

Riksbankens penningpolitik 2015–24 var inte optimal

LARS CALMFORS

INLÄGG Riksbankens penningpolitik under det senaste decenniet har varit omdiskuterad: först den expansiva okonventionella politiken före och under pandemin samt sedan inflationsbekämpningen 2022–24. Politiken har utvärderats av Morten Ravn och Carolyn Wilkins (Ravn och Wilkins 2026). Arbetet har skett på uppdrag av riksdagens finansutskott och utgör en viktig del i dess fortlöpande granskning av penningpolitiken. Sådan granskning behövs för att balansera Riksbankens oberoende i förhållande till det politiska systemet med ansvarsutkrävande.¹

Ravn och Wilkins konstaterar att ”det granskade decenniet var en utmaning för centralbanker världen över” (s 14). Deras betyg är att ”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” (s 14).

Utvärderingen kommer att spela stor roll för synen på Riksbankens penningpolitik under de senaste åren och därmed också för den framtida ekonomiska politiken. Därför är det viktigt att granska rapportens slutsatser. Jag ska fokusera på tre områden: (i) den okonventionella penningpolitiken t o m 2021; (ii) inflationsbekämpningen 2022–24; och (iii) rekommendationen om en systematisk prövning av nuvarande valuta-system kontra alternativa system.

Jag delar i huvudsak Ravn och Wilkins slutsatser om den okonventionella penningpolitiken och behovet av en förutslättningslös analys av valutaregimen även om jag vill göra några kompletteringar. Däremot menar jag att utvärderarnas bedömning av Riksbankens inflationsbekämpning är för positiv. Enligt min uppfattning blev penningpolitiken alltför stram därför att det inte togs tillräcklig hänsyn till de inflationsdämpande effekterna av att lönebildningen var så återhållsam.

Den okonventionella penningpolitiken

Det är vettigt att, som Ravn och Wilkins, skilja mellan tre faser av den okonventionella penningpolitiken: (i) 2015–19 var syftet att nå upp till inflationsmålet; (ii) under den initiala pandemispridningen våren 2020 var det i stället fråga om marknadsstabilisering i en akut kris; och (iii) under andra halvåret 2020 samt 2021 var målet att stödja den ekonomiska återhämtningen.

Det är en rimlig bedömning i utvärderingen att obligationsköpen och andra insatser för att förse det finansiella systemet med likviditet våren 2020 var motiverade för att trygga finansmarknadernas funktion. Ingen visste då vart ekonomin var på väg. Det var bättre att snarare ta i för mycket än för lite.²

Den okonventionella penningpolitiken 2015–19 – som innefattade obligationsköp för att pressa ner de långa räntorna, negativ styrränta och framtida vägledning om fortsatt låg ränta – bidrog till att få upp inflationen till målet. Däremot är det svårare att bilda sig en uppfattning om betydelsen av de olika komponenterna i den expansiva politiken. Ravn och Wilkins menar, på grundval av en studie av Eggertsson m fl (2024), att den negativa räntan var ineffektiv för att stimulera efterfrågan när

Lars Calmfors är professor emeritus i internationell ekonomi vid Stockholms universitet och seniorforskar vid Institutet för Näringslivsforskning. Han forskar i arbetsmarknads- och makroekonomi. lars.calmfors@iies.se

Inlägget är en utvidgad version av mitt anförande vid finansutskottets öppna utfrågning den 17/2 2026. Jag är tacksam för assistenthjälp av Lovisa Garberg.

¹ Se Calmfors (1999) för en tidig diskussion av detta avvägningsproblem.

² En liknande bedömning görs av Calmfors m fl (2022).

den sjönk under $-0,25$ procent. Detta motsägs emellertid av en studie av Erikson och Vestin (2021), som utvärderingen inte nämner.³

Ravn och Wilkins för en intressant diskussion om det funnits bättre alternativ än obligationsköp för att påverka aktivitetsnivån. Det handlar då om samordningen med övrig ekonomisk politik:

1. I stället för att Riksgälden emitte-
rade obligationer med lång löptid, som
Riksbanken sedan köpte och därmed
ådrog sig kortfristiga skulder till ban-
kerna, kunde Riksgälden ha emitterat
kortare statspapper.

2. Finanspolitiken kunde ha tagit ett
större ansvar för stimulanserna.

Mycket tyder på att den neutrala räntan även framöver kan vara så låg att ekonomin i djupa lågkonjunkturer hamnar vid vad som upplevs vara en nedre räntegräns. Då kan den ekonomiska politiken ställas inför liknande valsituationer som före pandemin. Ravn och Wilkins tar inte klar ställning till vilket ekonomiskpolitiskt alternativ som då är att föredra. Angående obligationsköp kontra alternativ 1 ovan konstateras att valet är en fråga om hur ränterisken (ifall den framtida räntan stiger) ska fördelas mellan Riksbanken och statsbudgeten. Nu lades hela ränterisken på Riksbanken, som kom att bokföra en förlust på nästan 81 miljarder kr 2022, vilket ledde till att riksdagen 2024 beslutade om ett kapitaltillskott via statsbudgeten på 25 miljarder kr. Det kan tyckas oväsentligt om förluster initialt belastar Riksbanken eller statsbudgeten direkt, men utvärderingen har en poäng i att det är viktigt med större tydlighet om riskerna med olika alternativ: Om Riksbanken gör stora obligationsköp, bör det kom-

municeras klart att det kan ge stora förluster om räntenivån stiger, så att risken minskas för att de ska ge banken dåligt anseende.

Mycket talar för att finanspolitiken bör användas mer aktivt än tidigare när styrräntan befinner sig vid en nedre gräns (Calmfors m fl 2022; Calmfors 2023). Finanspolitiken är särskilt effektiv då och det är lättare att bedöma effekterna av den än av okonventionell penningpolitik. Finanspolitiska stimulanser kan också riktas mot låginkomst-hushåll, medan stora obligationsköp gynnar höginkomsttagare med stora lån. Köpen riskerar också att driva upp bostadspriserna.

En orsak till att finanspolitiken inte användes mer före pandemin kan ha varit bristen på klara principer för dess roll i konjunkturstabiliseringen. Sådana riktlinjer saknades helt i 2018 års finanspolitiska ramverksskrivelse (Regeringen 2018).⁴ Den nya ramverksskrivelsen (Regeringen 2025) slår fast att finanspolitiken aktivt ska stödja penningpolitiken när den senares handlingsutrymme är begränsat, vilket är välkommet.

Samordningen mellan penning- och finanspolitiken kan också, som utvärderingen förordar, underlättas av mer informationsutbyte mellan regering och Riksbank – kanske också av mer öppen diskussion. Det kan emellertid finnas anledning att gå ännu längre än till mer informationsutbyte (Calmfors m fl 2022; Calmfors 2023). Riksbanken skulle kunna få i uppdrag att göra en formell hemställan till riksdagen när den bedömer att penningpolitiken bör kompletteras med finanspolitiska åtgärder. Finanspolitiska rådet kunde också ges uppgiften att bedöma balansen mellan penning- och finanspolitiken.

³ Erikson och Vestin studerar effekterna på faktiskt betalda räntor på bo- och andra lån, medan Eggertsson m fl i stället fokuserar på listade boräntor.

⁴ Regeringens ramverksskrivelse till riksdagen sammanfattar de regler och normer som styr finanspolitiken.

Inflationsmålet

Utvärderingen saknar helt hänvisningar till den internationella diskussionen om inflationsmålets nivå. Många ekonomer (t ex Blanchard m fl 2010; Ball 2014; Kiley och Roberts 2017) har argumenterat för något högre inflationsmål för att ge styrräntan mer fallhöjd i lågkonjunkturer och på så sätt öka räntepolitikens effektivitet i sådana lägen.

Det finns ingen djup forskning bakom att de flesta centralbanker har inflationsmål på två procent. Det yxades bara till när de första centralbankerna fick inflationsmål i början av 1990-talet och sedan tog andra efter. Fördjupade analyser av optimal inflationstakt landar ofta högre (se Calmfors m fl 2022 för en översikt).

En vanlig uppfattning är att högre inflationsmål kunde vara bra, men att detta skulle kräva internationellt samordnade förändringar. Denna syn har emellertid svag underbyggnad i forskningen. Med flytande växelkurser kan länder mycket väl ha något olika inflationsmål. De små trendmässiga växelkursförändringar som skulle bli följden kan inte antas innebära några påtagliga

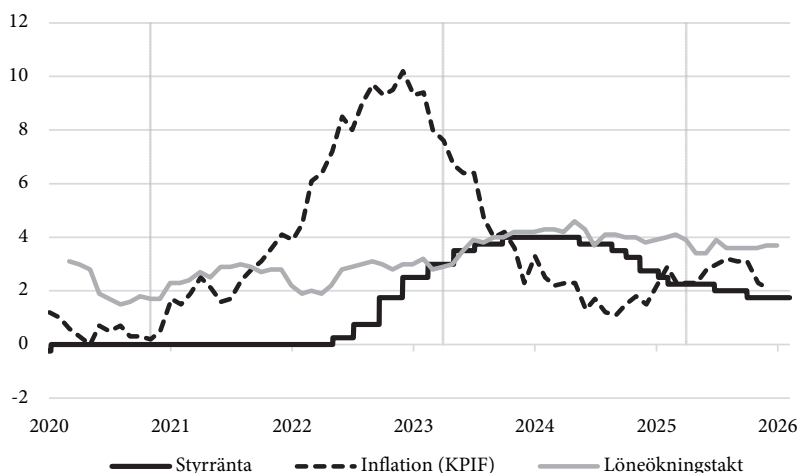
olägenheter. Nationella förändringar av inflationsmål måste dock genomföras på ett sådant sätt att de inte äventyrar förtroendet för penningpolitiken. De bör därför inte göras som anpassningar till en situation då man misslyckats med att få ner inflationen till gällande mål utan i ett läge med trovärdighet för detta.

Riksbankens inflationsbekämpning 2022–24

Liksom andra centralbanker reagerade Riksbanken sent på den ökade inflationen. Trots att inflationen började stiga under andra halvåret 2021, skedde den första styrräntehöjningen först i april 2022 – från 0 till 0,25 procent (figur 1). Riksbanken underskattade de inflationsdrivande flaskhalsarna när efterfrågan ökade efter pandemin.

Ravn och Wilkins diskuterar metoder att förbättra Riksbankens prognosmodeller: det gäller användningen av dynamiska stokastiska allmän-jämviktsmodeller (DSGE-modeller), *nowcasting*, reducerade former som VAR-modeller samt mer risk- och scenarioanalyser. Men det är svårt att tro att sådan modellutveckling skulle göra stor

Figur 1
Inflation, löneökning
och styrränta, procent



Anm: De vertikala linjerna anger tidpunkterna för nya avtal i industrin.

Källa: SCB, Medlingsinstitutet och Riksbanken.

skillnad. Blir det störningar av helt nytt slag – som pandemi eller krig – är lösningen knappast mer komplexa modeller. Det är nog mer en fråga om bättre användning av sunt förnuft.

Hur ska man se på Riksbankens inflationsbekämpning när den väl kom i gång? Ett övergripande perspektiv är att jämföra med 1970-talets utbudsstörningar. Likhetererna med dem är stora. Då var det globala oljeprisstegringar. I samband med Ukrainakrigets utbrott var det främst bredare energiprisstörningar och livsmedelsprisökningar.

1973/74 vällde utländska inflationsstörningar in över Sverige. Prisökningarna triggade först måttligt högre avtalade löneökningar i industrin, men sedan framför allt högre löneglidning utöver avtalen där, som sedan drog med sig högre avtalade löneökningar i resten av ekonomin (se t ex Bosworth och Lawrence 1987). Följden blev en pris-löne-spiral som varade fram till 1991 med höga prisökningar, höga inflationsförväntningar, höga löneökningar och upprepade devalveringar. Nu hände inte något liknande. Efter en topp föll inflationen igen. Löneökningarna blev

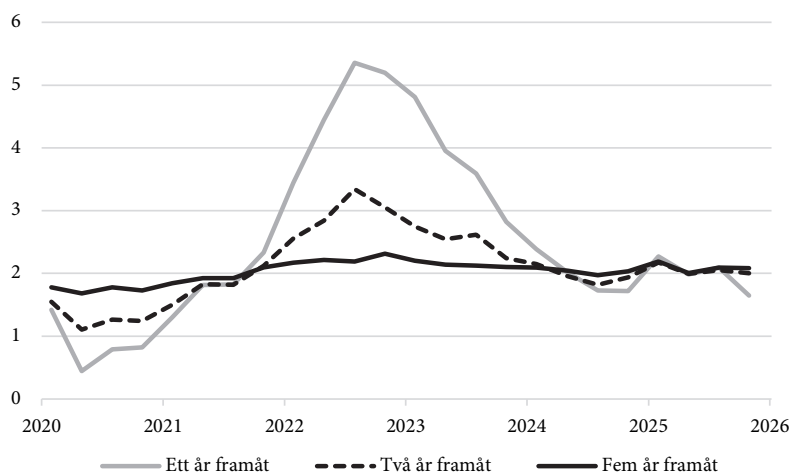
något, men inte mycket, högre (figur 1). Inflationsförväntningarna steg visserligen på ett och två års sikt, men på fem års sikt rörde de sig knappt (figur 2).

Det är svårt att förklara utvecklingen på annat sätt än att det fanns trovärdighet för att den ekonomiska politiken skulle ta ner inflationen igen. Från den utgångspunkten måste man se det som att den oberoende Riksbanken bestod provet första gången dess inflationsmål utmanades på riktigt.

Den penningpolitiska åtstramningen blev för kraftig

Utvärderingen framhåller att Riksbankens uppgift underlättades av den samordnade lönebildningen med märkessättningen i industrin där parterna axlat ett stort samhällsansvar. Det är en nyckelfråga hur man ska se på det. Blev penningpolitiken – givet lönebildningens återhållsamhet – för stram? Ravn och Wilkins menar att så inte var fallet. De skriver:

Sveriges lönesättningsmodell bidrog visserligen till att begränsa andrahandseffekterna (av prisstörningar, min kommentar), men den



Figur 2
Inflationförväntningar på olika sikt, procent

Källa: Origo Group.

penningpolitiska åtstramningen förefaller ändå ha varit proportionerlig och nödvändig för att upprätthålla det penningpolitiska ramverkets trovärdighet. (s 10)

Jag har en annan uppfattning. Enligt min mening var de sista räntehöjningarna 2023 onödiga och Riksbanken började sänka räntan för sent. Jag ser de återhållsamma löneökningarna som helt avgörande för att de utifrån kommande prisstörningarna inte triggade en pris-löne-spiral som på 1970- och 1980-talen.

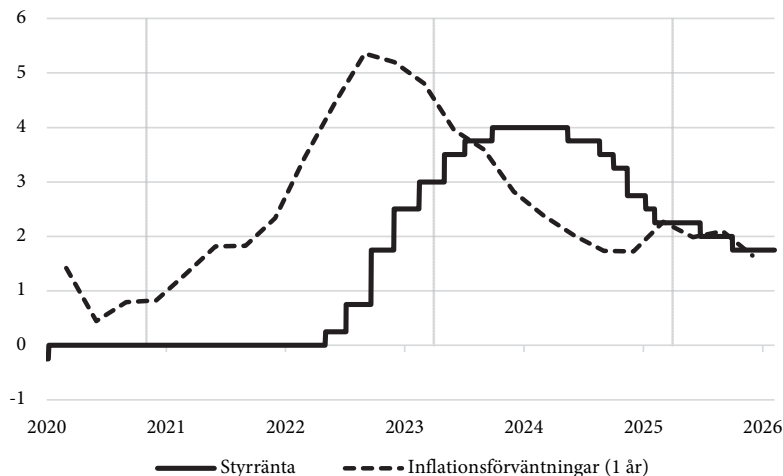
En vattendelare var det märke som sattes av industrins tvåårsavtal i månadsskiftet mars-april 2023. Det innebar lönekostnadsökningar på i genomsnitt 3,7 procent per år: bara lite högre än tidigare. Eftersom en fortgående process med hög inflation också förutsätter höga löneökningar, var avtalet en tydlig indikation på att inflationen skulle sjunka tillbaka. Men ändå genomfördes tre räntehöjningar till – som sammantaget innebar en ökning från tre till fyra procent. Det skedde trots att inflationsförväntningarna även på ett års sikt redan var på väg ner (figur 3). Förväntningarna

om löneökningar såg dessutom ut att vara stabilt förankrade strax under fyra procent, vilket på sikt är förenligt med en inflation på runt två procent (figur 4).

I detta läge och med prognoser om ett betydande negativt BNP-gap (figur 5) borde Riksbanken inte ha gjort de sista räntehöjningarna. När de nu gjordes, borde räntan ha sänkts tidigare. Den första sänkningen, till 3,75 procent, dröjde till maj 2024 och först i augusti sänktes räntan till 3,5 procent.

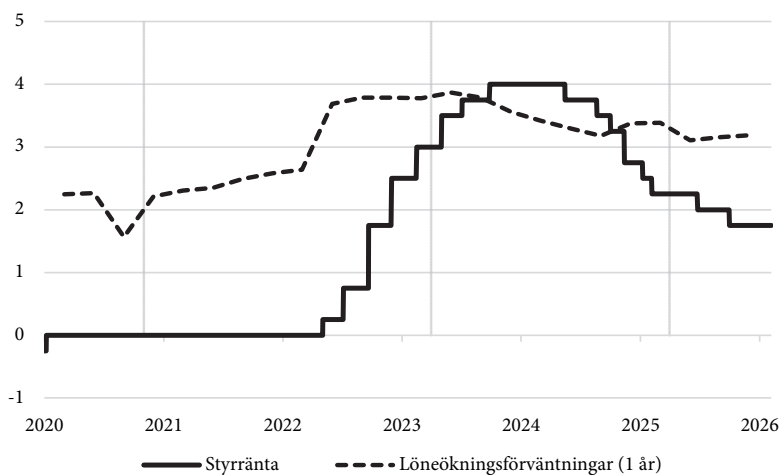
Ett skäl till den strama penningpolitiken kan ha varit en oro för att högre löneglidning (löneökningar utöver avtalen) för vissa grupper skulle trigga högre avtalade löneökningar för andra som på 1970-talet. Men inget tydde på det. Medlingsinstitutet publicerar preliminära löneglidningssiffror med två månaders eftersläpning och de visade inga tendenser till ökning (figur 6). Ett annat möjligt argument för den förda politiken är att den höga räntan kan ha motverkat en ännu större kronförsvagning – och därmed risken för höga löneökningar i nästa avtalsrörelse. Normalt innebär en högre ränta en starkare krona, men i det läge som rådde 2022–24 går det inte att utesluta motsatt effekt

Figur 3
Inflationsförväntningar på ett års sikt och styrränta, procent



Anm: De vertikala linjerna anger tidpunkterna för nya avtal i industrin.

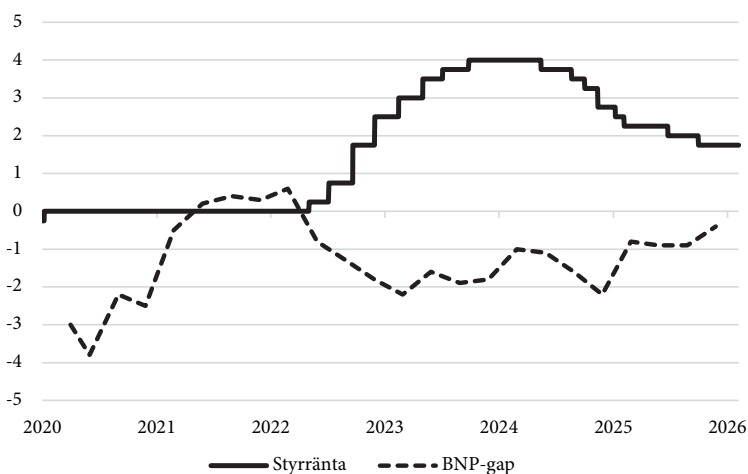
Källa: Origo Group och Riksbanken.



Figur 4
Löneökningförväntningar och styrränta, procent

Anm: De vertikala linjerna anger tidpunkterna för nya avtal i industrin.

Källa: Riksbanken och Origo Group.



Figur 5
Nästa års BNP-gap enligt Konjunkturinstitutet och styrränta, procent

Källa: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

därför att de höga räntorna ökade risken för att hårt pressade fastighetsbolag skulle gå omkull med återverkningar på finansmarknaderna och därmed även på förtroendet för kronan.

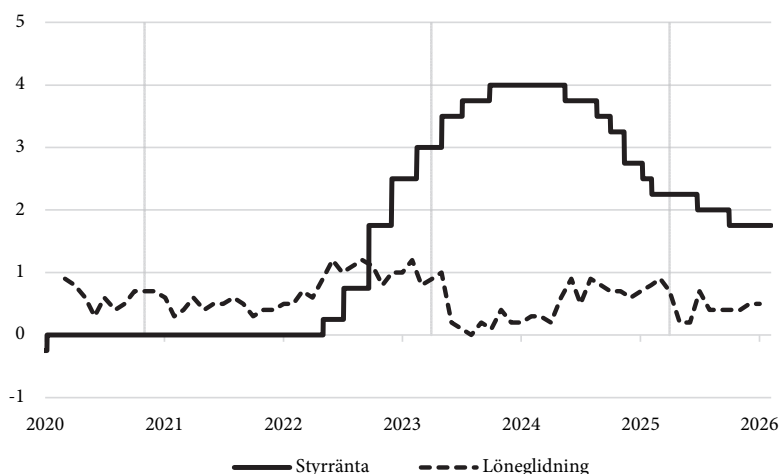
Min slutsats är att Riksbanken tog i för mycket och därför bidrog till att fördjupa lågkonjunkturen. Man kalibrerade fel. Riksbanken lyckades med den övergripande uppgiften att förhindra inflationen från att bita sig fast – men till

ett onödigt högt pris i form av förlorad produktion och högre arbetslöshet.

Översyn av växelkurssystemet

Slutligen rekommenderar Ravn och Wilkins Sverige att göra en systematisk översyn av växelkurssystemet, innefattande alternativen euroanslutning men också en fast växelkurs mot euron som i Danmark. Det är förvånande att utvärderingen tar upp detta ämne. Det ligger

Figur 6
Löneglidning och
styrränta, procent



Anm: De vertikala linjerna anger tidpunkterna för nya avtal i industrin.

Källa: Medlingsinstitutet, Riksbanken och egna beräkningar.

inte inom ramen för direktiven från finansutskottet. Å andra sidan ger dessa utvärderarna frihet att analysera också andra frågor "om de finner det väsentligt för utvecklingen under perioden (2015–24, min kommentar)" (s 142).

Samtidigt är rapportens text här förvirrande. Den blandar mindre, mer tekniska, frågor om storleken på Riksbankens valutarenserv med de övergripande frågorna om valutaregim och euroanslutning. Analysen är inte heller lika djup som i andra delar.

Jag delar emellertid Ravns och Wilkins uppfattning att det finns skäl att på nytt ta ställning till ett svenskt euromedlemskap, inte minst därför att det kan ha betydande positiva effekter på utrikeshandelns omfattning och därför att den svenska konjunkturen blivit mer synkroniserad med euroområdet. Dessa frågor analyseras dock på ett betydligt mer djupgående sätt i den euroutredning som på uppdrag av Stiftelsen Fritt Näringsliv publicerades i december förra året och som Ravn och Wilkins inte hade tillgång till när de skrev sin rapport (se Forslid 2025, Hansson 2025 och Calmfors 2026).

REFERENSER

- Ball, L (2014), "The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent", IMF Working Paper 14/92, Washington DC.
- Blanchard, O, G Dell'Ariccia och P Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Note 10/03, Washington DC.
- Bosworth, B P och R Z Lawrence (1987), "Adjusting to Slower Economic Growth: The Domestic Economy", i Rivlin, A M och B P Bosworth (red), *The Swedish Economy*, Brookings Institution, Washington DC.
- Calmfors, L (1999), "ECB, Riksbanken och möjligheterna till ansvarsutkrävande", *Ekonomisk Debatt*, årg 27, nr 4, s 232–237.
- Calmfors, L (2023), *Nytt ramverk för finanspolitiken*, Bilaga 7 till Långtidsutredningen, SOU 2023:92, Stockholm.
- Calmfors, L (2026), "Argumenten för och emot en svensk euroanslutning", *Ekonomisk Debatt*, årg 54, nr 2, s 5–19.
- Calmfors, L, J Hassler och A Seim (2022), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*, Rapport till Expertgruppen för Studier i Offentlig ekonomi, Stockholm.
- Eggertsson, G B, R E Juelsrud, L H Summers och E G Wold (2024), "Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel", *Review of Economic Studies*, vol 91, s 2201–2275.
- Erikson, H och D Vestin (2021), "Genomslag av negativa styrräntor", *Ekonomisk kommentar*, nr 9, Sveriges riksbank, Stockholm.

Forslid, R (2025), "Hur påverkas handel och produktivitet av euron?", i Calmfors, L (red), *Dags för euron?*, Stiftelsen Fritt Näringsliv, Stockholm.

Hansson, J (2025), "Hur synkroniserad är konjunkturen i Sverige med den i euroområdet?", Calmfors, L (red), *Dags för euron?*, Stiftelsen Fritt Näringsliv, Stockholm.

Kiley, M T och J M Roberts (2017), "Monetary Policy in a Low Interest Rate World",

Brookings Papers on Economic Activity, vol 48, s 317–396.

Ravn, M O och C A Wilkins (2026), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–24*, Rapport 2025/26:RFR8, Sveriges riksdag.

Regeringen (2018), *Ramverket för finanspolitiken*, Skrivelse 2017/18:207, Sveriges riksdag.

Regeringen (2025), *Det finanspolitiska ramverket*, Skrivelse 2025/26, Sveriges riksdag.