där Riksbanken ska följa ett inflationsmål på 2 procent och finanspolitiken ska följa ett antal strikta mål och begränsningar. I linje med detta visar evidens att de svenska penningpolitiska beslutsfattarna har reagerat kraftfullt på inflationsavvikelser från målet (till exempel Corbo och Strid (2020)). Finanspolitiskt sett omfattar de statsfinansiella reglerna under den period som är relevant för denna utvärdering ett överskottsmål för den offentliga sektorns nettoutlåning (budgetlagen (2011:203)), ett utgiftstak för staten och ett skuldankare på 35 procent som infördes 2019. Dessa begränsningar utgör en finanspolitisk möjlighet att justera underskott när statsskulden avviker från målet.

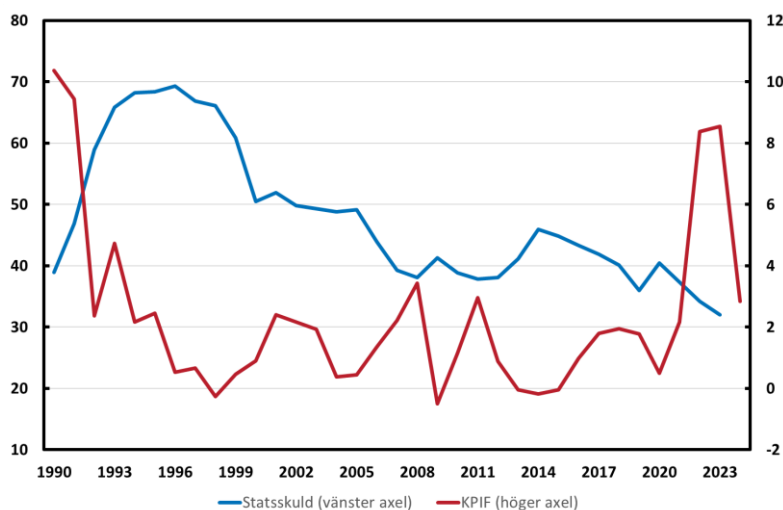
I november 2025 godkände riksdagen en reform om att överskottsmålet skulle ersättas med ett allmänt balansmål från och med 2027, medan utgiftstaket och skuldankaret lämnades oförändrade. Den flexibla inflationsmålsregim som fastställs i *riksbankslagen* (SFS (2022:1568)) signalerar också att det är en mindre strikt inflationsmålsregim för Riksbanken. Sammantaget tyder denna utveckling på att det blir en mindre extrem version av penningpolitisk dominans i Sverige. Vi anser dock inte att den senaste tidens reformer väcker några starka farhågor om det övergripande svenska penningpolitiska ramverket, såvida det inte kommer ytterligare reformer av det finanspolitiska ramverket som tillåter stora ofinansierade underskott.

En regim med penningpolitisk dominans har två fördelar. För det första innebär det normalt att Riksbanken tillåts väga inflationstrycket mot farhågor gällande den aggregerade aktiviteten (eller sysselsättningsläget). Exakt hur denna balans uppnås beror på de inflationsdrivande händelserna och tillståndet i den svenska ekonomin. I slutänden är det Riksbanken som fattar det slutgiltiga beslutet om hur de ska vägas mot varandra, på villkor att det sker i enlighet med inflationsmålsupdraget. För det andra ger det finanspolitiska ramverket en stark finanspolitisk ställning med låg offentlig skuldsättning, men tillåter ändå en viss grad av flexibilitet vid oförutsedda omständigheter. Den starka finanspolitiska ställningen gör att Sverige blir mindre utsatt för skuldkriser och mindre känsligt för variationer i kapitalflöden, så länge som en låg skuldsättning i den offentliga sektorn inte återspeglas i en hög skuldsättning i den privata sektorn.

Införandet av denna policyregim i Sverige har gett markanta resultat. Som framgår av figur 26 föll Sveriges skuldkvot från 69 procent 1996 till 31 procent 2023, medan KPIF-inflationen konvergerade till sitt tvåprocentsmål frånsett den tillfälliga uppgången 2022–2023. Även när det gäller tillväxten på medellång sikt har Sverige presterat bra (se figur 10 och tabell 5). I och med detta utfall har de svenska hushållen och företagen fått en makroekonomisk miljö där en hög och volatil inflation inte längre ligger i vägen för deras beslutsfattande. Den låga statsskulden innebär att Sverige kan genomföra investeringar i sin ekonomi utan att på ett oacceptabelt sätt riskera att dra igång en skuldinflationsspiral. Det finns inte heller några större farhågor för statens solvens som gör ekonomin känslig för kapitalutflöden.

Ramverket har dock utformats efter en kris och med särskilt fokus på inflationsbekämpning. Sedan 2010 har Sverige ofta haft en inflation under målet. Med statsfinansiella regler som begränsar en diskretionär expansion har stabiliseringsbördan till stor del fallit på Riksbanken.

Figur 26: Statsskuld och inflation



Anm.: Statsskuld anges i andel av BNP och årlig KPIF-inflation i procent.

Källa: Sveriges riksbank.

Sveriges erfarenhet illustrerar således både fördelarna och begränsningarna med en stark form av penningpolitisk dominans. Starka statsfinansiella regler och centralbanksoberoende stabiliserade skuldsättningen och inflationen, men begränsade också policyalternativen när nollränterestriktionen blev bindande.

När inflationen konsekvent låg under tvåprocentmålet och styrräntan var vid nollränterestriktionen under perioden fram till 2015 valde Sverige att hålla sig inom sitt ramverk med strikt penningpolitisk dominans. Som tidigare har diskuterats använde sig Riksbanken av okonventionell penningpolitik, medan finanspolitiken följde de finanspolitiska reglerna. Mellan 2015 och 2019 införde Riksbanken negativa räntor och inledde storskaliga köp av statsobligationer. Dessa åtgärder bidrog till att återföra inflationen till målet under utvärderingsperiodens första hälft samt till att avvärja disinflationskrafter (i början av covid), men överförde också en betydande ränterisk till Riksbankens balansräkning. I förlängningen resulterade dessa åtgärder även i den återkapitalisering av Riksbanken som riksdagen genomförde.

Riksbankens beslut att vidta okonventionella penningpolitiska åtgärder bör således ses i ljuset av att den svenska finanspolitiken följer de statsfinansiella reglerna. Det är också viktigt att inse att Riksbanken gjorde sina tillgångsköp i en miljö där Riksgälden inte anpassade löptidsstrukturen för sin skuldemission. Under hela utvärderingsperioden emitterade Riksgälden således svenska

statspapper på längre löptider, och en stor del av dessa köptes sedan av Riksbanken.

Det är till hjälp att jämföra detta tillvägagångssätt med två alternativa strategier som kunde ha tillämpats:

Alternativ strategi A: Gemensam penning- och finanspolitisk expansion. Detta handlingssätt skulle ha inneburit att man tillfälligt lättade på det finanspolitiska ramverket och att okonventionella penningpolitiska åtgärder kombinerades med finanspolitisk stimulans. I teorin kunde en sådan samordning ha varit verkningsfull vid den effektiva nedre gränsen för styrräntan, vilket har hävdats av Christiano, Eichenbaum och Rebelo (2011). Då skulle man också ha kunnat undvika det höga beroendet av Riksbanken och den ränterisk det innebar för bankens balansräkning, givet att bördan hade fördelats mer jämnt med finanspolitiken.

Det fanns dock flera överväganden som talade emot detta. Sveriges lilla, öppna ekonomi och flytande växelkursregim innebär att en finanspolitisk expansion kunde ha medfört en appreciering av kronan, vilket kunde ha dämpat den avsedda inflationseffekten (se Kolasa, Laséen och Lindé (2025)). Vad gäller perioden 2015–2019 är ett argument mot finanspolitisk expansion att arbetslösheten redan var i en fallande trend från sin högstanivå efter den globala finanskrisen (figur 11). För perioden efter covid-19 är detta argument inte lika relevant eftersom arbetslösheten inte hade återgått till nivån från tiden före covid-19. En aktivare finanspolitik skulle dock ha förutsatt lättnader i Sveriges hårt tillämpade statsfinansiella regler som hade utformats just för att undvika sådana avvikelser.

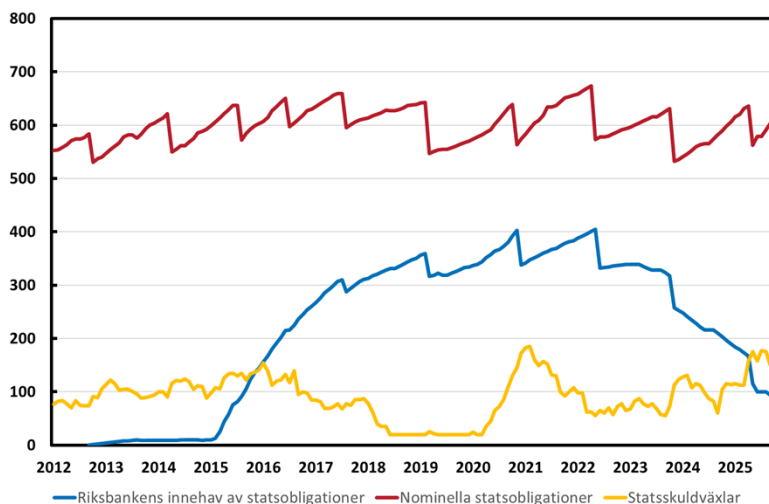
Alternativ strategi B: Okonventionell penningpolitik med förändrad skuldförvaltning. Denna strategi skulle ha inneburit att de kvantitativa lättnaderna kombinerades med en neddragning av statsskuldens löptidsprofil. Eftersom Riksbankens tillgångsköp redan innebar att den privata sektorns innehav av långa statspapper ersattes med likvida kortfristiga tillgångar, kunde Riksgälden ha förstärkt denna effekt genom att emittera fler korta växlar i stället för att fortsätta ge ut obligationer med längre löptider. Detta skulle ha fört över viss ränterisk till statens budget i stället för att koncentrera den till Riksbankens balansräkning.

I praktiken fortsatte Riksgälden att fokusera på emissioner med längre löptider, vilket motverkade Riksbankens insatser för att sänka räntorna i slutet av räntekurvan och exponerade Riksbanken för ränterisker när räntorna steg. Figur 27 visar Riksbankens innehav av tillgångar denominerade i kronor och två komponenter av statsskulden denominerade i kronor, utestående nominella obligationer och utestående skuldförbindelser till penningmarknaden, varav merparten är statsskuldväxlar.³³ Här får man tänka på att under 2015–2019 omfattade de kvantitativa lättnaderna köp av statsobligationer som finansierades genom tillväxten i stående inlåning över natten och riksbankscertifikat

³³ Andra komponenter är skuldförbindelser denominerade i utländsk valuta och inflations-indexerade skuldförbindelser.

(dvs. emitterade värdepapper som kan konverteras till reserver genom att antingen användas som säkerheter för kredit i Riksbanken eller också säljas tillbaka till Riksbanken, i nuläget till en kostnad av 10 baspunkter av det nominella beloppet). Tillgångsköpen under 2020–2022 omfattade däremot främst bostadsobligationer och andra krondenominerade tillgångar som inte var statsobligationer. Under perioden 2015–2019 fortsatte Riksgälden att ge ut statsobligationer och minskade samtidigt andelen statsskuldväxlar.

Figur 27: Komponenter av statens bruttoskuld och Riksbankens innehav av svenska tillgångar



Anm.: Miljarder SEK.

Källa: Sveriges riksbank.

Att kombinera kvantitativa lättnader med en neddragning av statspappernas löptider kräver ingen finanspolitisk expansion, utan snarare en annan skuldförvaltningsstrategi. Med en sådan blandad strategi överförs en del av ränterisken från Riksbankens balansräkning till den statens budget. I extremfallet om en neddragning av löptiden hade kompenserat fullt ut för de kvantitativa lättnaderna, skulle den ha överfört *hela* risken. Det skulle dock ha krävts en uttrycklig samordning mellan skuldförvaltning och penningpolitiska operationer, vilket hade varit ett politiskt känsligt steg i en regim som är utformad för att hålla isär de finans- och penningpolitiska rollerna.

De båda beskrivna potentiella strategierna – kvantitativa lättnader så som de faktiskt genomfördes med en gemensam penning- och finanspolitisk intervention respektive en kombination av kvantitativa lättnader och en nedkortning av löptidsprofilen för emitterade statspapper – kan också få olika fördelningseffekter. De genomförda kvantitativa lättnaderna har ett visst regressivt inslag eftersom Riksbankens tillgångsköp i själva verket innebär subventioner till tillgångsinnehavare i den privata sektorn. En finanspolitisk intervention däremot, till exempel ökade statliga transfereringar, skulle kunna utformas så att den främst gynnade fattigare hushåll. En nedkortning av löptidsstrukturen

för statspapper hade visserligen gynnat innehavare av långa statspapper genom att ge dem bättre ränta på sådana obligationer, men skulle ha inneburit att man undvek en direkt överföring till tillgångsinnehavarna och därför kunnat vara mindre regressiv.

Ett viktigt argument för det alternativ som faktiskt valdes (Riksbankens tillgångsköp och oförändrade löptider på statspapper) var att det gjorde det möjligt för den konsoliderade offentliga sektorn att utjämna den ränterisk som var kopplad till statsskulden. För att realisera detta får man tänka sig att Riksgälden hade gått över till att enbart ge ut korta skuldförbindelser. När räntorna steg under 2021–2022 skulle den svenska regeringen i så fall ha behövt förlänga betydligt fler av sina skuldförbindelser till allt högre räntor. För att den svenska konsoliderade staten fullt ut skulle kunna realisera de vinster som kvantitativa lättnader medförde enligt detta koncept, hade Riksbanken behövt behålla sina innehav av statspapper till förfall. Detta är dock inte ”monetär finansiering” i strikt mening så länge Riksbanken fortfarande har möjlighet att sälja tillbaka tillgångarna till marknaden.³⁴ Ju mer tillvägagångssättet närmar sig en obestämd ”behålla-till-förfall-inställning”, desto mer suddas dock den gränsen ut.

Nu visade det ju sig att räntorna *faktiskt* steg och att Riksbanken *faktiskt* drabbades av förluster i sin QE-portfölj. Dessa förluster steg på grund av att orealiserade kapitalvinster och kapitalförluster inkluderas i beräkningen av Riksbankens eget kapital eftersom tillgångar värderas till marknadspriser. Man kan ifrågasätta detta tillvägagångssätt vad gäller Riksbankens innehav av längre statspapper, eftersom fallissemangsriskerna för Riksbankens innehav av längre statspapper är praktiskt taget obefintlig. Att behålla sådana statsobligationer till förfall skulle med andra ord inte ha eliminerat de ekonomiska kostnaderna för kvantitativa lättnader när räntorna väl steg, men däremot hade man sluppit att redovisa stora kapitalförluster kopplade till marknadsvärderingen och hade i stället kunnat fördela kostnaden över tid genom lägre nettoränteintäkter. I och med marknadsvärderingarna av dessa tillgångar blev det i praktiken stora förluster, vilket ledde till 1) att Riksbanken begärde ett kapitaltillskott på 43,7 miljarder kronor men fick ett mindre tillskott på 25 miljarder kronor och 2) att Riksbanken gradvis sålde av svenska statspapper hellre än att behålla dem till förfall.

Vi anser att både punkt 1 och 2 väcker en del frågor i efterhand. För det första: det var inte allmänt tydligt att alla parter förstod och godtog att ränteriskoundvikligen skulle överföras till centralbanken enligt den valda regimen med penningpolitisk dominans. Denna bristande tydlighet bidrog till anseendekostnaderna när Riksbanken begärde ett kapitaltillskott. Om kvantitativa lättnader skulle införas på nytt framöver bör det vara allmänt erkänt att detta medför en

³⁴ ”Penningpolitisk finansiering” innebär centralbankfinansiering av offentligt underskott genom att det upprättas reserver som är avsedda att vara permanenta och underställs de finanspolitiska behoven, utan någon trovärdig plan eller operativ vilja till återgång (via tillgångsförsäljning/avveckling eller motsvarande sterilisering) även om inflationsmålet måste uppnås.

sådan ränterisk för Riksbankens del. För det andra: om Riksbanken skulle köpa statliga tillgångar med längre löptider i framtiden, behöver det finnas bestämmelser så att Riksbanken kan hålla tillgångarna till förfall, om så önskas. Vad gäller den sistnämnda punkten behöver det till viss del analyseras om Riksbankens innehav av längre statspapper bör värderas till marknadspriser.

Enligt den nya *riksbankslagen* ska Riksbankens eget kapital vara högst 60 miljarder kronor (i 2023 års kronvärde, inflationsjusterat). När måttet för eget kapital överstiger detta mål *måste* Riksbanken göra kapitaltransfereringar till staten. När däremot det egna kapitalet understiger en tredjedel av denna nivå *får* Riksbanken begära ett kapitaltillskott. Principiellt sett kan det vara bra att ha vissa automatiska gränsvärden för att ge tydlighet och stärka trovärdigheten. Måttet på eget kapital omfattar emellertid realiserade kapitalvinster och kapitalförluster. Att sådana realiserade kapitalvinster och kapitalförluster inkluderas innebär i själva verket ett starkt incitament för Riksbanken att inte hålla innehav till förfall, vilket kan vara diskutabelt.

För det tredje: om kvantitativa lättnader tillämpas framöver bör det finnas en tydlig exitstrategi och anges hur denna kan komma att förändras under olika omständigheter. Försiktighet bör iakttas för att undvika att (faktisk eller uppfattad) penningpolitisk finansiering påverkar ”ränteutjämningen”.

8 Den externa ekonomins betydelse

Som vi diskuterade i avsnitt 2 har Sveriges penningpolitiska ramverk med inflationsmålspolitik kombinerats med en flytande växelkursregim. I mer än trettio år har detta ramverk tillhandahållit låg inflation och policyflexibilitet, men även utsatt ekonomin för valutavolatilitet och en långvarig depreciering av kronan. Detta har väckt frågor om Sverige borde överväga att återgå till en fast valutakurs eller, som alternativ, att införa euron. Mer än två årtionden efter 2003 års folkomröstning om euron har det kommit tillräckligt med ny evidens för att motivera till att frågan tas upp på nytt. Vårt syfte här är inte att dra någon definitiv slutsats om huruvida Sverige borde ändra kurs, utan snarare att visa på områden där ramverket har fungerat bra, var det har inneburit kostnader eller sårbarheter och var internationella jämförelser belyser vilka avvägningar det handlar om.

För att strukturera diskussionen undersöker vi fyra olika aspekter:

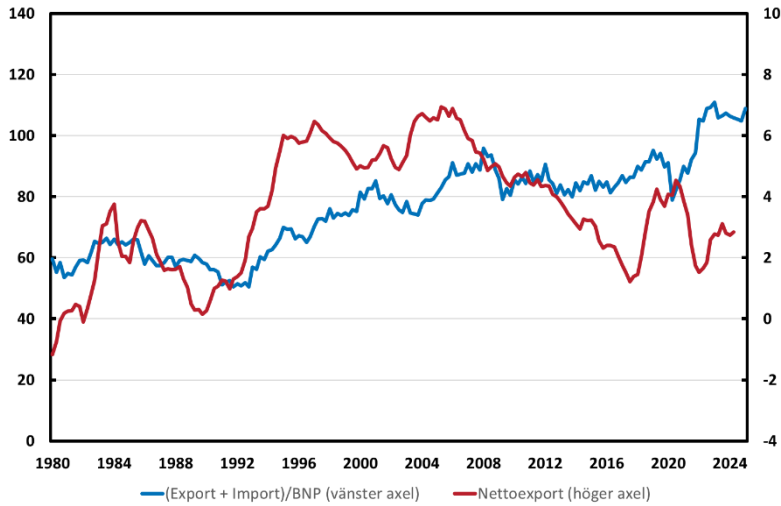
1. **Sveriges integration med den globala ekonomin** – djupa handelsrelaterade och finansiella kopplingar som förstärker växelkursernas betydelse.
2. **Växelkursens beteende och dess effekter** – hur kronrörelser har format handel, inflation och finansiell stabilitet.
3. **Konceptuella ramverk** – olika teoretiska modeller för prisbildning och valutadenominering som klargör när det är användbart med flexibilitet och när det inte är det.
4. **Komparativa erfarenheter och alternativ** – lärdomar från euroområdet och andra grannar som ger en kontext för Sveriges utfall.

Sammantaget indikerar dessa aspekter att även om det finns styrkor med det nuvarande ramverket, innebär den långvarigt svaga kronkursen, Sveriges konsekvent parallella utveckling med euroområdets inflationsutfall och kostnaderna för att ha stora valutareserver att det finns goda skäl för att genomföra en ny, systematisk bedömning av regimen.

8.1 Sveriges integration med den globala ekonomin

Sverige är djupt integrerat med världsekonomin. På handelssidan är de svenska företagen både stora exportörer och beroende av importerade insatsvaror, medan hushållen konsumerar en stor andel utlandsproducerade varor och tjänster. På den finansiella sidan har svenska invånare betydande utländska tillgångar och skulder, vilket innebär att globala finansiella fluktuationer blir direkt relevanta.

Figur 28: Handelsöppenhet och handelsbalans



Anm.: Andel av BNP. Nettoexporten har utjämnats med ett glidande medelvärde baserat på fyra kvartal. Källa: SCB.

8.1.1 Handelsintegration

Ett enkelt mått på Sveriges handelsintegration med omvärlden är (summan av) import och export i förhållande till BNP. I figur 28 åskådliggörs detta mått från 1980 och framåt. Under denna period har den internationella öppenheten ökat betydligt: från omkring 60 procent av BNP under 1980 till över 100 procent 2025. Figuren visar också att Sverige har haft ett handelsöverskott under de flesta åren efter krisen 1992. Genomsnittet har legat på 4,4 procent av BNP under 1993–2025.

Sverige är normalt en nettoexportör av varor och en nettoimportör av tjänster, där tjänster under de senaste årtiondena har blivit allt viktigare i förhållande till varor som säljs i fysiska butiker. I början av 1980-talet stod varor för omkring 80–85 procent av importen, medan tjänster utgjorde enbart 15–20 procent. I dag står tjänster för 35–40 procent av den totala importen. Man kan se ett liknande skifte på exportsidan: tjänster ökade från omkring 15–20 procent av exportintäkterna i början av 1980-talet till 30–35 procent 2024.

Internationell handel avser inte bara färdiga varor och tjänster, utan även råvaror, råmaterial, mellanprodukter, teknik och kapitalvaror, som utgör viktiga insatsvaror för den svenska produktionen. Tillgången till globala utbudskedjor gör att Sverige kan producera varor av högre kvalitet till lägre kostnad än man hade kunnat göra på egen hand. Enligt Eurostat stod insatsvarorna för över hälften av Sveriges import under 2023, medan de slutliga konsumtionsvarorna utgjorde mindre än en fjärdedel. Siffrorna på exportsidan är mycket likartade.

Den geografiska fördelningen stärker detta beroende ytterligare. Europa är Sveriges absolut mest dominerande handelspartner och står för över 70 procent

av exporten och över 80 procent av importen (figur 29). Inom Europa står EU för 74 procent av exporten och 82 procent av importen, vilket gör det till Sveriges enskilt viktigaste handelsblock. Detta kan jämföras med Amerika som står för omkring 12 procent av exporten och 7 procent av importen, medan Asien står för strax över 10 procent av såväl export som import, där Kina utgör den absolut viktigaste asiatiska handelspartnern.

Handelns valutadenominering har betydelse för att förstå exponeringen mot valutafluktuationer. I en studie av Friberg och Wilander (2006), som gjordes på uppdrag av Riksbanken, undersöktes faktureringspraxisen 2002, bara tre år efter eurons införande. Det konstaterades att inom många sektorer var över 60 procent av den svenska varuimporten denominerad i euro, medan kronfaktureringen bara översteg 30 procent när det gällde möbler. På exportsidan användes euro och kronor i ungefär lika stor utsträckning, med en andel som varierade mellan 14 och 60 procent beroende på vara. Det saknas mer aktuella skattningar, men givet eurons växande internationella roll är det sannolikt att eurofaktureringen har fortsatt att öka sedan dess. Denna slutsats är förenlig med beläggen från Eurostat som visar vilken framträdande roll euron har som faktureringsvaluta, även vid handel utanför EU, se Eurostat (2024).³⁵

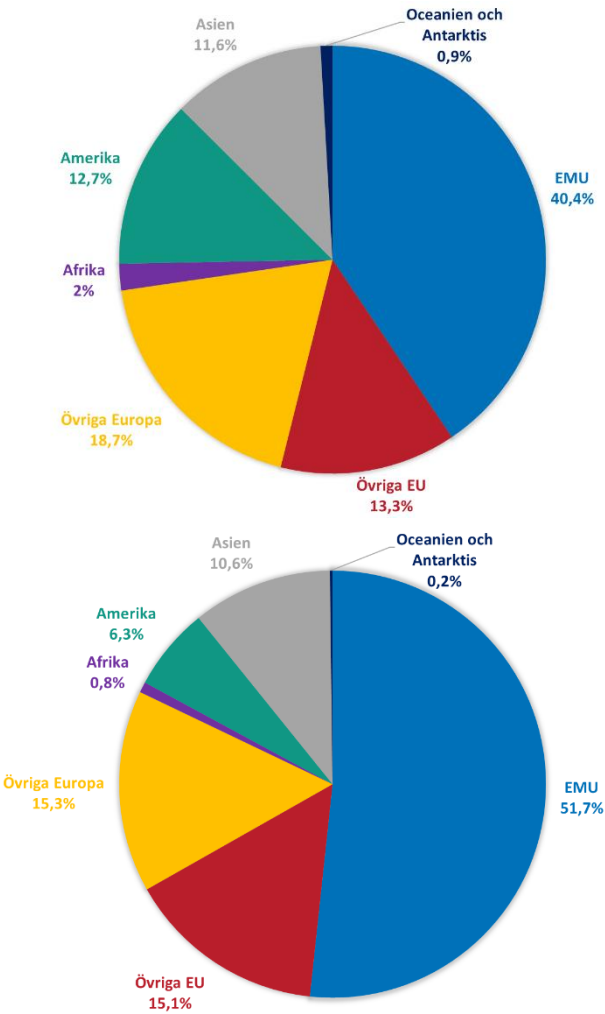
8.1.2 Integration av tillgångsmarknaderna

Sverige är också starkt integrerat med världsekonomin genom tillgångsmarknaderna. Figur 30 visar stockarna av Sveriges utländska tillgångar, skulder och utlandsställning som andel av BNP. I *bruttotermer* har Sverige mycket stora utländska tillgångs- och skuldpositioner som har vuxit kraftigt över tid. År 1992 motsvarade Sveriges innehav av utländska tillgångar omkring 52 procent av BNP och dess utländska skulder strax under 74 procent av BNP. År 2023 hade dessa siffror ökat till 362 respektive 324 procent.³⁶

³⁵ Sådana faktureringsmönster beskrivs ofta som ett ”paradigm med en dominerande valuta”, där euron utgör förmedlingsvalutan. Under dessa förutsättningar innebär krondeprecieringen mot euron fortfarande ett ökat kronpris för import, även om exportpriserna är fasta i euro.

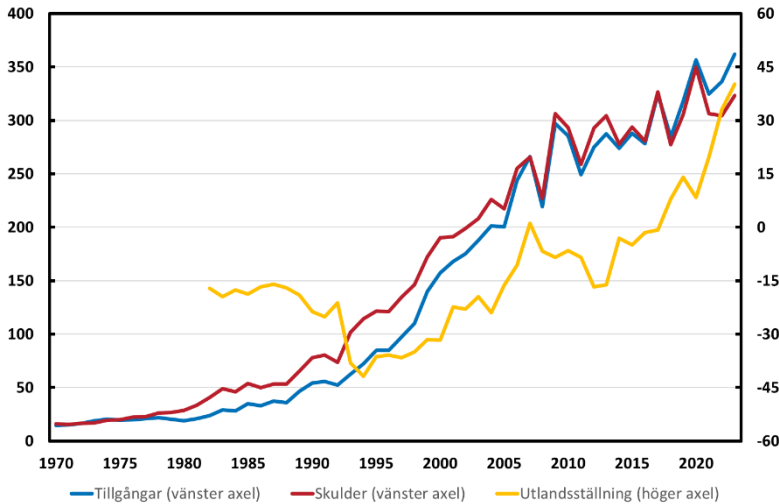
³⁶ Dessa skattningar av utländska tillgångar och skulder är något större än skattningar som har beräknats av SCB, som anger att utländska tillgångar motsvarar 324 procent av BNP och utländska skulder 296 procent av BNP. Det är oklart vad dessa skattningsskillnader beror på, men båda måtten visar att bruttopositionerna är mycket stora.

Figur 29: Geografisk fördelning av Sveriges export och import



Anm.: Det övre cirkeldiagrammet avser export, det nedre avser import. Genomsnitt för januari–maj 2025.
Källa: SCB.

De ökade bruttopositionerna av tillgångar och skulder återspeglar en tilltagande portföljdiversifiering bland svenska investerare och en högre efterfrågan på svenska tillgångar på de internationella finansmarknaderna.

Figur 30: Sveriges utländska tillgångar, skulder och utlandsställning

Anm.: Andel av BNP.

Källa: Lane och Milesi-Ferretti (2018).

Sveriges utlandsställning, som motsvarar dess nettofordringar på utlandet, har också förändrats betydligt över tid. Efter krisen 1992 hade Sverige en *negativ* utlandsställning på ungefär 40 procent av BNP, vilket återspeglade Sveriges nettoskuldsättning mot utlandet. År 2023 uppgick Sveriges *fordringar* netto på omvärlden till 40 procent av BNP, vilket var ett resultat av ihållande handelsöverskott och nettopositiva kapitalvinster på landets utländska tillgångar och skulder. De fördelaktiga nettokapitalvinsterna beror delvis på att sammansättningen av Sveriges utländska tillgångar omfattar en betydligt större andel i aktier och en mindre andel i statspapper än landets utländska skulder.

8.2 Växelkursens beteende och effekter

Sveriges djupa integration med världsmarknaderna får två viktiga konsekvenser. För det första exponeras ekonomin i hög grad för fluktuationer i global efterfrågan på landets export, importutbud och globala finansiella förhållanden. För det andra får kronrörelser särskilt stor betydelse eftersom de påverkar både importörer och exportörer, värderingen av utländska tillgångar och skulder och Riksbankens förmåga att hålla inflationen stabilt kring målet.

På handelssidan beror effekten av en krondepreciering eller kronappreciering på hur priserna är satta. Om "lagen om ett pris" stämde fullt ut, skulle identiska varor säljas för samma pris, mätt i samma valuta, över nationsgränserna eftersom marknadsarbitrage skulle eliminera internationella prisskillnader för identiska handelsvaror. Lagen om ett pris bygger på att det inte förekommer några handelskostnader, att priser är flexibla eller att trögrikliga priser anges i producenternas valutor. I så fall skulle en svagare (starkare)

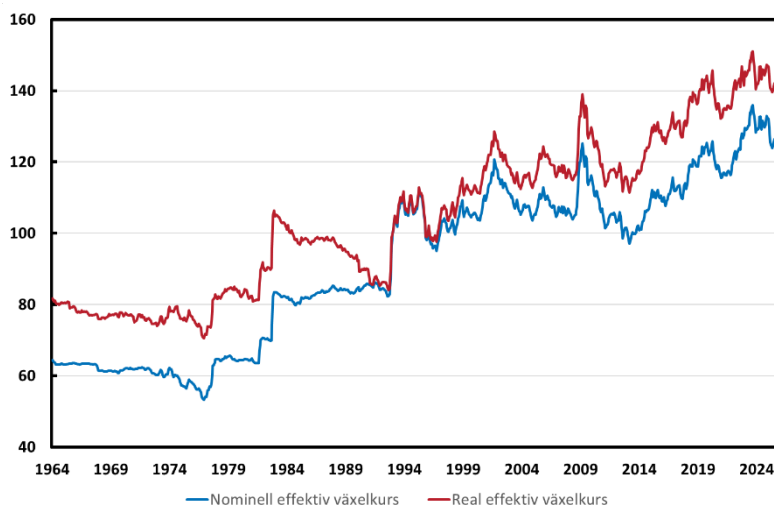
krona helt enkelt leda till högre (lägre) importpriser för att eliminera eventuella inducerade prisskillnader för växelkursrörelsen.

Denna logik kan utökas till *aggregerade* prisindex. Framför allt när lagen om ett pris gäller för samtliga varor bör de nationella prisnivåer som uttrycks i samma valuta även vara i jämvikt mellan marknader, en egenskap som brukar kallas köpkraftsparitet (PPP). Enligt denna hypotes bör den *reala* växelkursen (dvs. inhemskt KPI i förhållande till utländskt KPI uttryckt i samma valuta) vara konstant och lika med ett ("absolut" PPP). Denna teori utgår från mycket starka antaganden, så den behöver valideras av data. Detta är dock svårt eftersom KPI och andra prisnivåmått helt enkelt är index. Dessbättre kan man enkelt kontrollera *relativ* PPP genom att undersöka i vilken omfattning som den reala växelkursen är konstant över tid.

Figur 31 visar hur den reala växelkursen har utvecklats baserat på BIS-mått av den effektiva svenska reala och nominella växelkursen under perioden 1964–2024.³⁷ Det är tydligt att evidensen inte stöder hypotesen om att den reala växelkursen är konstant: den nominella effektiva kronväxelkursen har deprecierats med 50 procent under dessa sex årtionden och med 25 procent sedan 1993 efter det att inflationsmålspolitiken och de flexibla växelkurserna infördes. Samtidigt som den reala effektiva växelkursen har deprecierat mindre än den nominella effektiva kursen under hela perioden, har den reala effektiva växelkursen deprecierat 7 procentenheter *mer* än den nominella effektiva växelkursen sedan 1993.

Sådana bestående avvikelser från PPP brukar ofta förklaras med många olika faktorer. Det kan till exempel handla om avvikelser från prissättning i producentens egen valuta, handelskostnader och marknadsinflytande som gör att företag tar ut olika priser på olika marknader (s.k. pricing-to-market), skillnader i konsumtionskorgar mellan olika länder och förekomsten av icke-handlade varor och tjänster.

³⁷ Måtten beräknas mot en uppsättning av 27 valutor som består av Sveriges främsta handelspartners, där man använder handelsvikter som justeras vart tredje år.

Figur 31: Nominell och real effektiv kronväxelkurs

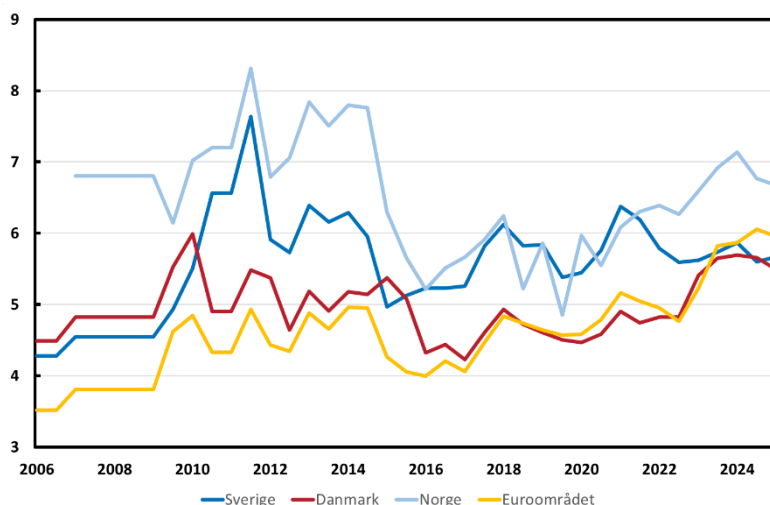
Anm.: Månadsdata. Index januari 1993 = 100.

Källa: BIS.

Big Mac-indexet ger ett kompletterande perspektiv. Figur 32 visar priset för en Big Mac i Sverige, Danmark, Norge och euroområdet, uttryckt i amerikanska dollar. Big Mac-hamburgare är en färskvara och inte direkt handelsbar, men produkten liksom produktionsprocessen är mycket homogen mellan olika marknader, och kostnadsskillnaderna avser främst löner och lokal hyra. Denna figur visar att prisskillnaderna för en Big Mac över tid nästan helt har eliminerats på marknaderna i Danmark, Sverige och euroområdet, medan Norge verkar vara konstant dyrare än andra marknader (vilket kan bero på de höga arbetskraftskostnaderna i Norge). Detta tyder på att kronans depreciering sedan 2010 kan ha återställt jämvikten snarare än orsakat en undervärdering. Denna evidens utgör dock bara en indikation och man bör inte dra några starka slutsatser av Big Mac-indexet, eftersom Big Mac-hamburgare utgör en mycket liten andel av konsumtionskorgen.

Växelkursrörelser påverkar även Sverige via landets balansräkning. Enligt skattningar från SCB är endast 12 procent av Sveriges fordringar gentemot utländska tillgångar denominerade i svenska kronor, medan motsvarande siffra för skulderna är 57 procent (2023 års data). När kronan deprecierar får därför svenska investerare kapitalvinster (omvandlat till kronor), medan utländska investerare med tillgångar i svenska kronor får kapitalförluster. Givet storleken på Sveriges utländska tillgångs- och skuldpositioner i bruttotermerna och asymmetrin mellan landets kapitaltunga tillgångar och skulder som i hög grad utgörs av skuldinstrument, är dessa värderingseffekter betydande och en viktig källa till makroekonomisk volatilitet (se Devereux och Sutherland (2010)).³⁸

³⁸ Skattningarna i Devereux och Sutherland (2010) avser data för perioden 1980–2006. Med tanke på Sveriges ökade utlandsställning har sådana värderingseffekter sannolikt blivit ett ännu större bekymmer över tid.

Figur 32: Priset för en Big Mac (uttryckt i USD)

Källa: The Economist.

På marknader med rationella investerare och en friktionsfri handel med tillgångar bör arbitrage eliminera *förväntade* avkastningsskillnader mellan tillgångar med liknande riskprofil. Konsekvensen av detta arbitrage är att valutans förväntade deprecieringstakt avgörs av nominella räntedifferentialer. Detta innebär att när den svenska räntan stiger i förhållande till utländska räntor elimineras överavkastningen på svenska tillgångar genom en förväntad kapitalförlust av innehavet av kronor. När liknande tillgångar omvandlas till samma valuta bör de med andra ord ge samma förväntade avkastning oavsett valutadenominering. I praktiken innebär denna arbitrageprincip att kronan kortsiktigt ökar i värde när de svenska räntorna stiger och vice versa.

Även om det inte råder något tvivel om att arbitrage på tillgångsmarknader kan användas för att eliminera förväntade avkastningsskillnader, är det också uppenbart att växelkurser handlar om mer än bara arbitragetryck. Under perioden med negativa räntor i Sverige var till exempel ränteskillnaden gentemot den amerikanska dollarn negativ. Detta borde ha inneburit en omedelbar depreciering av kronan och därefter en förväntad appreciering. I stället fortsatte kronan att förlora i värde mot den amerikanska dollarn under den här perioden. Det finns många tänkbara skäl till att oskyddad ränteparitet (alltså den arbitrageprincip som beskrivits ovan) kanske inte gäller i alla lägen. Det kan till exempel handla om risk- och likviditetspremier, s.k. noise traders (dvs. handlare som reagerar på marknadsbrus som om det vore information) samt ren spekulation.

För att sammanfatta det hela: växelkursvariationer påverkar inflationen, orsakar prisskillnader mellan olika marknader och tillför risk på tillgångsmarknader som kan leda till gränsöverskridande omvärderingseffekter.

8.3 Konceptuella ramverk för val av regim

Det finns ett antal teoretiska ramverk för hur man tänker sig växelkursens påverkan på ekonomin. Det första bygger på det grundläggande arbete som utförts av Mundell (1963) och Fleming (1962). I en modern tappning av deras analyser, till exempel Svensson och van Wijnbergen (1989) eller Obstfeld och Rogoff (1995), tillhandahålls mikrogrunder för dessa insikter i modeller som antar att priser fastställs i producentens egen valuta, med en viss grad av ”trögrörlighet”. I dessa modeller skulle en depreciering av kronan leda till att inhemska och utländska konsumenter väljer att lägga mer utgifter på svenska varor och mindre på utländska varor (den så kallade *expenditure switching effect*). Detta beror på att svensk export skulle bli billigare för utländska importörer och importen till Sverige skulle bli dyrare.

Denna effekt stöder det klassiska scenariot där en penningpolitisk regel (t.ex. inflationsmålspolitik) kombineras med flexibla växelkurser (Friedman (1953)). Flexibilitet ger ytterligare en grad av frihet att kompensera för trögrörliga inhemska priser, vilket gör att penningpolitiken kan stänga produktionsgap och åtgärda priströgrörlighet för handelspartners genom växelkursjusteringar.

I ett annat teoretiskt ramverk är slutsatsen den motsatta. Här antas det att priser fastställs på *lokala* marknader (så kallad prissättning i lokal valuta) och att export- och importpriser är trögrörliga i köparens valuta (t.ex. Chari, Kehoe och McGrattan (2002) eller Devereux och Engel (2003)). I en sådan miljö skulle en depreciering av kronan inte ge någon utgiftsväxlingseffekt. Utan den centrala fördelen med växelkursflexibilitet framstår fasta växelkursregimer som mer attraktiva.

Sverige passar inte in i någon av dessa extremer. I stället återspeglar landet ett tredje paradigm där merparten av den internationella handeln faktureras i ett fåtal förmedlingsvalutor, framför allt euron. Detta brukar kallas ”paradigmet med en dominerande valuta” där utgiftsväxlingen främst gäller import, men inte export. I Sveriges fall beror detta på att import faktureras i producentvalutor som i euron, medan exportpriser ofta är trögrörliga i euro. Som Gopinath och Itskhoki (2022) framhåller kan penningpolitiken enligt detta paradigm fortfarande bidra till att stänga Sveriges inhemska produktionsgap, men däremot inte påverka rigida exportpriser denominerade i euro. Detta innebär att inflationsmålpolitiken utgör det relevanta penningpolitiska anketet, där en flytande växelkurs ger viss isolering genom sin effekt på importpriserna.

Det finns dock två nackdelar med en sådan regim:

- **Icke-fundamental växelkursvariation** – noise trading och spekulation kan driva kronan bort från fundamenta så att volatilitet överförs via importpriser och tillgångsavkastning (Basu m.fl. (2025)). Detta kan leda till att det ibland krävs valutainterventioner.

- **Finansiella friktioner** – begränsningar på internationella kredit- eller fastighetsmarknader kan förstärka chocker, vilket gör att makrotillsyn har en roll att spela.

I praktiken tillämpar Sverige inte bara en kombination av inflationsmålpolitik och en flytande växelkurs, utan vidtar också åtgärder för att hantera dessa nackdelar: Riksbanken håller betydande valutareserver och Finansinspektionen använder makrotillsynsverktyg.

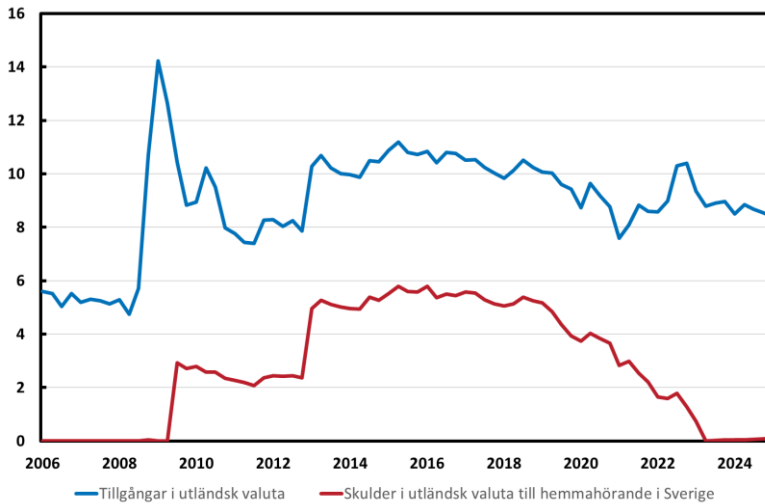
Figur 33 visar Riksbankens tillgångar och skulder i utländsk valuta i förhållande till BNP. I slutet av 2024 utgjorde valutareserven cirka 8,5 procent av BNP. Detta var den största tillgångsposten i Riksbankens balansräkning och kompletterades med guldreserver på omkring 1,7 procent. På skuldsidan finansierades reserven tidigare (från och med 2009) med Riksgäldens emission av skuldförbindelser i utländsk valuta, som dock fasades ut 2023 i och med övergången till en "egenfinansierad" reserv. När Riksbankens valutareservinnehav finansieras i kronor exponerar detta balansräkningen för en valutarisk. Detta diskuteras mer ingående i avsnitt 9. Denna risk kan valutasäkras, men det sker inte utan kostnad.

Även om Riksbanken håller dessa valutareserver kvarstår utmaningar. Interventioner kan i princip motverka icke-fundamentala fluktuationer, men det är svårt att identifiera källorna till växelkursvariationer.

8.4 Komparativa erfarenheter och alternativ

Alternativa växelkursregimer har aktivt diskuterats. Det är en relevant fråga, särskilt eftersom paradigmet med en dominerande valuta gör att utgiftsväxlingen är av begränsat värde för Sverige och Sverige är så djupt integrerat med den eurodenominerade handeln med varor, tjänster och finansiella tillgångar.

Ett alternativ till den rådande penningpolitiska regimen skulle vara att *binda kronan till euron*. Detta skulle kunna reducera den dagliga valutarisken och samtidigt upprätthålla Sveriges monetära suveränitet formellt sett, om än med mycket begränsad faktisk monetär autonomi. Det skulle också innebära att man fortfarande har möjlighet att lämna eller se över arrangemanget framöver.

Figur 33: Riksbankens tillgångar och skulder i utländsk valuta

Anm.: Andel av BNP.

Källa: Sveriges riksbank.

Ett mer långtgående alternativ skulle vara att ansöka om ett *fullständigt införande av euron*. Detta skulle ytterligare sänka transaktionskostnaderna inom handel och finans och eliminera de flesta valutarelaterade friktioner vid gränsöverskridande investeringar gentemot euroområdet. Ett införande av euron skulle visserligen inte undanröja Sveriges exponering mot valutarörelser i amerikanska dollar, men kostnaderna för att minska dessa risker skulle delas med det större euroområdet och absorberas genom djupare, mer likvida EUR/USD-marknader, vilket gör att de kan hanteras mer effektivt. Dessa fördelar skulle vara på bekostnad av att man ger upp det monetära oberoendet, så att Sverige inte längre kan utforma sin penningpolitik efter inhemska svenska förhållanden. Dessutom skulle en euroanslutning visserligen kunna dämpa en del sårbarheter kopplade till exponeringar som uppstår till följd av gränsöverskridande upplåning och fastighetsmarknader, men den skulle inte helt isolera Sverige från chocker som överförs via europeiska eller globala finansmarknader.

Det är inte bara Sverige som ställer sig frågan vilken penningpolitisk regime som är bäst för en liten och mycket öppen ekonomi. Grannarna i Norden har valt olika vägar, trots att de har ganska likartade ekonomiska strukturer. Island och Norge använder sig för närvarande av regimer som liknar Sveriges och kombinerar flytande växelkurser med inflationsmålspolitik. Danmark har däremot fortsatt att använda sig av en ensidigt fast växelkurs och band sin valuta först till den tyska marken (från och med 1982) och därefter till euron (sedan januari 1999). Finland införde euron utan förbehåll 1999 sedan landet hade gått med i EU 1995.

Det kan finnas flera olika skäl till att likartade ekonomier har valt så olika penningpolitiska regimer. En möjlighet är att växelkursregimen i sig endast

har begränsad påverkan på långsiktiga utfall (se Rangvid (2024)). En annan möjlighet är att suveränitet uppfattas på olika sätt i olika länder, vilket påverkar frågan om regimval. En tredje förklaring är att besluten har fattats i olika historiska och ekonomiska kontexter. Sverige valde till exempel att överge sin fasta växelkurs 1992 sedan arrangemangen med en fast växelkurs gång på gång inte hade kunnat ge stabilitet. Finlands beslut att införa euron fattades när landet återhämtade sig från en djup kris i början av 1990-talet. Danmark däremot bekräftade på nytt sitt åtagande för en fast växelkurs efter en folkomröstning 1992 där ett införande av euron valdes bort. År 2000 hölls sedan en andra folkomröstning där en stark majoritet var emot införandet av den gemensamma valutan.

Mot denna bakgrund är det rimligt att fråga sig om Sverige borde se över sitt eget val av regim på nytt.³⁹ Som redan har diskuterats är Sverige djupt integrerat med euroområdet och att eliminera valutarisken mellan svenska kronor och euro skulle kunna ge effektivitetsvinster både för varuhandeln och för gränsöverskridande tillgångsinnehav. Europeiska unionen är i själva verket en dominerande aktör i Sveriges utrikeshandel: under 2024 stod EU27 för omkring två tredjedelar av Sveriges import och för nära 55 procent av landets export. Motsvarande siffror för euroområdet var 53 respektive 41 procent. Dessa andelar har varit anmärkningsvärt stabila sedan 2000, frånsett en marginell uppgång i EU-27-importen.

Handelsintegration är bara en dimension av relationen. Valutaflexibilitet isolerar bara mot chocker om Sverige och euroområdet har signifikanta asymmetriska störningar. I tabell 5 visas olika strukturella indikatorer för Sverige och ett antal av dess handelspartner: genomsnittlig real BNP-tillväxt, volatiliteten i real BNP under konjunkturcykeln och den svenska konjunkturcykelns korrelation med andra länder/regioner, volatiliteten i real BNP-tillväxttakt och korrelationen med real BNP-tillväxttakt i andra länder/regioner. Resultaten redovisas för perioden 1995–2025 samt för ett delurval för perioden fram till 2019 (före covid).⁴⁰

Tabell 5: BNP-moment

	Medeltillväxt-takt (procent per år)	Konjunkturcykel				Tillväxttakt			
		Stand-avvik		Korrelation		Stand-avvik		Korrelation	
Sverige	2,12 (2,40)	1,67	(1,57)	1	(1)	1,35	(0,64)	1	(1)
Euro-området	1,48 (1,57)	1,79	(1,12)	0,79	(0,84)	1,62	(0,57)	0,76	(0,52)
EU-27	1,62 (1,72)	1,79	(1,11)	0,80	(0,84)	1,54	(0,56)	0,78	(0,56)
Norge	1,88 (2,06)	1,25	(1,03)	0,46	(0,34)	1,23	(0,94)	0,39	(0,08)

³⁹ Som en spegling av liknande diskussioner tillsatte Island 2025 en expertkommission som skulle undersöka förutsättningarna för ett euroinförande.

⁴⁰ Vid analysen används ett Hodrick-Prescott-filter (HP-filter), en statistisk utjämningsteknik som används för att separera en tidsserie i en långsiktig trend och en cyklisk komponent på kort till medellång sikt.

	Medeltillväxt- takt (procent per år)	Konjunkturcykel				Tillväxttakt			
		Stand-avvik		Korrelation		Stand-avvik		Korrelation	
Finland	1,79 (2,14)	1,82	(1,81)	0,78	(0,76)	1,39	(1,21)	0,62	(0,40)
Danmark	1,59 (1,58)	1,52	(1,27)	0,75	(0,75)	1,36	(0,88)	0,57	(0,28)
USA	2,46 (2,52)	1,31	(1,03)	0,78	(0,74)	1,19	(0,58)	0,78	(0,46)
Stor- britannien	1,85 (2,08)	2,62	(1,09)	0,68	(0,77)	2,68	(0,58)	0,76	(0,52)

Anm.: I tabellen rapporteras moment i BNP i konstanta priser. "Medeltillväxttakt" avser den årliga genomsnittliga tillväxttakten i procent. "Konjunkturcykel" avser Hodrick-Prescotts filterade data med en utjämningsparameter på 1 600. "Tillväxttakt" avser förstadiendifferenser av logaritmer. "Stand-avvik" är standardavvikelsen. "Korrelation" avser korrelation med Sverige. Siffror utan parentes avser kvartalsdata, 1995:1–2025:1. Siffror inom parentes avser kvartalsdata, 1995:1–2019:4.

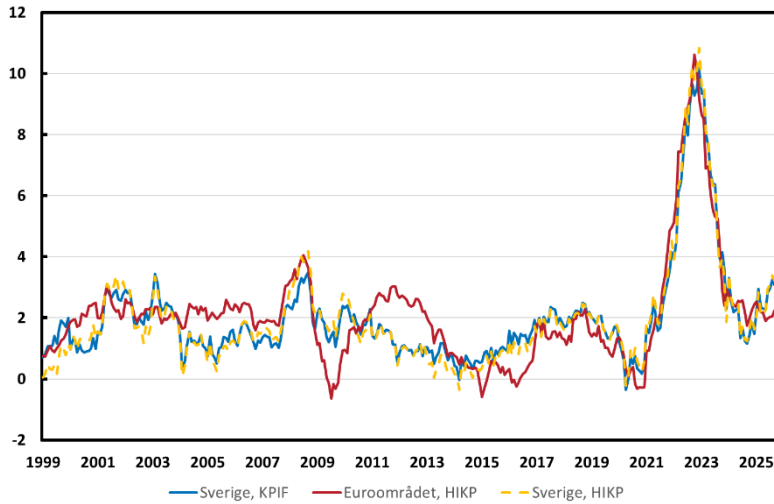
Källor: Fred och egna beräkningar.

Evidensen indikerar inte att Sverige och euroområdet har några betydande asymmetriska störningar. Sveriges tillväxt sedan 1995 har varit jämförelsevis stark och legat på omkring 2,1 procent per år (och 2,4 procent för perioden före covid), med en produktionsvolatilitet som varit i stort sett i linje med andra utvecklade ekonomier, om än på den höga sidan sett till konjunkturcykelkomponenten. Framför allt är den svenska konjunkturcykeln nära synkroniserad med euroområdet, med korrelationer i intervallet 0,79 till 0,84 för konjunkturcykelkomponenten. Under konjunkturcykeln har Sveriges reala BNP faktiskt en närmare samrärlighet med real BNP i euroområdet än i Norge eller Finland och den ligger endast marginellt lägre än samrärligheten med Danmark. Det finns även en stark korrelation med USA och Storbritannien, men dessa länder står inte för så stor del av Sveriges utrikeshandel i förhållande till euroområdet. Sammantaget indikerar dessa resultat att Sveriges chocker inte kraftigt avviker från euroområdet. Detta tyder på att det kan vara begränsade ekonomiska fördelar med att ha en flytande växelkurs som buffert, även om evidensen bör tolkas med försiktighet.

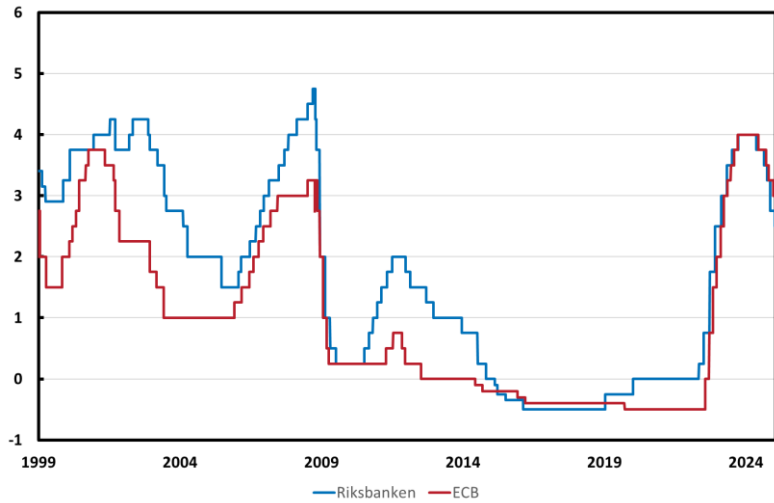
Ett annat övervägande avser policyval och inflationsutfall. Figur 34 visar att Riksbanken och ECB inte alltid ändrade sina styrräntor exakt samtidigt: Sverige höjde räntorna tidigare under 2010–2011, sänkte dem mer aggressivt under 2015 och återgick till noll tidigare under 2020 samtidigt som också åtstramningen genomfördes tidigare under 2022. I linje med detta låg inflationen i Sverige lägre än i euroområdet när Riksbanken förde en mer åtstramande politik 2010–2013, men högre än i euroområdet när Riksbanken lättade på penningpolitiken tidigare än ECB under 2015–2018. Därefter har Sveriges och euroområdets inflationstakt konvergerat. Sett ur ett fågelperspektiv är helhetsbilden ändå att det är en slående likhet mellan såväl räntebanorna som inflationsutfallen, särskilt under det senaste årtiondet.

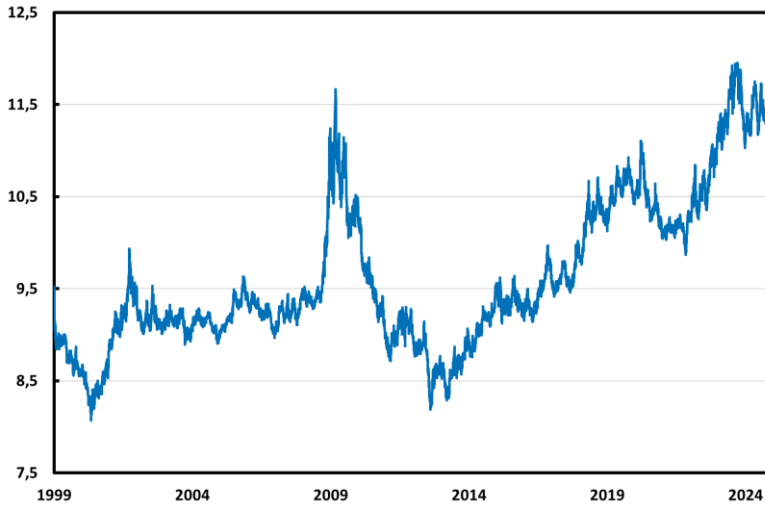
Figur 34: Sverige och euroområdet – inflation, styrränta och krona/euro-kursen

Inflationsnivåer



Styrräntor



Krona/euro-kursen

Anm.: Panel a) och b) procent, panel c) nominell växelkurs SEK/EUR. Inflation avser 12-månaders förändring i KPIF och HIKP (Sverige) och HIKP (euroområdet).
Källa: Sveriges riksbank.

Samtidigt som ränte- och inflationsbanorna i stort sett har följts åt, har kronan hela tiden deprecierat mot euron. Framför allt har kronan minskat i värde från 9,5 kronor per euro 2015 till omkring 11,5 kronor per euro i slutet av 2024, en nominell depreciering på över 20 procent. Självklart kan sådana växelkursförändringar snabbt vända, men de exponerar de svenska hushållen och företagen för valutarisk vid transaktioner med euroområdet. Beläggen som visar att det är betydande växelkursrörelser mellan euro och svenska kronor trots mycket likartade inflations- och räntebanor innebär dessutom att växelkursen antingen har stor betydelse för att Sverige ska kunna stabilisera sin inflationstakt nära målet och säkra sig mot asymmetriska chocker eller också att växelkursförändringarna har skett av icke-fundamentala skäl.

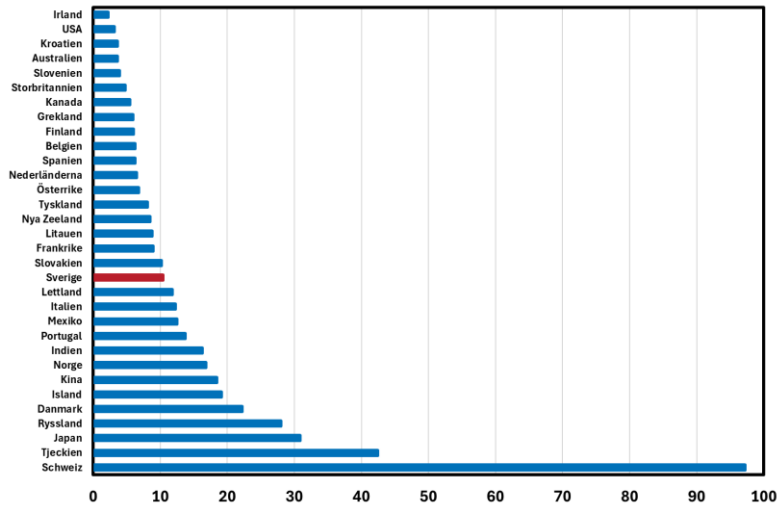
Oavsett vilket drar vi slutsatsen att policyutfallen i Sverige respektive euroområdet har varit mer lika än olika, vilket innebär att växelkursen är den mest särskiljande egenskapen. Detta tyder på att en förnyad diskussion om ett införande av euron bör fokusera mindre på konsekvenserna för möjligheterna att föra en aktiv stabiliseringspolitik och mer på bredare frågor som effektivitet, suveränitet och demokratisk legitimitet.

9 Sveriges förvaltning av valutareserven

Centralbanker håller valutareserver av flera olika skäl: för att tillhandahålla likviditet i utländsk valuta under kriser, intervensera på valutamarknaden vid behov, fullgöra internationella åtaganden gentemot t.ex. IMF och generera en förutsägbar inkomst som stöder ett finansiellt och operativt oberoende. Enligt IMF:s *riktlinjer för förvaltning av valutareserver* (Internationella valutafonden (2001)) syftar förvaltningen av valutareserver i första hand till att uppnå säkerhet och likviditet, medan avkastning kommer på en avlägsen tredjeplats.

Öppenhet för utlandshandel och finanssektorns storlek är normalt drivande faktorer för reservnivåerna (Obstfeld, Shambaugh och Taylor (2010)). Sverige är en mycket öppen ekonomi och har ett stort banksystem (omkring 300 procent av BNP). Detta förklarar varför Sverige har reservtillgångar som är större än många andra öppna ekonomier med flexibla växelkurser (t.ex. Storbritannien och Australien), men ligger under Danmarks regim med fast växelkurs (figur 35).

Figur 35: Internationell jämförelse av valutareserver



Anm.: Valutareserv som andel av BNP, 2024 års siffror
Källor: IMF och Sveriges riksbank.

9.1 Riksbankens reservtillgångar

Riksbanken anger att tillgångarna i valutareserven ska användas för att ge likviditet i utländsk valuta till svenska banker i stress, fullgöra internationella åtaganden gentemot t.ex. IMF, samt möjliggöra valutainterventioner om så

krävs.⁴¹ Givet Sveriges flytande växelkursregim är det i praktiken likviditetsfunktionen som dominerar.

I IMF:s *program för bedömning av den finansiella sektorn (Financial Assessment Program)* från 2016 framhölls också att Riksbanken förmåga att tillhandahålla likviditet i utländsk valuta var avgörande för Sveriges ramverk för finansiell stabilitet och Riksbanken rekommenderades att hålla lämpliga reservbuffertar. IMF rekommenderade även att swapavtal skulle säkras med andra större centralbanker, se Internationella valutafonden (2016). Riksbanken har i stort sett följt den linjen och hållit betydande reserver. Framför allt ökades reserverna (exklusive guld) kraftigt efter den globala finanskrisen och uppgick till omkring 500 miljarder kronor i slutet av 2024 (se figur 36). Vidare har Riksbanken haft fortsatt betingad tillgång till likviditet i utländsk valuta genom stående och tillfälliga swaplinor.

9.2 Tillgångar och exponering mot finanssektorn

De svenska bankernas balansräkningar genererar stora behov av amerikanska dollar och euro. De stora bruttoexponeringarna i dessa valutor beror inte bara på direkt utlåning och finansiering, utan även på aktiviteter som tillhandahållande av tjänster till pensionsfonder och andra institutionella investerare. Tabell 6 visar valutasammansättningen i de svenska bankernas utländska tillgångar och skulder 2023.

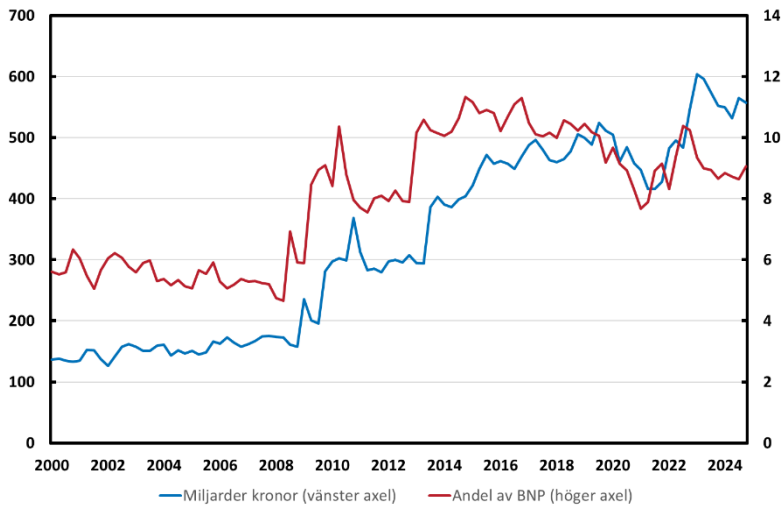
Tabell 6: Valutasammansättning i de svenska bankernas utländska tillgångar och skulder, 2023

Valuta	Tillgångar, mn SEK (andel)	Skulder, mn SEK (andel)
Amerikanska dollar	710 340 (20 %)	998 546 (29 %)
Euro	1 332 077 (37 %)	1 078 267 (31 %)
Yen	810 (0 %)	2 160 (0 %)
Brittiska pund	213 157 (6 %)	237 631 (7 %)
Renminbi	3 881 (0 %)	2 010 (0 %)
Svenska kronor	553 394 (16 %)	810 493 (24 %)
Andra valutor	744 842 (21 %)	300 993 (9 %)
Totalt	3 558 500 (100 %)	3 430 100 (100 %)

Källor: SCB och Riksbanken.

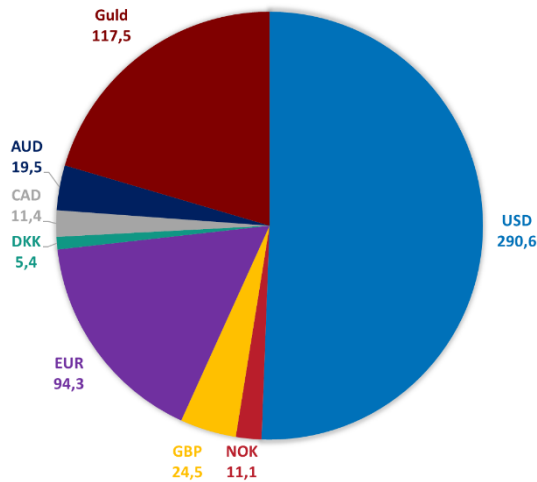
⁴¹ Mer information finns på Riksbankens webbplats <https://www.riksbank.se/sv/marknader/guld--och-valutarenserv/valutarenserv/>.

Figur 36: Riksbankens valutareserv 2000–2024



Anm.: Biljarder kronor respektive andel av BNP.
Källor: SCB och Riksbanken.

Tabellen visar att det finns ett stort finansieringsgap i USD, med högre skulder än tillgångar, vilket gör bankerna beroende av valutaswappar och kortsiktiga förlängningar. Det finns även ett finansieringsgap för euro, men det är mindre. Detta förklarar varför Riksbanken håller en större andel reserver i amerikanska dollar (omkring 63 procent av valutareserven) än reserver i euro (omkring 21 procent), trots att exponeringen mot eurodenominerade tillgångar är större i bankernas balansräkningar (figur 37). Detta val återspeglar att det finns ett särskilt behov att skydda tillgången till USD under perioder av stress på grund av Feds begränsade och betingade swap- eller repofaciliteter och de svenska företagens och investerarnas strukturella USD-exponeringar. Euro är däremot något lättare att få tag på via europeiska kanaler, vilket motiverar en lägre andel av reserven. De svenska bankerna har mindre exponeringar mot GBP, RMB och andra valutor, vilket återspeglas i att Riksbanken har blygsamma reservinnehav av tillgångar denominerade i dessa valutor. Guld hålls för diversifieringens skull, men har begränsad betydelse i och med guldprisets volatilitet.

Figur 37: Riksbankens innehav av valutor och guld

Anm.: 2024 års siffror, miljarder SEK
 Källa: Sveriges riksbank.

9.3 Samlade svenska valutaexponeringar

Sveriges externa balansräkning visar ännu tydligare vilken framträdande roll som USD och EUR har. På aggregerad nivå är tillgångar och skulder till stor del denominerade i dessa båda valutor, även om skulder främst är denominerade i svenska kronor (tabell 7).

I aggregatet är Sverige nettolångivare till utlandet med fordringar mot omvärlden. Sverige har mycket stora innehav av tillgångar i USD och EUR, medan skulder främst är denominerade i svenska kronor. Denna asymmetri innebär att Sverige är nettolång i utländsk valuta, särskilt USD, medan de flesta finansieringsåtaganden är inhemska.

Även om Sverige ser ut att ha en nettoposition där man skulle kunna luta sig tillbaka, beror likviditetsbehoven under en krisperiod på hur obalanserna och omsättningsrisken är *brutto*. Ett tydligt exempel är den globala finanskrisen 2008–2009. Under den perioden hade de svenska bankerna allvarliga svårigheter att förlänga kortfristig USD-finansiering, även om Sveriges externa balansräkning var nettolång i utländsk valuta.

Tabell 7: Valutadenominering för alla utländska tillgångar och skulder (inklusive banker), 2023

Valuta	Tillgångar, mn SEK (sammansättning)	Skulder, mn SEK (sammansättning)
Amerikanska dollar	6 365 029 (32 %)	2 407 597 (13 %)
Euro	5 814 375 (29 %)	4 168 399 (23 %)
Yen	252 226 (1 %)	29 543 (0 %)
Brittiska pund	881 031 (4 %)	419 305 (2 %)

Valuta	Tillgångar, mn SEK (sammansättning)	Skulder, mn SEK (sammansättning)
Renminbi	164 836 (1 %)	12 068 (0 %)
Svenska kronor	2 356 804 (12 %)	10 275 932 (57 %)
Andra valutor	3 915 859 (20 %)	713 528 (4 %)
Totalt	19 750 161 (100 %)	18 026 372 (100 %)

Källor: SCB och Riksbanken.

Det viktiga var inte landets nettotillgångsposition, utan Riksbankens förmåga att snabbt mobilisera likvida USD-värdepapper för vidareutlåning till banker.

Till sist kunde Riksbanken tillgodose efterfrågan på USD-finansiering genom en kombination av egna reserver och en diskretionär swaplina med Federal Reserve. Genom denna swaplina fick Riksbanken till sist uppemot 30 miljarder USD som komplement till sin egen reservstock av valuta, men detta var tillfälligt och behövde godkännas genom USA:s penningpolitik. Riksbankens slutsats har sedan dess varit att det alltså är viktigt att ha egna reserver som en första försvarslinje, eftersom det inte finns någon garanti för att extraordinära faciliteter alltid kommer att finnas tillgängliga när man behöver dem.

9.4 Finansiering och riskhantering

Fram till 2021 finansierade Riksbanken en betydande andel av sin valutareserv genom lån i utländsk valuta från Riksgälden. Med dessa arrangemang, som infördes efter den globala finanskrisen, kunde valutareserven snabbt utökas utan att det krävdes stora kronförsäljningar. År 2021 beslutade direktionen att framtida reserver skulle finansieras via Riksbankens egen balansräkning och övergången genomfördes under 2022.

Genom den nya finansieringsmodellen ökade Riksbankens direkta exponering mot valutafluktuationer. När reserver finansieras i svenska kronor leder en kronappreciering till att utländska tillgångars värde minskar i inhemsk valuta, medan de kron denominerade skulderna är oförändrade. Det har lett till att Riksbankens kapital har blivit känsligare för valutarörelser, se Kjellberg och Vestin (2019) och Sveriges riksbank (2023f).

De institutionella frågorna kring reservfinansieringen hade redan behandlats i en statlig utredning 2007, där den öppna valutapositionen sågs som en stor riskkälla och behovet av lämpliga kapitalbuffertar påtalades, se SOU (2007). En senare kommentar av Kjellberg och Vestin (2019) har bekräftat att dessa slutsatser är fortsatt relevanta.

Den balansräkningsrisk som uppstod efter Riksbankens beslut att egenfinansiera sin valutareserv ledde till att man 2023 beslutade att införa valuta-säkring med terminer och swappar som en del av ramverket för reservförvaltning. Målet var att minska volatiliteten i Riksbankens nettokapital och samtidigt behålla de underliggande reservtillgångarna i likvid, användbar form, se Sveriges riksbank (2023f). Särskild vikt lades vid att genomföra den

nya riskhanteringsstrategin successivt och att informera om att denna strategi enbart var till för riskhantering och inte för valutaintervention.

9.5 Bedömning

Givet Sveriges exponering mot valutarisk instämmer vi i att Riksbanken gör klokt i att hålla valutareserver. Den geopolitiska bakgrunden, och den relaterade osäkerheten kring den framtida tillgången på swapfaciliteter, talar i ännu högre grad för valutareserver.

Det bör dock även konstateras att när Riksbanken väl har tillräckliga valutareserver för att trovärdigt signalera sin förmåga att tillhandahålla likviditet i utländsk valuta och reducera destabiliserande kapitalflöden under krisperioder, kan Riksbanken påverka incitament inom det finansiella systemet. Svenska banker kan komma att räkna med att centralbanken alltid ska tillhandahålla likviditet i utländsk valuta, vilket skulle kunna försvaga marknadsdisciplinen och kan göra att man i alltför hög grad förlitar sig till kortfristig finansiering i utländsk valuta. Risker kopplade till moral hazard minskas dock genom ett sunt tillsynsramverk för likviditet och tydlig kommunikation från Riksbanken om att reserver är till för att skydda stabiliteten i det finansiella systemet, inte för att försäkra enskilda institut.

Ett andra problem gäller finansieringen av valutareserver. Övergången till egenfinansiering 2022 och införandet av valutasäkring 2023 har lett till att riskprofilen för Riksbankens balansräkning har förändrats betydligt. Även om denna förändring har minskat Riksbankens beroende av Riksgälden, har den också inneburit att Riksbankens balansräkning exponeras mot valutarörelser. Detta väcker ytterligare frågor om hur balansräkningsrisker fördelas mellan Riksbanken och staten.

Innan det nuvarande egenfinansieringssystemet började gälla finansierades Riksbankens valutareserv genom att Riksgälden gav ut skuldförbindelser i utländsk valuta och därefter tillhandahöll de tillgängliga medlen till Riksbanken. Strikt redovisningsmässigt skulle detta system framstå som neutralt i fråga om valutarisk, eftersom Riksgälden samtidigt skulle hålla en skuldförbindelse i utländsk valuta och motsvarande fordran i utländsk valuta på Riksbanken och det omvända gällde för Riksbanken.

Denna redovisningsneutralitet innebär dock inte att det inte fanns någon valutarisk i den offentliga sektorn som helhet. Ränta och kapitalbelopp för skuldförbindelser i utländsk valuta behöver till syvende och sist betalas med kron denominerade skatteintäkter, vilket innebär att staten exponeras mot valutarörelser. Om inte valutareservens valuta och löptidssammansättning perfekt överensstämmer med Riksgäldens skuldmission, skulle dessutom dessa obalanser kunna generera ytterligare risk. Med det tidigare arrangemanget bars dock valutarisken i slutänden av staten, men absorberades implicit genom den offentliga sektorns konsoliderade balansräkning i stället för att anges direkt i Riksbankens egen balansräkning.

Det är inte uppenbart att det finns något starkt argument för att överföra valutarisken till Riksbankens balansräkning. Riksgälden har dessutom betydande expertis när det gäller skuldemission och skuldförvaltning, som det framstår som naturligt att utnyttja. Med tanke på omsättningsrisk och exponering mot rörelser i swappspreadar kan det rent kostnadsmässigt vara en annan sak att finansiera reserver via marknader för kortfristiga swaps (vilket normalt sker genom egenfinansiering) än genom emission av skuldförbindelser i utländsk valuta även under normala förhållanden. Vidare skulle Riksbanken med stor sannolikhet behöva förlita sig på att staten skjuter till finansiering till reserven under perioder av allvarlig finansiell stress. Sammanfattningsvis verkar det finnas goda skäl att undersöka finansieringen av valutareserven mer ingående.

Det behövs uppenbart finnas en reserv som står i proportion till Sveriges öppenhet och det svenska banksystemets omfattning. Vad som är mindre tydligt är hur den lämpliga nivån faktiskt fastställs och uppdateras. Det rådande tillvägagångssättet förefaller ge större vikt åt en kvalitativ bedömning än åt ett omfattande empiriskt ramverk, som inbegriper en regelbunden modellering av likviditetsbehoven i utländsk valuta i händelse av finansiell stress. Även om Riksbanken har publicerat en investeringspolicy för guld- och valutareserven (se Sveriges riksbank (2025)), finns det relativt lite allmänt tillgänglig information om hur banken rent formellt går till väga för att kalibrera reservens täckning och sammansättning och bankens riskaptit. Dessa utformningsfrågor liksom spörsmål gällande institutionellt ansvar och transparens beaktas i de avslutande rekommendationerna.

10 Rekommendationer och avslutande kommentarer

Riksbanken är en central aktör i Sveriges makroekonomiska ramverk. Det är en oberoende myndighet under Sveriges riksdag och ansvarar för att säkerställa en låg och stabil inflation i Sverige. Riksbanken har med rätta haft ett högt anseende för sin förda penningpolitik och åtnjuter stor respekt internationellt.

Under perioden 2015–2024 hanterade Riksbanken flera betydande utmaningar för den penningpolitiska stabiliteten med stor skicklighet och med ett tydligt fokus på sitt uppdrag. I början av utvärderingsperioden ställdes Riksbanken inför en inflation under målet och fallande inflationsförväntningar samtidigt som styrräntan redan hade sänkts till noll. Riksbanken svarade med att ta till okonventionella penningpolitiska verktyg, bland annat genom att avsluta om negativa nominella räntor, genomföra kvantitativa lättnader i penningpolitiska syften och använda framåtblickande vägledning. Därefter närmade sig inflationen målet igen och inflationsförväntningarna återhämtade sig.

Just som styrräntan var tillbaka på noll och de kvantitativa lättnaderna avslutades 2019 ställdes världsekonomin inför covid-19-pandemins utmaningar i början av 2020. Riksbanken reagerade beslutsamt och kompetent på de första osäkerheterna kring pandemin, och detta agerande bidrog till att Sverige undvek de värsta tänkbara utfallen. Efterhand som osäkerheterna kring pandemin försvann ställdes Riksbanken inför en stigande inflation. Inflationstrycket, som inleddes under andra delen av 2021, härleddes till en kombination av utbudskanaler som inledningsvis bedömdes vara temporär. Som många andra centralbanker var Riksbanken inledningsvis tveksam till att strama åt penningpolitiken. När Riksbanken slutligen ändrade kurs lyckades man hejda inflationsuppgången i slutet av 2022 genom branta styrräntehöjningar. När inflationen sedan återigen började närma sig tvåprocentsmålet kunde Riksbanken inleda en period av styrräntesänkningar från och med maj 2024.

Riksbanken har genom sina åtgärder under utvärderingsperioden bidragit till att upprätthålla penningpolitisk stabilitet. Sverige har fortfarande ett av de starkaste makroekonomiska ramverken bland de utvecklade ekonomierna. Under de tio senaste åren har dock penningpolitiken prövats till sin gräns. De okonventionella åtgärder som användes i början av perioden var oprövade och man behöver fortfarande förstå deras fulla effekter. Under 2010-talet låg inflationen dessutom konsekvent under målet, vilket återspeglade policyavvägningar och bedömningsfel som Riksbanken själv har erkänt. Längre fram – från och med 2021 – stack inflationen iväg en bra bit över tvåprocentsmålet, och de aldrig tidigare skådade globala utbudschockerna prövade både Riksbankens prognosförmåga och dess vilja att agera beslutsamt.

Dessa erfarenheter visar på behovet av att stärka de analytiska, institutionella och kommunikationsrelaterade ramverk som ligger till grund för penning-

politiken. Ett generellt tema för vår utvärdering är att även om Sveriges makroekonomiska ramverk har gett goda resultat behöver man se över hur effektivt detta ramverk stöder informationsutbyte, tydlig kommunikation och välgrundade diskussioner om de lämpligaste policyresponserna. Vi anser också att det skulle vara värdefullt att genomföra en omfattande analys av ramverket för Sveriges externa penningpolitik. I följande rekommendationer har vi fokuserat på hur dessa reformer kan genomföras i praktiken samt på vilka övriga förbättringar av penningpolitik och analys som behöver göras för att Sveriges monetära och finansiella ramverk ska fortsätta att vara både trovärdigt och motståndskraftigt.

10.1 Stärka ramverket för penningpolitiska verktyg

Genom den nya *riksbankslagen* har det införts en starkare styrning av extraordinära penningpolitiska åtgärder, med krav på att sådana åtgärder ska vara formellt motiverade. Detta är ett steg på vägen för att åtgärda den brist på ett ramverk för förhandsbedömning av kostnadsnytta och den avsaknad av tydliga exitprinciper som har konstaterats i vår analys. För att dessa reformer ska få full genomslagskraft rekommenderas ytterligare åtgärder.

- **Utveckla och publicera ett strukturerat ramverk för att definiera och bedöma nettofördelarna med okonventionella verktyg.** Detta skulle omfatta en systematisk bedömning av hur effektiva dessa verktyg är för att uppnå inflationsmålen samt hur dessa fördelar vägs mot risker för den finansiella stabiliteten och balansräkningen. Detta ramverk skulle baseras på explicita antaganden som stöds genom empiriska skattningar och prövas genom alternativa scenarier som på ett transparent sätt redovisar potentiella policyavvägningar. Det skulle här göras en tydlig åtskillnad mellan de tillgångsköp som görs för marknadens funktionssätt och de tillgångsköp som syftar till penningpolitisk stimulans, en distinktion som inte alltid var tydlig i pandemins tidiga fas (se avsnitt 3.2). Ett förtydligat syfte skulle vara till hjälp för programmets utformning och bidra till att förhindra missuppfattningar om monetär finansiering. Vidare skulle förhandsbedömningar och dynamiska bedömningar av kostnadsnyttan kunna vara vägledande för när okonventionella åtgärder ska inledas och avslutas. Detta ramverk bör först tillämpas på Riksbankens användning av kvantitativa lättnader och andra okonventionella penningpolitiska verktyg (till exempel negativa nominella räntor) under rapporteringsperioden, och resultaten publiceras. Vidare bör resultaten vara vägledande för beredskapsplaneringen gällande en eventuell framtida användning av kvantitativa lättnader kontra andra alternativ.
- **Fastställa på förhand definierade principer för exitstrategier.** Den utdragna återinvesteringsfasen och den efterföljande tillgångsförsäljningen visar att man behöver planera framåt. Det behövs exitstrategier för att specificera utlösande faktorer, eventualiteter och kommunikationsprotokoll

samt för att göra avvägningar mellan penningpolitiska mål, konsekvenser för balansräkningen och andra risker (avsnitt 4.3.3 och 4.3.4).

- **Stärka kommunikation och tydliggöra kostnader och fördelar med okonventionella penningpolitiska åtgärder.** Den framåtblickande vägledningen för styrräntan var i allmänhet väl förstådd, men kvantitativa lättnader och liknande verktyg kommunicerades ofta som fasta program. I framtida kommunikation bör dessa åtgärders omfattning och varaktighet vara explicit betingade av hur utsikterna utvecklas (avsnitt 5). Även om Riksbanken var relativt transparent om sina okonventionella penningpolitiska beslut, kunde dessutom direktionen ha varit tydligare med hur de förväntade makroekonomiska fördelarna vägdes mot finansiella stabilitetsrisker och potentiella kapitalförluster, särskilt i ett tidigt skede. Att ge tidsnära förklaringar till dessa avvägningar skulle stärka transparensen och allmänhetens förståelse i enlighet med den nya *riksbankslagens* bestämmelser om ansvar (avsnitt 5).

10.2 Öka informationsutbytet mellan finans- och penningpolitiska myndigheter, särskilt under perioder av stress

Sveriges strikta finanspolitiska ramverk har inneburit trovärdighet och en låg offentlig skuldsättning för landets finanspolitiska system. Det ska dock konstateras att denna strikthet medför potentiella risker för Riksbankens balansräkning när det behöver göras tillgångsköp för att nå inflationsmålet under perioder med en bindande nollränterestriktion. Om dessa risker materialiseras – som de nyligen gjorde under rapporteringsperioden – kan striktheten i det finanspolitiska ramverket oavsiktligt undergräva Riksbankens trovärdighet samt även stödet för dess finansiella och operativa oberoende på längre sikt.

Det finns tecken i Sverige på att finanspolitiken kommer att användas mer aktivt i framtiden. Regeringens föreslagna ändring av *budgetlagen* om att ersätta överskottsmålet på 0,33 procent av BNP med ett mål om en balanserad budget under konjunkturcykeln skulle kunna möjliggöra finanspolitisk stimulans vid nedgångar (om den godkänns). Om det tillåts att militära investeringar skuldfinansieras, skulle detta också kunna medföra en källa till ofinansierade politiska åtgärder. Denna utveckling kommer att få makroekonomiska konsekvenser och främjar också en annan penning- och finanspolitisk mix.

I detta hänseende rekommenderar vi följande:

- **Förbättrad kommunikation mellan penningpolitiska och finanspolitiska myndigheter, särskilt vid djupa nedgångar.** Målet med denna kommunikation skulle *inte* vara att fatta gemensamma beslut, eftersom uppdrag och ansvarsområden måste respekteras. Målet är i stället att ge underlag till diskussioner om vilken typ av penningpolitiska åtgärder och övergripande strategier som kan ge största möjliga nettofördelar till lägsta tänkbara risk.

- **Överväga en samordning av skuldförvaltningsstrategin och okonventionella penningpolitiska operationer.** Under perioden med kvantitativa lättnader fortsatte Riksgälden att ge ut långa obligationer även då de köptes av Riksbanken (figur 27). Regeringen och Riksgälden bör i samråd med Riksbanken samordna emissionslöptiderna under aktiva kvantitativa lättnader för att åstadkomma en samlad konsoliderad riskhantering.
- **Se över genomförandet av Riksbankens ramverk för eget kapital.** *Lagens* kapitalmått omfattar orealiserade värderingsförändringar av statsobligationer. Det bör utvärderas om det är lämpligt eller ej att marknadsvärdera Riksbankens innehav av statsobligationer med det kapitalmått som används i den nya *riksbankslagen*.

10.3 Förbättra prognostisering, modellering och riskbedömning

Under perioden 2021–2022 förekom det stora fel i inflationsprognosen från Riksbankens sida. Det säger sig självt att det är svårt att göra prognoser under osäkra tider, men det är ändå viktigt att utnyttja lärdomarna från den här perioden för att satsa på att förbättra Riksbankens analyskapacitet. Detta skulle innebära att både dess policykalibrering och kommunikation förbättrades ytterligare.

- **Genomföra ytterligare förbättringar av MAJA.** MAJA bör omfatta en mer fullständig modellering av bostadssektorn och finanspolitiken. Riksbanken bör även undersöka hur modellen ska anpassas för att integrera mer flexibilitet när det gäller hur priserna i Sverige reagerar på chocker. Även om det inte är någon lätt sak att införa helt icke-linjär dynamik i en storskalig modell som MAJA, bör Riksbanken överväga att använda skräddarsydda, mer småskaliga modeller för att bedöma konsekvenserna av viktiga icke-linjäriteter och undersöka risker för utsikterna eller de alternativa scenarierna (avsnitt 6.3.2).
- **Utöka användningen av högfrekvens- och realtidsdata.** Det behöver integreras nowcasting-modeller som bygger på administrativa data och transaktionsdata, i linje med de initiativ som nyligen tagits av ECB och Federal Reserve, för att förbättra prognostiseringen i närtid när traditionella indikatorer inte klarar detta. Sverige har en mängd högkvalitativa data som kan utnyttjas för detta (avsnitt 6.3.1).
- **Institutionalisera scenarioanalys i beslutsprocesser.** Varje *penningpolitisk rapport* bör omfatta minst två alternativa scenarier med explicita penningpolitiska implikationer. Detta kommer att medföra att riskhantering i större utsträckning integreras i direktionens överläggningar och göra osäkerhetskommunikationen mer trovärdig (avsnitt 6.3.3).
- **Formalisera forskningschefens deltagande i penningpolitiska överläggningar, dock utan rösträtt.** Även om forskningschefen och personal från forskningsenheten redan deltar i förberedande möten och det analys-

arbete som leder fram till de penningpolitiska besluten, har de ingen formaliserad roll i direktionens överläggningar. Genom att formalisera deltagandet skulle forskningsenhetens expertis tas bättre till vara då dessa medarbetare kan komma med relevanta rön från den bredare litteraturen inom forskning och penningpolitik och tillhandahålla ett välgrundat ifrågasättande av potentiellt grupptänkande. Eftersom forskningschefen inte ansvarar för att ta fram grundscenariot, kan denna roll också bidra till att ge nya perspektiv i beslutsskedet.

10.4 Stärka ramverket för finansiell stabilitet

I *riksbankslagen* klargörs målhierarkin – prisstabilitet kommer i första hand och realekonomisk stabilitet och finansiell stabilitet utgör sekundära mål – men ansvaret för finansiell stabilitet fördelas mellan flera olika institutioner, däribland Finansinspektionen och Riksgälden (avsnitt 2.1.1, 2.1.2 och 2.1.4). Under utvärderingsperioden har dessa myndigheter haft ett regelbundet samarbete som har omfattat informationsutbyte, gemensamt analysarbete och strukturerade forum såsom Finansiella stabilitetsrådet och dess beredande grupp. Denna samordning har dock mestadels varit rådgivande och ofta skett parallellt med, och inte före, penningpolitiska åtgärder, särskilt under perioder av akut stress. När ansvaret för makrotillsynsverktyg och krisåtgärder fragmenteras mellan institutioner, ökar det risken för att det blir luckor i riskidentifieringen och en suboptimal respons när finansiella stabilitetsrisker materialiseras. Dessa risker är särskilt påfallande för Riksbanken, som både ska uppnå prisstabilitet och agera som sista låneinstans vid en kris.

Ett antal åtgärder bör övervägas för att stärka ramverket för finansiell stabilitet:

- **Stödja ett snabbt agerande från Riksbanken i kristider och samtidigt iakttä nya samrådsregler.** I enlighet med den nya *riksbankslagens* bestämmelse om att samråd ska ske om det inte gäller en omedelbar åtgärd, bör ett samarbetsavtal upprättas mellan Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgälden för att i förväg fastställa vad som utgör ”omedelbar åtgärd” och hur samråd ska ske under stress. Detta kommer att leda till en mer sammanhängande myndighetsövergripande beredskap, trovärdighet och ett snabbare genomförande av det nya ramverket.
- **Minska fragmenteringen och upprätta starkare samordningsmekanismer för makrotillsyn.** Sverige behöver säkerställa att låntagarbaserade åtgärder, likviditets- och kapitalverktyg och tillsyn över icke-banksektorn inte hanteras separat. Beslut om sådana åtgärder bör även framöver delegeras till en eller flera oberoende myndighet(er), så att de fortsätter att stå fria från kortsiktiga politiska överväganden, men samtidigt omfattas av tydligt ansvarstagande och transparens. Samordning kan uppnås genom olika institutionella arrangemang (dvs. koncentrerat eller fördelat mellan myndigheter), men starka samordningsmekanismer rekommenderas.

Storbritanniens Financial Policy Committee är ett exempel på hur tydliga lagstadgade roller och ett gemensamt beslutsfattande kan kombineras. Sverige skulle kunna anpassa denna modell till sin egen struktur genom att fortsätta med separata myndigheter och samtidigt hantera samordningen genom en formell kommitté för finansiell stabilitet eller något motsvarande organ.

- **Publicera regelbundna gemensamma riskbedömningar.** Riksbanken och Finansinspektionen skulle kunna ge ut en analysrapport en gång i halvåret om systemiska sårbarheter, inbegripet gränsöverskridande och icke-bankrelaterade kanaler. Detta skulle stärka den gemensamma situationsmedvetenheten utan att förändra lagstadgade ansvarsområden.

10.5 Genomföra en förnyad bedömning av Sveriges ramverk för extern monetär politik

Som diskuteras i avsnitt 8 och 9 står Sveriges ramverk för extern monetär politik inför en rad olika utmaningar. Även om den flytande växelkursen sannolikt har medfört värdefull flexibilitet, har den inte stabiliserats trots att Sverige och euroområdet ligger alltmer i linje med varandra vad gäller penningpolitiska val och inflationsutfall. Mot bakgrund av den flytande växelkursregimen och finansinstitutens exponering mot valutarisk håller Riksbanken en valuta-reserv. I ramverket för valutareserven måste behovet av lämpliga buffertar i utländsk valuta vägas mot risker i fråga om balansräkningen och moral hazard. Sammantaget gör detta att det krävs en framåtblickande bedömning av Sveriges struktur för extern monetär politik och en översyn av Riksbankens policyer och finansiering vad gäller valutareserven.

- **Göra en systematisk översyn av växelkursregimen.** Med tanke på att Sverige ligger så nära euroområdet i konjunkturcykeln och att kronkursen varit svag under längre tid, bör regeringen beställa en uppdaterad formell bedömning som kan belysa vad regimen har för konsekvenser för Sveriges ekonomiska välbefinnande. I denna studie bör stabiliseringsfördelarna med en flytande växelkursregim jämföras med de potentiella effektivitets- och integrationsvinster som alternativa arrangemang skulle kunna ge. Vid denna översyn bör det även undersökas hur tekniska innovationer, till exempel ECB:s eventuella digitala euro, stablecoins som backas upp av amerikanska dollar och privata tokeniserade betalningssystem, skulle kunna påverka kronans funktion som betalningsmedel och avvecklingstillgång, samt relaterade frågor som rör penningpolitik och balansräkning.⁴² Vårt syfte är inte att förordna en förändring, utan att säkerställa att beslut om växelkursregimen grundas på aktuell och omfattande evidens.
- **Utveckla, formalisera och publicera ett kvantitativt ramverk för reservtäckning.** Riksbanken använder visserligen redan en intern metod för

⁴² Se diskussionen i Nessén, Sellin och Sommar (2018) om relaterade frågor vad gäller en e-krona.

att bedöma reservtäckning, inbegripet stresstestning, men i nuläget är endast en del av detta ramverk offentligt. Riksbanken bör formalisera och publicera en omfattande metodik där valutareservens storlek kopplas till externa exponeringar och behov av krislikviditet, baserat på internationella riktmärken såsom IMF-vägledning och gränsöverskridande erfarenhet. Regelbunden stresstestning och offentliggörande av säkringskvoter skulle ge ökad transparens och samtidigt minska bilden av att det är ett obegränsat centralbanksstöd.

- **Klargöra det institutionella ansvaret för reservfinansiering och valuta-säkring.** Efter övergången till egenfinansiering 2022–2023 behöver Riksbanken och Riksgälden tillsammans bedöma om de rådande arrangemangen är kostnadseffektiva och fördelar och hanterar risk på ett optimalt sätt och samtidigt efterleva principerna om finansiellt oberoende som fastställs i 2007 års statliga utredning. I detta sammanhang bör det även utvärderas vilket finansieringssystem som skulle vara mest robust i kristider.
- **Beställa en oberoende extern granskning av reservramverket.** I en återkommande studie skulle man kunna jämföra Sveriges reservpolicyer i förhållande till andra jämförbara regimer, utvärdera vad som är en lämplig nivå för den nya finansieringsmodellen och bedöma hur balansräkningsrisker och moral hazard hanteras inom det bredare ramverket för finansiell stabilitet.

Sammanfattning

Rekommendationerna i denna rapport syftar till att bygga vidare på Riksbankens betydande styrkor och hjälpa Riksbanken att möta nästa generation av policyutmaningar. De behandlar både institutionella reformer som redan är på gång och de praktiska åtgärder som behöver vidtas för att förbättra samordning, analyskapacitet och kommunikation i Sveriges makrofinansiella ramverk. Om de genomförs kommer det att ytterligare stärka trovärdigheten och motståndskraften för Sveriges monetära och finansiella system i en miljö med fortsatt global osäkerhet.

I denna utvärdering dras även slutsatsen att det vore lämpligt att ta ett steg tillbaka och ta en förnyad blick på Sveriges ramverk för extern monetär politik. Detta är inget som ska göras lättvindigt, men det är befogat med tanke på den erfarenhet man har av den långvarigt svaga kronan, den djupa ekonomiska integrationen med euroområdet och de ökande krav som ställs på Riksbankens valuta-reserv. En noggrann, evidensbaserad granskning av dessa frågor skulle bidra till att säkerställa att Sveriges övergripande policystruktur alltfjänt är väl lämpad för nästa fas av global och regional förändring.

Slutligen bör det framhållas att en styrka med det svenska systemet är att Riksbanken är en oberoende institution som genomgår återkommande externa utvärderingar. Vi har uppfattat processen som mogen, öppen och genuint engagerad. Detta återspeglar att riksdagens finansutskott och Riksbanken har en kultur där man värdesätter fortlöpande förbättring och konstruktiv feedback. Denna vilja att lära och anpassa sig är ett av skälen till att Riksbanken arbetar så effektivt och åtnjuter en sådan respekt internationellt.

11 Referenser

Abadi, Joseph, Markus Brunnermeier och Yann Koby (2023): "The Reversal Interest Rate", *American Economic Review*, 113(8), 2084–2120.

Akkaya, Yildiz, Carl-Johan Belfrage, Paola Di Casola och Ingvar Strid (2023): "The Macroeconomic Effects of Riksbank Asset Purchases During the Pandemic: Simulations Using a DSGE Model", Staff memo, Sveriges riksbank.

Almerud, Jakob, Dominika Krygier, Henrik Lundvall och Mambuna Njie (2024) "Measuring Riksbank Monetary Policy: Shocks and Macroeconomic Transmission", Sveriges Riksbank Working paper no.445.

Alsterlind, Jan (2015): "Hur kan penningpolitiken ta hänsyn till osäkerhet och risk?", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, 69–89, Sveriges riksbank.

Andersson, Fredrik N.G. och Lars Jonung (2020): "Lessons from the Swedish Experience with Negative Central Bank Rates", *Cato Journal*, 40(3), 595–612.

Armeliuss, Hanna, Paola Boel, Carl Andreas Claussen och Marianne Nessén (2018): "E-kronan och makroeconomien", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, 42–64, Sveriges riksbank.

Australian Treasury (2023): "An RBA Fit for the Future: Review of the Reserve Bank of Australia", Canberra: Australiska samväldet, mars 2023.

Basu, Suman S., Emine Boz, Gita Gopinath, Francisco Roch och D. Filiz Unsal (2025): "Integrated Monetary and Financial Policies for Small Open Economies", *Econometrica*, 93(6), 2201–34.

Berg, Claes och Lars Jonung (1999): "Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience, 1931–1937", *Journal of Monetary Economics*, 43(3), 525–551.

Berggren, Erik, Stefania Mammos och Ingvar Strid (2024): "Penningpolitikens effekter i Sverige under inflationsmålsperioden: skattningar med strukturerade VAR-modeller", Staff memo, Sveriges riksbank.

Bernanke, Ben S. (2024): "Forecasting for Monetary Policy Making and Communication at the Bank of England: a Review", Independent Evaluation Office, Bank of England, 12 april.

Bernanke, Ben S. och Olivier Blanchard (2024): "An Analysis of Pandemic-Era Inflation in 11 Economies", *Brookings Hutchins Center Working Paper*, nr 91, maj.

Bernanke, Ben S. och Vincent R. Reinhart (2004) "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", *American Economic Review*, 94(2), 85–90.

Bohlin, Jan (2010): "From Appreciation to Depreciation - the Exchange Rate of the Swedish Krona, 1913-2008." I: *Historical Monetary Statistics for Sweden, Volume I: Exchange Rates, Prices and Wages 1277-2008*. Red: Rodney Edvinsson, Tor Jacobson och Daniel Waldenström: Sveriges riksbank och Ekerlids.

Breman, Anna och Anna Seim (2025): "Openness and Clarity – Key Ingredients in Riksbank Communication", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, 5–23, Sveriges riksbank.

Calmfors, Lars (2025): "Pattern Bargaining as a Means to Coordinate Wages in the Nordic Countries", *Nordic Economic Policy Review*, 11–55.

Chari, V.V., Patrick J. Kehoe och Ellen McGrattan (2002): "Can Sticky Price Models Generate Volatile and Persistent Exchange Rates?", *Review of Economic Studies*, 69(3), 533–563.

Christensen, Jens H.E. och Xin Zhang (2024): "Quantitative Easing, Bond Risk Premia, and the Exchange Rate in a Small Open Economy", Working paper no. 434, Sveriges riksbank.

Christiano, Lawrence, Martin Eichenbaum och Sergio Rebelo (2011): "When is the Government Spending Multiplier Large?" *Journal of Political Economy*, 119(1), 78–121.

Coglianese, John, Maria Olsson och Christina Patterson (2025): "Monetary Policy and the Labor Market: A Quasi-Experiment in Sweden", *American Economic Review*, vol. 115, nr 10, oktober 2025, s. 3451–3486.

Corbo, Vesna och Ingvar Strid (2020): "MAJA: A Two-Region DSGE Model for Sweden and its Main Trading Partners", Working paper no. 391, Sveriges riksbank.

Culbertson, John M. (1957): "The Term Structure of Interest Rates", *Quarterly Journal of Economics*, 71(4), 485–517.

De Rezende, Rafael B. (2017): "The Interest Rate Effects of Government Bond Purchases Away From the Lower Bound", *Journal of International Money and Finance*, 74, 165–186.

Devereux, Michael B. och Charles Engel (2003): "Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange-Rate Flexibility", *Review of Economic Studies*, 70(4), 765–783.

Devereux, Michael B. och Alan Sutherland (2010): "Valuation Effects and the Dynamics of Net External Assets", *Journal of International Economics*, 80(1), 129–143.

Di Casola, Paola och Pär Stockhammar (2021): "When Domestic and Foreign QE Overlap: Evidence from Sweden", Working paper no. 404, Sveriges riksbank.

Edvinsson, Rodney (2005): "Growth, Accumulation, Crisis: With New Macroeconomic Data for Sweden 1800-2000." Almqvist & Wiksell International, Stockholm.

Eggertsson, Gauti B., Ragnar E. Juelsrud, Lawrence H. Summers och Ella Getz Wold (2024): "Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel", *Review of Economic Studies*, 91(4), 2201–2275.

English, William B., Kristin J. Forbes och Ángel Ubide (2024): *Monetary Policy Responses to the Post-Pandemic Inflation*, CEPR Press e-book, februari.

Europeiska centralbanken (2024): "Nowcasting Made Easier: A Toolbox for Economists",

ECB Working Paper No. 3004, av Jan Linzenich och Baptiste Meunier, december.

Eurostat (2024): "Extra-EU trade by invoicing currency" https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Extra-EU_trade_by_invoicing_currency

Ewertzh, Jacob, Mathias Klein och Oskar Tysklind (2022): "Prisförändringar i Sverige – insikter från nya mikrodata", *Ekonomisk kommentar*, nr 1, januari, Riksbanken.

Fieldhouse, Andrew, Karel Mertens och Morten O. Ravn (2018): "The Macroeconomic Effects of Government Asset Purchases: Evidence from Postwar U.S. Housing Credit Policy", *Quarterly Journal of Economics*, 133(3), 1503–1560.

Fleming, John Marcus (1962): "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, 9(3), 369–380.

Flodén, Martin, Matilda Kilström, Jósef Sigurdsson och Roine Vestman (2021) "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel", *Economic Journal*, 131(636), 1742–1771.

Flodén, Martin (2022): "Mina tankar kring Riksbankens tillgångsköp", vice riksbankschefens anförande vid Handelsbanken, Stockholm, 6 december 2022. Sveriges riksbank.

Flug, Karnit och Patrick Honohan (2022): "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020", Riksdagen.

Friberg, Richard och Fredrik Wilander (2006): "Price Setting Transactions and the Role of Denominating Currency in FX Markets", rapport på uppdrag av Sveriges riksbank.

Friedman, Milton (1953): "The Case for Flexible Exchange Rates", i: Milton Friedman: *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press.

Fung, Ben, Scott Hendry och Warren E. Weber (2018): "Swedish Riksbank Notes and Enskilda Bank Notes: Lessons for Digital Currencies", Bank of Canada Staff Working Paper 2018–2027.

Furman, Jason (2022): "Why Did Almost Nobody See Inflation Coming?", *Project Syndicate*, kommentar, januari 2022.

Goodfriend, Marvin och Mervyn King (2016): "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010-2015", rapport till riksdagen, finansutskottet. Stockholm: Sveriges riksdag, januari 2016.

Gopinath, Gita och Oleg Itskhoki (2022): "Dominant Currency Paradigm: a Review", kapitel 2 i: "Handbook of International Economics", vol.6, Gita Gopinath, Elhanan Helpman och Kenneth Rogoff (red.), Elsevier.

Greenspan, Alan (2005): "Government-Sponsored Enterprises", kommentar från ordförande Alan Greenspan till konferensen om boende, lånefinansiering och makroekonomi, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia, maj 19, 2005

Hassler, John, Per Krusell och Anna Seim (2023): "Utvärdering av penningpolitiken 2022", Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5 – Uppföljning och utvärdering av penningpolitiken 2022.

Hassler, John, Per Krusell och Roine Vestman (2024): "Svensk penningpolitik 2023", Rapport från riksdagen 2023/24:RFR15 – Utvärdering av penningpolitiken 2023.

Hassler, John, Karin Kinnerud, Per Krusell och Roine Vestman (2025): "Svensk penningpolitik 2024", Rapport från riksdagen 2024/25:RFR13 – Utvärdering av penningpolitiken 2024.

Håkanson, Christina och Stefan Laséen (2024): "Defilering in i mål eller ett dött lopp? Centralbanksmästerskapet i prognosförmåga 2021 och 2022", Ekonomisk kommentar, nr 1/2024, Sveriges riksbank.

Ingves, Stefan (2020): "Penningpolitik i en föränderlig värld", riksbankschefens anförande vid Business Arena, Stockholm, 10 december 2020. Sveriges riksbank.

Internationella valutafonden (2001): *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*. Washington, DC: Internationella valutafonden.

Internationella valutafonden (2016): *Sweden: Financial System Stability Assessment*. IMF Country Report No. 16/355, Washington, DC: Internationella valutafonden.

Iversen, Jens, Stefan Laséen, Henrik Lundvall och Ulf Söderström (2016): "Real-Time Forecasting for Monetary Policy Analysis: The Case of Sveriges Riksbank", *Riksbank Working Paper* No. 318, mars.

Jansson, Per (2021): "The response in Sweden", i *Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era*, redigerad av William B. English, Kristin Forbes och Ángel Ubide, London: CEPR Press, s. 103–121.

Jansson, Per (2022) "Peningpolitik när inflationen är för hög – förutsättningar och utmaningar", anförande, Sveriges riksbank.

Jonung, Lars (1984): "The Swedish Experience under the Classical Gold Standard, 1873–1914", kapitel 8 i: "A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931", Michael D. Bordo och Anna J. Schwartz (red.), University of Chicago Press.

Kjellberg, Anders (2019): "Sweden: Collective Bargaining under the Industry Norm", i "Collective Bargaining in Europe: Towards an Endgame? Volume II: Sectoral bargaining under the regime of the industry norm", redigerad av Torsten Schulten m.fl., Europeiska fackförningsinstitutet (ETUI), Bryssel, s. 583–610.

Kjellberg, David och David Vestin (2019): "Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende", *Penning- och valutapolitik*, 2019:2, s. 5–41, Sveriges riksbank.

Kjellberg, David och Magnus Ahl (2022): "Riksbankens finansiella resultat och kapital påverkas av högre räntor", *Ekonomisk kommentar*, nr 8, juli, Sveriges riksbank.

Klein, Mathias, Klara Strömberg och Oskar Tysklind (2024): "Inflationsdynamiken under höginflationsperioden: insikter från mikrodata", *Ekonomisk kommentar*, nr 14, juli, Sveriges riksbank.

Knotek II, Edward S. och Saeed Zaman (2023): "A Real-Time Assessment of Inflation Nowcasting at the Cleveland Fed", *Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary*, mars.

Kolasa, Marcin, Stefan Laséen och Jesper Lindé (2025): "Unconventional Monetary Policies in Open Economies", IMF working paper no. 2025/066.

Lane, Philip R. och Gian Maria Milesi-Ferretti (2018) "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis", *IMF Economic Review*, 66, 189–222.

Leeper, Eric (1991): "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies", *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129–147.

Leeper, Eric (2003): "An 'Inflations Report' Report", Working paper no. 10089, National Bureau of Economic Research.

Leeper, Eric (2018): "Sweden's Fiscal Framework and Monetary Policy", NBER Working Paper No. 24743.

Lewis, Daniel J., Karel Mertens och James H. Stock (2021): "High-Frequency Data and a Weekly Economic Index during the Pandemic", *AEA Papers and Proceedings*, 111, 401–405.

Linderoth, Gabriella och Malte Meuller (2024): "Inflation-Dependent Exchange Rate Pass-Through in Sweden: Insights from a Logistic Smooth Transition VAR Model", *Riksbank Working Paper* No. 439.

Löf, Mårten och Pär Stockhammar (2024): "Vad drev inflationsuppgången?" Riksbank Staff Memo, juni.

Mertens, Karel och Morten O. Ravn (2013): "The Dynamic Effects of Personal and Corporate Income Tax Changes in the United States", *American Economic Review*, 103(4), 1212–1247.

Messer, Todd och Friederike Niepmann (2023): "What Determines Passthrough of Policy Rates to Deposit Rates in the Euro Area?" FEDS Notes, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Modigliani, Franco och Richard Sutch (1966): "Innovations in Interest-Rate Policy", *American Economic Review*, 56(1/2), 178–197.

Mogstad, Magne, Kjell G. Salvanes och Gaute Torsvik (2025): "Income Inequality in the Nordic Countries: Myths, Facts, and Lessons", *Journal of Economic Literature*, ännu ej publicerad.

Muellbauer, John och Jagoda Kaszowska-Mojša (2024): "The Effects of BBMs", rapport för Finansinspektionen.

Mundell, Robert A. (1963): "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475–485.

Nessén, Marianne, Peter Sellin och Per Åsberg Sommar (2018): "Implikationer av en e-krona för Riksbankens penningpolitiska styrsystem", *Penning- och valutapolitik*, 3, 28–41, Sveriges riksbank.

Obstfeld, Maurice (2023): "Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future", NBER Working paper no. 31949.

Obstfeld, Maurice och Kenneth Rogoff (1995): "Exchange Rate Redux", *Journal of Political Economy*, 103, 624–660.

Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh och Alan M. Taylor (2010): "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), 57–94.

Platzer, Josef och Marcel Peruffo (2022): "Secular Drivers of the Natural Rate of Interest in the United States: A Quantitative Evaluation", IMF Working Paper no. 2022/030.

Rachel, Lukasz (2025): "What Next for r^* ? A Capital Market Equilibrium Perspective on the Natural Rate of Interest", Brookings Paper on Economic Activity Conference Draft.

Rachel, Lukasz och Morten O. Ravn (2025): "Brothers in Arms: Monetary-Fiscal Interactions without Ricardian Equivalence", CEPR Discussion Paper no. 20445.

Rangvid, Jesper (2024): "Effects of Borrower-Based Measures", rapport för Finansinspektionen, januari 2024.

Sargent, Thomas J. och Neil Wallace (1981): "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol.5(3), 1–17.

Seim, Anna (2024): "Riksbankens nya bedömning av den neutrala räntan på lång sikt", vice riksbankschefens anförande vid Riksbanken, 26 november 2024.

Skingsley, Cecilia (2016): "Ett år av minusränta. Var står vi?", vice riksbankschefens anförande vid Danske Bank, Stockholm, 7 april 2016.

Statens Offentliga Utredningar (2007): Riksbankens finansiella oberoende, SOU 2007:51, Finansdepartementet, Stockholm.

Svensson, Lars E. O. (2013): "Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting", Norges Bank Conference paper.

Svensson, Lars E. O. (2014): "Why Leaning Against the Wind is the Wrong Monetary Policy for Sweden", rapport som presenterades vid NBER-konferensen om okonventionell penningpolitik i Tokyo.

Svensson, Lars E. O. och Sweder van Wijnbergen (1989): "Excess Capacity, Monopolistic Competition, and International Transmission of Monetary Disturbances", *Economic Journal*, 99(397), 785–805.

Sveriges riksbank (2010a): "Penningpolitisk rapport 2010", Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2010b): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 15 december 2010", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2015a): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 11 februari 2015", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2015b): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 28 april 2015", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2015c): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 1 juli 2015", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2015d): "Penningpolitisk rapport 2015", Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2015e): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 27 oktober 2015", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2015f): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 14 december 2015", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2016): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 10 februari 2016", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2018): "Penningpolitisk rapport, juli 2018", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2019a): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 24 april 2019", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2019b): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 2 juli 2019", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2019c): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 23 oktober 2019", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2019d): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 18 december 2019", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2020a): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 27 april 2020", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2020b): "Finansiell stabilitetsrapport 2020:1", *Stockholm: Sveriges riksbank*, maj.

Sveriges riksbank (2020c): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 30 juni 2020", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2020d): "Penningpolitisk rapport, juli 2020", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2020e): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 25 november 2020", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2020f): "Finansiell stabilitetsrapport 2020:2", *Stockholm: Sveriges riksbank*, november.

Sveriges riksbank (2022a): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 27 april 2022", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2022b): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 9 februari 2022", Riksbanken, Stockholm.

Sveriges riksbank (2022c): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 23 november 2022", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2022d): "Årsredovisning för Sveriges riksbank 2022", *Stockholm: Sveriges riksbank*, mars.

Sveriges riksbank (2022e): "Riksbankens företagsundersökning: 'Jag har aldrig varit med om att kunderna accepterar prishöjningar så lätt', " februari.

Sveriges riksbank (2023a): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 8 februari 2023", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2023b): "Penningpolitisk rapport, februari 2023", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2023c): "Årsredovisning för Sveriges riksbank 2023", Stockholm: Sveriges riksbank, mars.

Sveriges riksbank (2023d): "Penningpolitisk rapport, februari 2023", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2023e): "Utvärdering av Riksbankens prognoser", *Riksbanksstudie*, nr 2, 30 mars.

Sveriges riksbank (2023f): "Hantering av riskerna i valutareserven", memorandum, 29 juni.

Sveriges riksbank (2024a): "Protokoll från penningpolitiskt möte den 8 maj 2024", Stockholm: Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2024b): "Analys: Vilka faktorer drev inflationsuppgången?", *Penningpolitisk rapport*, juni.

Sveriges riksbank (2025): "Investeringspolicy för guld- och valutareserven", *Sveriges riksbank*, policydokument, februari.

Thedéen, Erik (2023): "Kopplingarna mellan penningpolitik, finansiell stabilitet och finanspolitik", tal för Finanspolitiska rådet, 23 maj 2023. Stockholm: Sveriges riksbank.

Thedéen, Erik (2025): "Bankerna behöver ha en mer aktiv likviditetshantering", anförande vid Sveriges riksbank, 11 september, 2025. Stockholm: Sveriges riksbank.

Vayanos, Dimitri och Jean-Luc Vila (2021): "A Preferred Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates", *Econometrica*, 89(1), 77–112.

BILAGA 1

Direktiv till utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2024

Sammanfattning av uppdraget

En eller två utvärderare ska granska genomförandet av den svenska penningpolitiken och penningpolitikens resultat under perioden 2015–2024. Utvärderarna ska bl.a.

- analysera om penningpolitiken under perioden har varit väl avvägd för att nå prisstabilitetsmålet över tid
- analysera vilka effekter den förda penningpolitiken har fått på den real-ekonomiska och den finansiella utvecklingen i Sverige, särskilt effekterna av Riksbankens värdepappersköp
- granska och analysera Riksbankens prognoser och scenarioanalyser samt utvärdera Riksbankens förmåga att förutse omsvängningar i inflationstrycket
- granska och analysera Riksbankens kommunikation kring de penningpolitiska besluten under perioden
- analysera och jämföra den svenska penningpolitiken och dess effekter på svensk ekonomi med andra relevanta centralbankers penningpolitik
- analysera möjligheterna och behoven av att bedriva en annorlunda penningpolitik i Sverige, givet den internationella ekonomiska och geopolitiska utvecklingen under utvärderingsperioden
- analysera växelkursens betydelse för genomförandet av penningpolitiken och Riksbankens kommunikation kring växelkursens utveckling
- analysera effekterna av övergången till s.k. egenfinansierad valutaserv.

Utvärderingen ska redovisas i form av en skriftlig rapport till finansutskottet i Sveriges riksdag senast i december 2025.

Uppdraget att utvärdera Riksbankens penningpolitik 2015–2024

Bakgrund

Sedan Riksbanken fick sin självständiga ställning i slutet av 1990-talet har finansutskottet gjort en egen årlig utvärdering av den förda penningpolitiken. Sedan 2023 har utskottet som ett underlag för sin årliga utvärdering beställt en utvärderingsrapport av forskare med fokus på det senaste årets förda penningpolitik genom Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet vid Stockholms universitet (se 2022/23:RFR5). Utöver den årliga utvärderingen har finansutskottet sedan mitten av 00-talet också låtit genomföra fyra externa och

oberoende utvärderingar av Riksbanken och penningpolitiken i ett lite längre tidsperspektiv, se bilagan.

De senaste åren har präglats av exceptionella omvärldshändelser, som har haft stor påverkan på penningpolitiken och Riksbankens verksamhet. Det handlar inte minst om pandemin som bröt ut 2020 och Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina 2022. Några år dessförinnan, under inledningen av 2015, sänkte Riksbanken styrräntan under noll procent och började köpa statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv. Under perioden 2015–2017 beslutade Riksbanken, utöver att sänka styrräntan ytterligare en bit under noll procent, om köp av statsobligationer för knappt 300 miljarder kronor. Åtgärderna för att mildra de ekonomiska effekterna av restriktioner och nedstängningar i samband med pandemin ledde under 2020 till att penningpolitiken internationellt och i Sverige gjordes ytterligare expansiv. Som en del i krishanteringen beslutade Riksbanken om ett program för köp av värdepapper. Programmet, som löpte ut i december 2021, kom att inkludera inte bara köp av stats- och kommunobligationer utan även privata värdepapper såsom säkerställda obligationer, företagsobligationer och företagscertifikat. I slutet av 2021 uppgick Riksbankens värdepappersinnehav till närmare 1 000 miljarder kronor. Riksbankens balansräkning växte därmed kraftigt genom de omfattande värdepappersköpen under åren 2015–2021.

Riksbankens balansräkning har även påverkats av beslut om valutareserven. I januari 2021 beslutade direktionen att Riksbanken skulle ersätta de lån i Riksgäldskontoret som finansierade delar av valutareserven med egen finansiering genom inlåning i svenska kronor från banker. Det innebar att Riksbanken köpte 14,5 miljarder amerikanska dollar och 5,5 miljarder euro och sålde motsvarande belopp i svenska kronor. Denna egenfinansierade valutareserv medförde ökade valutarisker för Riksbanken. Direktionen beslutade därför under 2023 att låta valutasäkra en fjärdedel av valutareserven, efter att kronans växelkurs hade fortsatt att försvagas.

Efter många år med låg inflation steg konsumentpriserna snabbt med början 2021, och inflationen nådde i slutet av 2022 den högsta nivån på över 30 år. Penningpolitiken lades om i en mer åtstramande riktning. Perioden med extremt låga räntor, som inleddes 2008 i och med finanskrisen, fick ett abrupt slut. De stigande räntenivåerna och Riksbankens stora innehav av räntebärande papper innebar att banken uppvisade ett stort negativt resultat 2022.

Prognoser är svåra att göra i tider av stora omsvängningar, men så sent som i februari 2022 underskattade Riksbanken kraftigt inflationstrycket i ekonomin i sina prognoser. Samtidigt fanns det vid den tidpunkten åtminstone i omvärlden, som i USA och Storbritannien, tecken på en mer långvarig period med hög inflation. Likaså indikerade marknadsförväntningarna att styrräntan skulle höjas betydligt snabbare än i Riksbankens prognos över räntebanan. För Riksbanken har de senaste åren även präglats av organisatoriska och institutionella förändringar. En ny riksbankslag trädde i kraft 2023 med förtydliganden av Riksbankens uppdrag och verktyg.

Målet för penningpolitiken

Det överordnade målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation. Riksbanken har preciserat målet som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Riksbanken ska således ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen utöver dess inverkan på inflationstakten. Bestämmelsen möjliggör en s.k. flexibel inflationsmålspolitik, vilket innebär att Riksbanken samtidigt som den försöker uppnå inflationsmålet också tar hänsyn till hur realekonomin utvecklas; till exempel kan Riksbanken vid behov anpassa den tidshorisont inom vilken prisstabilitetsmålet ska uppnås. Att Riksbanken ska ta realekonomisk hänsyn lagfästes först i och med den nya riksbankslagen 2023, men ingick sedan tidigare i Riksbankens penningpolitiska strategi.

Valet av utvärderingsperiod

Perioden som ska utvärderas denna gång är åren 2015–2024. Perioden har valts för att utvärderingen ska kunna analysera den expansiva penningpolitiken under periodens första del, omläggningen av penningpolitiken när inflationen tog fart i mitten av perioden och effekterna av åtstramningen under periodens sista del. År 2015 införde Riksbanken en negativ styrränta. Detta år är därför ett naturligt startår för utvärderingen, även om det innebär att perioden därmed överlappar utvärderingsperioden i den senaste externa utvärderingen av Honohan och Flug (2021/22:RFR4).

Uppdraget

Utvärderingen ska granska genomförandet av den svenska penningpolitiken och penningpolitikens resultat under perioden 2015–2024. Syftet med utvärderingen är även att analysera vilka erfarenheter som kan dras av den, ur ett historiskt perspektiv, unikt expansiva penningpolitiken under den första delen av utvärderingsperioden med en inflation som sedan länge legat under målet och omsvängningen till åtstramande penningpolitik under den andra delen då inflationen snabbt steg kraftigt över målet. I perioder med stora omsvängningar i penningpolitiken blir Riksbankens kommunikation utåt mycket viktig både som vägledning till marknadens aktörer och mer allmänt för att etablera trovärdighet för penningpolitiken.

Utvärderarna ska därför

- analysera om penningpolitiken under perioden har varit väl avvägd för att nå prisstabilitetsmålet över tid
- analysera vilka effekter den förda penningpolitiken har fått på den realekonomiska och den finansiella utvecklingen i Sverige, särskilt effekterna av Riksbankens värdepappersköp

- granska och analysera Riksbankens prognoser och scenarioanalyser samt utvärdera Riksbankens förmåga att förutse omsvängningar i inflationsstrycket
- granska och analysera Riksbankens kommunikation om de penningpolitiska besluten under perioden.

Den i Sverige förda penningpolitiken följde under perioden ett internationellt mönster, där penningpolitiken först lades om i expansiv riktning för att få upp inflationstrycket i ekonomin, för att senare bli ytterligare expansiv i samband med pandemin och slutligen läggas om i åtstramande riktning för att hantera den kraftiga inflationsuppgången. Med tanke på att många centralbanker hanterade liknande problem under samma period ska utvärderarna

- analysera och jämföra den svenska penningpolitiken och dess effekter på svensk ekonomi med andra relevanta centralbankers penningpolitik
- analysera möjligheterna och behoven av att bedriva en annorlunda penningpolitik i Sverige, med tanke på den internationella ekonomiska och geopolitiska utvecklingen under utvärderingsperioden.

I den allmänna debatten, och tidvis i Riksbankens kommunikation, har betydelsen av den svenska kronans växelkurs för inflationsutvecklingen diskuterats. Den svenska kronan har deprecierat under lång tid, även om stora svängningar har skett under längre perioder. Utvärderarna ska därför

- analysera växelkursens betydelse för genomförandet av penningpolitiken och Riksbankens kommunikation om växelkursens utveckling
- analysera effekterna av övergången till s.k. egenfinansierad valutareserv.

Utvärderarna är fria att även analysera andra frågeställningar, vid sidan av de punkter som räknas upp ovan, om de finner det väsentligt för utvecklingen under perioden. Ett generellt syfte med hela utvärderingsuppdraget är att utvärdera Riksbankens måluppfyllelse och penningpolitikens effektivitet samt att vinna ny kunskap om utformning av penningpolitik och dess effekter. Resultatet av utvärderingen ska ges allmän spridning.

Redovisning av uppdraget

Utvärderingen ska redovisas i form av en skriftlig rapport till finansutskottet i Sveriges riksdag senast december 2025. Utvärderingen ska därefter publiceras i rapportform för allmän spridning, i en version på svenska och en på engelska.

Tidigare utvärderingar

Sedan mitten av 00-talet har finansutskottet initierat fyra externa och oberoende utvärderingar av Riksbanken och penningpolitiken, med cirka fem års mellanrum. Dessa har genomförts av internationellt ansedda forskare och tidigare centralbankschefer.

Den första utvärderingen genomfördes av professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin. Den utvärderingen avsåg perioden 1995–2005 och analyserade bl.a. penningpolitiken under perioden och utformningen av inflationsmålet (2006/07:RFR1).

Den andra utvärderingen gjordes av professorerna Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet för perioden 2005–2010 och analyserade bl.a. Riksbankens agerande under finanskrisen och ansvaret för finansiell stabilitet (2010/11:RFR5).

Den tredje utvärderingen genomfördes av professorerna Marvin Goodfriend och Mervyn King och utvärderade Riksbankens penningpolitik efter den akuta finanskrisen under perioden 2010–2015 (2015/16:RFR6).

Den senaste utvärderingen gjordes av Patrick Honohan, tidigare chef för Irlands centralbank och medlem av Europeiska centralbankens beslutande styrelse, och Karnit Flug, professor vid Hebrew University och tidigare chef för Bank of Israel. Utvärderingen avsåg Riksbankens penningpolitik under perioden 2015–2020 (2021/22:RFR4).

BILAGA 2

Lista över intervjuade personer

Riksbanken, direktionsledamöter

- Erik Thedéen, riksbankschef, 29 november 2024, 6 februari 2025, 1 december 2025.
- Anna Breman, förste vice riksbankschef, 29 november 2024, 10 mars 2025.
- Aino Bunge, vice riksbankschef, 13 februari 2025.
- Per Jansson, vice riksbankschef, 18 februari 2025.
- Anna Seim, vice riksbankschef, 18 februari 2025.

Riksbanken, tidigare direktionsledamöter

- Stefan Ingves, riksbankschef (2006–2022), 13 februari 2025.
- Martin Flodén, vice riksbankschef fram till 2024, 10 mars 2025.
- Cecilia Skingsley, vice riksbankschef fram till 2024, 25 februari 2025.

Riksbanken, personal

- Avdelningen för penningpolitik (7 teammedlemmar), 11 mars 2025.
- Kommunikation (2 teammedlemmar), 11 mars 2025.
- Marknader (3 teammedlemmar), 21 februari 2025.
- Teamet för kvantitativa lättnader (2 teammedlemmar), 8 maj 2025.
- Avdelningen för finansiell stabilitet (2 teammedlemmar), 27 oktober 2025.

Andra myndigheter

- Karolina Ekholm, generaldirektör, Riksgälden, 10 mars 2025.
- Göran Hjelm, chef för Finanspolitiska rådet, 10 mars 2025.
- Lars Heikensten, ordförande för Finanspolitiska rådet, 28 november 2024.
- Malin Alpen, vikarierande generaldirektör, Finansinspektionen, 13 oktober 2025.
- Albin Kainelainen, generaldirektör, Konjunkturinstitutet, 13 oktober 2025.

Marknader

- Kristin Magnusson Bernard, vd för AP1, 26 maj 2025.

Övriga

- Torbjörn Hållö, LO:s chefsekonom, 10 mars 2025.

- S-O Daunfeldt, chefsekonom, Svenskt Näringsliv, 11 mars 2025.

Offentlig sektor

- Johan Almenberg, statssekreterare i Finansdepartementet, 13 maj 2025.
- Max Elger, tidigare finansmarknadsminister, 6 juni 2025.
- Edward Riedel, finansutskottets ordförande, 28 november 2024.

Forskare

- Roine Vestman, professor i nationalekonomi, Stockholms universitet, 29 november 2024.
- Per Krusell, professor i nationalekonomi, IIES, Stockholms universitet, 1 december 2025.

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

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

2024/25:RFR1	SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET 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	SOCIALFÖRSÄKRINGSUTSKOTTET Offentligt sammanträde om arbetslivsinriktad rehabilitering för sjukskrivna med stressrelaterad ohälsa
2024/25:RFR13	FINANSUTSKOTTET Svensk penningpolitik 2024
2024/25:RFR14	FINANSUTSKOTTET Offentligt sammanträde om Finanspolitiska rådets rapport Svensk finanspolitik 2025
2024/25:RFR15	FÖRSVARsutskottet Försvarsutskottets offentliga sammanträde om civilt försvar
2024/25:RFR16	FINANSUTSKOTTET Offentligt sammanträde med utfrågning av Riksbankens direktion om penningpolitiken 2024

RAPPORTER FRÅN RIKSDAGEN		2024/25
2024/25:RFR17	NÄRINGSUTSKOTTET	
	Näringsutskottets offentliga sammanträde om näringslivets roll för att stärka det svenska totalförsvaret	
2024/25:RFR18	SOCIALUTSKOTTET	
	Offentligt sammanträde om utvärdering av delar av beslutsprocessen för nationell högspecialiserad vård	

2025/26:RFR1	CIVILUTSKOTTET Offentligt sammanträde om e-handeln och konsumenterna
2025/26:RFR2	CIVILUTSKOTTET Uppföljning av tre bostadspolitiska beslut – en tydligare bostads försörjningslag, en enklare planprocess och slopat krav på bygglov för solcellspaneler
2025/26:RFR3	SOCIALUTSKOTTET Offentligt sammanträde om den nya socialtjänstlagen – så förebygger vi brottslighet
2025/26:RFR4	FINANSUTSKOTTET Offentligt sammanträde med utfrågning av Riksbankens direktion om penningpolitiken 2025
2025/26:RFR5	UTBILDNINGS- OCH KULTURUTSKOTTEN Utbildnings- och kulturutskottens offentliga sammanträde om läsning
2025/26:RFR6	KULTURUTSKOTTET Kunskapsöversikt om dataspel och brädspel
2025/26:RFR7	FINANSUTSKOTTET Offentligt sammanträde med utfrågning av Finansiella stabilitetsrådet

SVERIGES
RIKSDAG

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