

Återspeglar beslutsunderlagen de handlingsalternativ som står till buds? Tre aktuella exempel

GÖRAN HJELM är myndighetschef för Finanspolitiska rådet och ledamot i Industrins Ekonomiska Råd, tidigare bla utredningssekreterare i Riksbankskommittén och forskningschef vid Konjunkturinstitutet. goran.hjelm@fpr.se

Institutionella ansträngningar i tre decennier har byggt upp trovärdighet för de finans- och penningpolitiska ramverken, vilket ökar antalet handlingsalternativ vid ekonomisk-politiska beslut. I denna artikel diskuterar jag huruvida det har återspeglats i beslutsunderlagen utifrån tre aktuella exempel: översynen av det finanspolitiska ramverket, nya principer för Riksbankens finansiering samt Riksbankens inflationsbekämpning 2022–24. Jag lyfter fram två analyser per exempel som jag saknar i underlagen och varför det begränsade handlingsalternativen. Då analyserna inte fanns framtagna går det inte att veta om beslutsfattarna hade agerat annorlunda. Att sträva efter gedigna beslutsunderlag borgar dock för välgrundade beslut.

De finans- och penningpolitiska ramverken har skänkt den ekonomiska politiken trovärdighet vilket sannolikt är dess mest värdefulla tillgång. Det förstås enklast med dess motsats; avsaknad av trovärdighet innebär brist på handlingsutrymme där finans- respektive penningpolitiken entydigt – ibland t o m övertydligt – måste fokusera på att stärka de offentliga finanserna respektive uppfylla inflationsmålet. Följden blir att produktion och sysselsättning inte kan ges nämnvärd vikt. Trovärdighet, å andra sidan, innebär större handlingsutrymme där situationsmässiga överväganden, inklusive att tillfälligt avvika från fastlagda mål, kan göras för att på bästa sätt främja den ekonomiska utvecklingen. Därmed kan stabilitet kombineras med flexibilitet. Samtidigt är handlingsutrymmet inte oändligt; kort-siktiga hänsyn får inte drivas så långt att det undergräver trovärdigheten. Ledstjärnan är (handlings)frihet under ansvar.

Gemensamt för de tre ekonomisk-politiska besluten i ingressen är att de omfattar handlingsalternativ som endast står till buds för ett land som, likt Sverige, har hög institutionell trovärdighet. Besluten inom respektive område togs i nästan total enighet bland riksdagens partier respektive inom Riksbankens direktion. Fokus i denna artikel är dock inte på besluten i sig utan på beslutsunderlagen. Deras utformning påverkades sannolikt både av beslutsfattarnas önskemål och ansvariga tjänstemän. I artikeln antar jag rollen som beslutfattare och ställer mig frågan huruvida beslutsunderlagen innehöll de handlingsalternativ som jag anser var relevanta att överväga tack vare hög institutionell trovärdighet. För respektive frågeställning beskriver jag först den ekonomiska bakgrunden och de beslut som togs. Därefter lyfter jag fram två analyser som jag saknade i underlagen och vars frånvaro begränsade handlingsalternativen.

Jag är tacksam för kommentarer från Jesper Hansson, Mikael Hemlin, Lars Hörngren och Markus Sigonius på en tidigare version. Analysen är min egen och ska inte förknippas med det särskilda rådet inom det Finanspolitiska rådet.

1. Översynen av det finanspolitiska ramverket¹

Efter snart tre decennier med fallande skuldsättning till en låg nivå i ett internationellt perspektiv är trovärdigheten kring Sveriges offentliga finanser mycket stor. I den regelbundna översynen av det finanspolitiska ramverket i fjol fanns därför möjlighet att överväga handlingsalternativ som inte är tillgängliga för länder med hög skuldsättning. Beslutsunderlaget bestod i huvudsak av den utredning som majoriteten av den parlamentariska kommittén stod bakom.² Baserat på denna föreslog kommittén en sänkning av saldomålet till ett balansmål under nästa ramverksperiod 2027–34 samt bibehållit skuldankare på 35 procent av BNP. Kommittén lyfte särskilt fram två överväganden; dels att de offentliga finanserna är fortsatt *hållbara*, dels fortsatt *tillräckliga säkerhetsmarginaler* till EU:s gränser för budgetunderskott (tre procent av BNP) och Maastrichtskuld (60 procent av BNP). Med ”hållbar” avser kommittén att den finansiella nettoförmögenheten³ och Maastrichtskulden ska vara stabila andelar av BNP på sikt. Samtliga saldomål som analyseras – från överskott på en procent till underskott på en procent av BNP – är hållbara enligt kommittén.

Avseende EU:s gränsvärden anser kommittén att det föreslagna balansmålet ger tillräckliga marginaler. Vad som är ”tillräckligt” torde bero på hur nivån på målet påverkar sannolikheten för att EU:s underskottsgräns ska brytas och att undantagsklausuler i så fall inte är tillämpliga. Någon sådan analys redovisas dock inte varför även andra studerade saldomål kan vara förenliga med tillräckliga marginaler.

Jag saknar särskilt två analyser i kommitténs beslutsunderlag vilka hade kunnat ökat antalet handlingsalternativ. Den första analysen rör *utgiftsbehovet* den kommande ramverksperioden; dels demografiskt betingade kostnader, inklusive relaterade investeringar, dels övriga offentliga investeringar. Variationer i demografiskt betingade kostnader är en orsak till att saldomål och skuldsättning bör variera över tid. Utgångspunkten är att kunna erbjuda en oförändrad nivå på välfärdstjänster med befintliga skattesatser. När demografin är gynnsam – ofta förknippad med att många befinner sig i arbetsför ålder – bör saldomålet vara högre än när demografin är ogynnsam. Detta var en bärande tanke bakom att överskottsmålet infördes i slutet på 1990-talet.

I utredningen beaktas inte denna, för frågeställningen, grundläggande analys. Konjunkturinstitutets analys av frågan framgår i figur 1 och visar på intressanta resultat. Offentligfinansiella variabler utvecklas enligt 2024-års nivå på välfärdstjänster och skattesatser samt påverkas därutöver av den demografiska utvecklingen. Utifrån detta perspektiv (det kommer fler nedan) borde saldomålet variera enligt den heldragna svarta linjen; genomsnittet under nästa ramverksperiod är 0,8 procent av BNP.⁴ Balansmå-

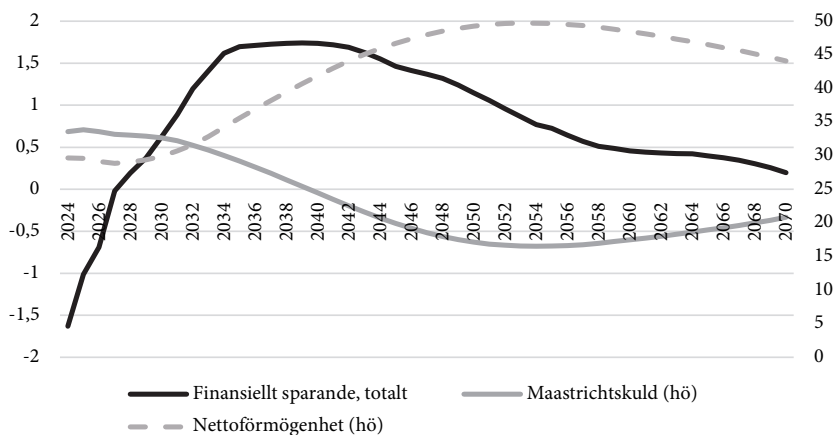
¹ Diskussionen i detta avsnitt följer i stor utsträckning Finanspolitiska rådet (2025).

² SOU 2024:76.

³ Finansiell nettoförmögenhet består av finansiella tillgångar minus bruttoskulder.

⁴ Enligt Konjunkturinstitutet (2025). Motsvarande siffra var 0,4 procent i Konjunkturinstitutets underlag till utredningen.

Figur 1
Demografisk
betingad utveckling
vid oförändrat väl-
färdsåtagande och
skattesatser. Procent
av BNP



Källa: Konjunkturinstitutet (2025).

let innebär därför ett utrymme för lägre skatter eller högre utgifter motsvarande ca 40 miljarder kr per år 2027–34 i dagens penningvärde. Denna gynnsamma utveckling har inte framkommit i debatten, detta trots att medlen t ex kan användas till investeringar – något som *verkligt* dominerat debatten⁵ och som jag nu övergår till.

Utöver demografi rör analysen av utgiftsbehov *offentliga investeringar* och där behöver det göras en åtskillnad mellan *temporärt* och *permanent* högre investeringsnivåer. En permanent ökad investeringsnivå motiverar inte ett lägre saldomål eller höjt skuldåtagande.⁶ Om investeringsnivån planeras bli temporärt högre är situationen annorlunda; en s k investeringspuckel är rimlig att skuldfinansiera genom att tillfälligt minska saldomålet. Att inte skuldfinansiera en investeringspuckel vore orättvist ur ett intergenerationsperspektiv eftersom nuvarande skattebetalare skulle behöva höja skatten eller minska på andra utgifter relativt framtida generationer.

Sammanfattningsvis är principerna för de två komponenterna i utgiftsanalysen gemensam; om det föreligger tillfälligt höga kostnader betingade av demografi eller investeringsbehov nästa ramverksperiod motiverar det ett tillfälligt lägre saldomål. Figur 1 ovan visade att detta inte är nödvändigt utifrån utvecklingen av demografiskt betingade kostnader. Huruvida det hade varit nödvändigt utifrån tillfälliga investeringsbehov går inte att säga då analysen saknas.

Den andra analysen jag saknar i kommitténs beslutsunderlag är effekter av *temporära* förändringar av saldomålet, dvs att saldomålet sänks under en

⁵ Se IER (2024, kap 5) och referenser däri.

⁶ Används en investeringsbudget kan även permanenta investeringar lånefinansieras. Det kan innebära en likartad årlig kostnad som när en jämn ström investeringar betalas, som i staten, direkt över den årliga budgeten. Till skillnad från staten använder kommunsektorn en investeringsbudget även om en majoritet av investeringarna finansieras i driftbudgeten (Kommuninvest 2024).

ramverksperiod och därefter återgår till t ex ett balansmål. I stället analyserar kommittén endast *permanenta* förändringar av saldomålet. Det innebär av naturliga skäl en stor begränsning av vilka handlingsalternativ som är möjliga. Till exempel utesluts tillfälliga underskottsmål på förhand trots den institutionella trovärdighet som byggts upp under åren.

När det gäller investeringsbehov skiljer sig naturligen synen på önskvärd inriktning mellan partier varför en möjlig ryggmärksreflex då är att helt avstå från analys. En behovsanalys innebär dock en möjlighet att gemensamma områden kan identifieras. En analys kan också bidra till att partier identifierar sina prioriterade områden vars uppskattade kostnader blir ett ingångsvärde till en kompromiss kring lämplig nivå på saldomålet.

När det gäller analys av temporära förändringar av saldomålet skriver kommittén att ”en sådan strategi bör undvikas eftersom erfarenheten visar att det politiskt är betydligt svårare att skärpa en finansiell restriktion än att lätta på den”.⁷ Det kan förstås vara en korrekt politisk bedömning. En möjlighet att lösa denna knut vore att en bred majoritet kommer överens om både att, vid behov, tillfälligt sänka saldomålet och att sedan återgå till t ex ett balansmål samt att därtill vara överens om att det krävs motsvarande majoritet för att ändra på detta.⁸ En sådan överenskommelse kan vid första anblick tyckas ”svag”. Man ska dock ha i åtanke att nuvarande åttaåriga överenskommelse inte är formellt starkare eftersom en enkel majoritet i riksdagen, efter förslag från regeringen, när som helst kan besluta om ett nytt saldomål. Överenskommelser kring ramverket har således karaktären av *gentlemen’s agreement*.

2. Nya finansieringsprinciper för Riksbanken

Den 1 januari i år, dvs exakt två år efter att den nya riksbankslagen trädde i kraft, ändrades formerna för Riksbankens finansiering efter ett sk utskottsiniciativ från ett enigt finansutskott.⁹ Utskottet uttryckte oro för att den dittillsvarande ordningen där Riksbanken äskar medel från riksdagen när det egna kapitalet är för lågt kan undergräva Riksbankens finansiella oberoende och därmed trovärdighet. Beslutsunderlaget bestod i allt väsentligt av Riksbankens framställan.¹⁰ Jag återkommer till denna, först en kort bakgrund till problemställningen och den förändring som beslutades.

Riksbanken behöver likt andra centralbanker finansiering för att bedriva sin verksamhet. Som ett led i att säkerställa oberoende inom pen-

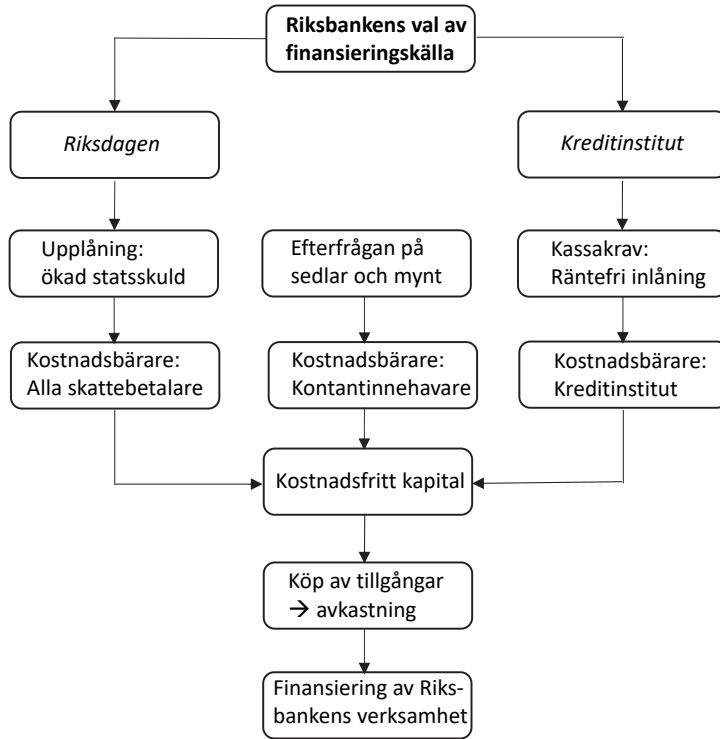
⁷ SOU 2024:76 (s 184).

⁸ Efter denna artikels färdigställande kom samtliga partier den 19 juni överens om just en sådan lösning. Ökade försvarsutgifter för att uppnå Natos krav ska undantas från det nyss överenskomna balansmålet 2027-34, vilket i praktiken innebär ett tillfälligt underskottsmål. En annan sak är att motiveringen – att finansiera permanent högre utgifter med skuldsättning – har kritiserats; se Calmfors (2025) och Finanspolitiska rådet (2025).

⁹ FiU 2023/24:FiU28.

¹⁰ 2023/24:RB4.

Figur 2
Riksbankens finansiering via kostnadsfritt kapital: En principskiss



Källa: Egen illustration.

ningpolitiken är finansiellt oberoende en central del. Med det avses att en centralbank, till skillnad från andra myndigheter, inte årligen ska tilldelas medel för sin verksamhet. I stället erhåller de sin finansiering från två former av kostnadsfritt kapital vars avkastning används för att finansiera verksamheten (figur 2). Den ena är utgivning av *sedlar och mynt* som inte ger innehavarna någon ränta men innebär att Riksbanken kan investera i tillgångar som ger avkastning. Den andra är *kapital från staten* som också kan investeras i tillgångar.

Storleken på statens kapitalinsats kan behöva ökas av flera skäl; minskad efterfrågan på sedlar och mynt, ökade förvaltningskostnader kopplade till fler eller mer kostsamma arbetsuppgifter samt vid förluster på tillgångsinnehav. På motsvarande sätt kan Riksbankens intäkter, och därmed det egna kapitalet, bli större än vad som är nödvändigt för att driva verksamheten vilket möjliggör utdelning till staten.

Riksbanken gjorde betydande förluster på sitt tillgångsinnehav 2023 och det egna kapitalet uppgick vid årets slut till ca –2 miljarder kr. Det var långt under den sk mål nivån på 60 miljarder kr och också under den nivå där enligt den dåvarande riksbankslagen Riksbanken var skyldig att lämna en framställning till riksdagen om återställande av det egna

kapitalet.¹¹ Riksbanken begärde återställning till den s k grundnivån på 40 miljarder kr medan riksdagen beslutade om ett lägre belopp; 25 miljarder kr 2024 med en möjlig ytterligare förstärkning 2025. I gengäld ändrades lagen så att Riksbanken, när det egna kapitalet är för lågt, kan kräva att kreditinstitut sätter in medel hos Riksbanken utan ränta, s k räntefri inlåning. Figur 2 illustrerar denna nya, tredje källa till Riksbankens kostnadsfria kapital. Riksbankens val av finansieringskälla innebär att det antingen är alla skattebetalare eller kreditinstituten som står för kostnaden. I och med att kreditinstituten kan förutsättas att, helt eller delvis, föra kostnaderna vidare till hushåll och företag fördelas dessa ändå över ett stort kollektiv, om än inte exakt detsamma.

Finansutskottet initierade förändringen genom att efterfråga ett lagförslag från regeringen som skulle öka Riksbankens möjlighet till självfinansiering. Utskottet motiverade ställningstagandet med att snabba värdeförändringar i Riksbankens tillgångar riskerar att innebära att Riksbanken återkommande kan behöva be riksdagen om kapitaltillskott vilket, enligt utskottet, kan göra att Riksbankens oberoende ifrågasätts.¹² Regeringen motiverade valet av metod för självfinansiering – kravet på räntefri inlåning – med att kreditinstitut åtnjuter fördelar av Riksbankens verksamhet, särskilt systemet för avveckling av betalningar¹³ samt att Riksbanken har ansvar för finansiell stabilitet och beredskap i betalningssystemet.¹⁴ Regeringen benämner den räntefria inlåningen som en ”avgift” medan flera remissinstanser benämner det som en ”skatt på kreditinstitut”.¹⁵

Det bör noteras att det inte är ovanligt att myndigheter tar ut avgifter och att Riksbanken redan i dag tar ut avgifter för finansiella aktörer som använder systemet för avveckling av betalningar. Skillnaden är att kravet på räntefri inlåning inte är kopplat till en väl definierad motprestation och inte heller till (själv)kostnaden för de tjänster Riksbanken bistår med. Hur stor avgiften blir beror i första hand på Riksbankens preferenser kring finansieringskälla. Om Riksbanken vänder sig till kreditinstituten beror avgiften i praktiken på *hela* Riksbankens verksamhet; förvaltningskostnader, tillgångsköp, finansieringsmetod för valutareserven, efterfrågan på sedlar och mynt m m.

Finansutskottet uttryckte alltså oro för att ”snabba värdeförändringar” kan innebära att Riksbanken oftare behöver be om mer kapital. Som nämnts äskade Riksbanken 40 miljarder kr för att återställa det egna kapitalet till grundnivån. Enligt riksbankslagen får dock Riksbanken äska om återställande till den högre målnivån (60 miljarder kr) om ”det krävs för att säkerställa Riksbankens förmåga till långsiktig självfinansiering”.¹⁶ Därtill ska enligt förarbetena kapitaltillskott vara sådant att risken för

¹¹ Se SOU 2019:46 (kap 29) samt Regeringens proposition (2021/22:41, kap 14).

¹² 2023/24:FiU28.

¹³ Se Hjelm (2024).

¹⁴ Lagrådsremiss, 17 oktober 2024.

¹⁵ Se t ex Konjunkturinstitutets remissvar, dnr 2024-302, www.konj.se.

¹⁶ 8 kap § 15.

återkommande framställningar ska vara låg.¹⁷ I riksdagens beslutsunderlag, som i allt väsentligt bestod av Riksbankens framställning, skriver Riksbanken att det valda äskandet att återställa det egna kapitalet till grundnivån ”är tillräcklig[t] för stunden” (min kursivering).¹⁸ Det implicerar att Riksbanken ”efter en stund” åter kan komma behöva kapital vilket var grunden för riksdagens oro och huvudskäl till att ändra finansieringsprincip. Både utifrån riksdagens uttalade oro och, särskilt, lagstiftningen och dess förarbeten är det förvånande att Riksbanken inte äskade för att det egna kapitalet skulle återställas till målnivån när grundnivån endast bedömdes tillräcklig ”för stunden”. Det hade minskat sannolikheten betydligt att Riksbanken skulle behöva äska mer kapital de närmsta åren då förhöjd känslighet förelåg.¹⁹

Att riksdagen, som beslutsfattare, inte efterfrågade ett sådant underlag kan bero på att de inte hade för avsikt att skjuta till kapital upp till målnivån; som framgått valde de att inte ens skjuta till kapital upp till den lägre grundnivån. Eventuella bedömningar av vad riksdagen kan tänkas landa i bör dock inte påverka Riksbankens äskande. Riksbanken ska som framgått vara finansiellt oberoende och dess bedömning av vad det kräver för nivå på det egna kapitalet ska utgå från riksbankslagen och dess förarbeten.

Om Riksbanken framöver väljer att vända sig till kreditinstituten för finansiering elimineras riksdagens oro för att Riksbankens oberoende skulle kunna påverkas om Riksbanken är i behov av kostnadsfritt kapital. En sådan ordning vore särskilt påkallad i ett land där den politiska uppslutningen kring centralbankens oberoende brister i trovärdighet. Så är dock inte fallet i Sverige. Riksdagen står unisont bakom den nya riksbankslagen och oberoendet är därtill oåterkalleligt så länge vi är medlemmar i EU. Det förefaller därför rimligt att utgå ifrån att Riksbankens oberoende inte är hotat även om det finns viss risk för att staten ibland behöver skjuta till kapital. Det hade därför varit möjligt att analysera handlingsalternativ där den tidigare ordningen behölls men med ett kapitaltillskott stort nog för att minska sannolikheten för att behov av ett ytterligare tillskott skulle uppstå i närtid. Som beslutsfattare skulle jag velat sett ett handlingsalternativ där det egna kapitalet återställdes till målnivån och sedan att riskscenarier beräknades kring denna. Om rimliga riskanalyser även då, mot förmodan, hade inneburit att sannolikheten för nya äskanden i närtid bedömdes vara för hög hade ett ytterligare relevant handlingsalternativ varit att behålla befintlig finansieringsprincip men höja målnivån.

I riksdagens beslutsunderlag saknar jag även en bredare analys kring riskerna för förluster, och därmed kapitaltillskott, i framtiden. Som noterades ovan minskar ränteriskerna betydligt när obligationsinnehavet krymper. När det gäller risker på längre sikt finns ingen analys, trots att flera faktorer pekar på att stora obligationsinnehav, vilka riskerar förluster,

¹⁷ SOU 2019:46 (kap 29).

¹⁸ 2023/24:RB4 (s 19).

¹⁹ Ibid. Vid en ökad ränta på en procentenhet bedömdes ränterisken minska från 19 miljarder (mars 2024) till fem miljarder ett år senare.

är mindre sannolika framöver. Det beror på att framtida innehav av obligationer som köpts i finansiellt stabilitetssyfte enligt riksbankslagen från 1 januari 2023 ska avyttras när det behovet inte längre föreligger; en minskad exponering på marknaden minskar risken för förluster. Det beror också på att finanspolitiken med all sannolikhet kommer att tilldelas en tydligare roll när penningpolitiken är begränsad av den nedre ränterestriktionen.²⁰ Om så sker kan penningpolitiken därför förvänta sig aktivt stöd från finanspolitiken vilket minskar behovet av omfattade tillgångsköp och därmed risken för framtida förluster. Därtill är riskerna mindre för ett ytterligare kapitaltillskott än vad som framgår i Riksbankens underlag eftersom scenarierna inte tar hänsyn till riksdagens beslut att de s k värderegleringskontona ska beaktas symmetriskt framöver.

Sammantaget är förändringen av Riksbankens finansiering av principiell natur varför jag i beslutfattarens kläder hade önskat ett utförligare underlag. Riksdagen hade inte ett beslutsunderlag som visade att det hade varit möjligt att fortsätta med den tidigare finansieringsformen utan att riksdagen skulle känna oro för frekventa äskanden och därmed, i förlängningen, Riksbankens oberoende och trovärdighet. Med ett utökat underlag hade riksdagen förstås ändå kunnat landa i att räntefri inlåning är en bättre metod för att få kreditinstitut att bidra mer till Riksbankens kostnader än att staten ger ett större kapitaltillskott och låter kreditinstitut betala genom högre skatteuttag för sektorn i den sedvanliga budgetprocessen.

3. Riksbankens analysverktyg och kommunikation med arbetsmarknadens parter 2022–24

Som noterades inledningsvis är penningpolitikens trovärdighet helt central för att en centralbank ska kunna bidra till både låg inflation och en stabil realekonomisk utveckling. Det gäller inte minst vid utbudsstörningar då graden av trovärdighet påverkar möjligheten att ”se igenom” (*looking through*) hög inflation och därigenom ta större realekonomisk hänsyn.²¹ Jag fokuserar på Riksbankens kommunikation med arbetsmarknadens parter vars förståelse för penningpolitikens avvägningar mellan inflation och realekonomisk utveckling är central för att begränsa kostnaderna, särskilt när en betydande del av inflationen bedöms vara utbudsdriven. I termer av ”beslutsunderlag” saknar jag två analyser som hade kunnat ge Riksbanken större frihetsgrader i kommunikationen och därmed potentiellt fler handlingsalternativ.²² Jag återkommer till dessa, först beskrivs utvecklingen 2022–24 när Sverige liksom stora delar av världen drabbades av hög inflation.

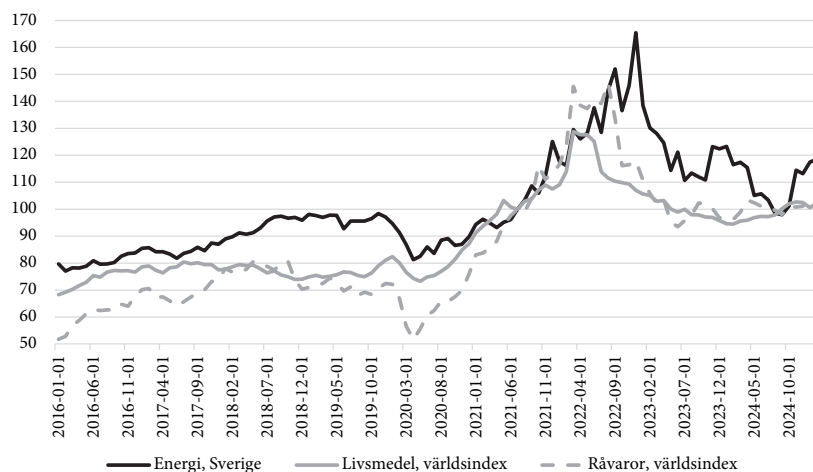
Under andra halvåret 2021 inleddes en serie stora störningar, i Europa

²⁰ SOU 2024:76.

²¹ Se t ex BIS (2024) och Jansson (2025).

²² Jag beaktar de analyser och den kommunikation som framkommer i de penningpolitiska rapporterna mellan februari 2022–december 2024.

Figur 3
Prisindex
(2021kv4=100)



Anm: Råvaror avser världsmarknadpriser på energi, gödsel, jordbruksprodukter och metaller. Livsmedel avser världsmarknadpriser på mejeriprodukter, kött, vegetabiliska oljor, spannmål och vete. Energi avser konsumentpriser på el och drivmedel i Sverige.

Källa: FAO (livsmedel), IMF (råvaror) och Energi (Konjunkturinstitutets prognosdatabas).

särskilt relaterade till utbudsproblem i pandemins spår samt inför Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina 2022.²³ I figur 3 illustreras ett globalt prisindex för råvaror, däribland livsmedel samt svenska energipriser. En snabb upp- och nedgång visar på störningarnas i huvudsak temporära natur samtidigt som ett visst nivåskift kan skönjas.

När utbudsstörningar dominerar möter centralbanker en välkänd avvägning: att balansera inflationsbekämpning mot realekonomisk utveckling på kort sikt i beaktande av kostnader på längre sikt om inflationsförväntningarna varaktigt påverkas. I praktiken väljer centralbanker att i stor utsträckning ”se igenom” utbudsdriven inflation; styrräntor brukar i genomsnitt höjas *fyra gånger* mer när en ökad inflation drivs av efterfrågefaktorer jämfört med utbudsfaktorer.²⁴ Riksbanken beskriver det som att utbudsstörningar likt ökade energipriser ”inte nödvändigtvis behov[er] leda till någon anpassning alls av penningpolitiken”.²⁵

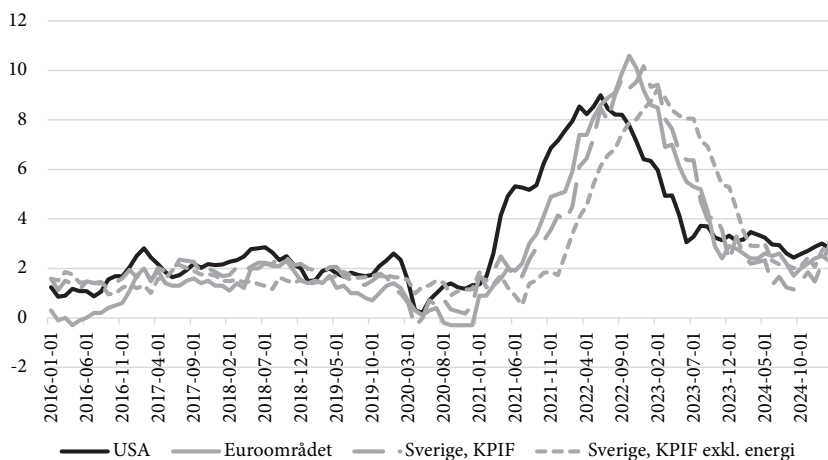
Inflationen började stiga 2021, först i USA och sedan i Europa, för att sedan börja falla från mitten av 2022 i USA och i början av 2023 i Europa (figur 4). Inflationens dynamik delas upp i tre delar vid utbudsstörningar,²⁶ här exemplifierad med ökade världsmarknadpriser på olja. Den *direkta effekten* är att priserna på drivmedel stiger. Den *indirekta effekten* är att företag som använder drivmedel, t ex transportföretag, höjer sina priser. Som framgår i figur 4, *KPIF exklusive energi*, kommer denna effekt med viss

²³ Sveriges riksbank (2024) redovisar uppskattningar där 70–90 procent av inflationsuppgången drevs av utbudsrelaterade störningar.

²⁴ BIS (2024).

²⁵ Sveriges riksbank (2022e, s 51).

²⁶ Sveriges riksbank (2022a).



Figur 4
Inflation (Årlig procentuell förändring)

Anm: USA: Consumer Price Index, Euro: HICP, Sverige: KPIF inklusive respektive exklusive energi.

Källa: Macrobond.

fördröjning. Centralbanken kan via räntehöjningar i viss mån påverka den indirekta effekten då efterfrågan dämpas vilket kan minska hur mycket av företagens ökade kostnader som förs vidare till konsumenterna. Slutligen, *andrahandseffekten* är att arbetstagarna kräver kompensation i form av högre löneökningstakt vilket med ytterligare fördröjning kan påverka inflationen.

Fed, ECB och Riksbanken höjde styrräntorna med 5,25; 4,5 respektive fyra procentenheter från början av 2022 till mitten av 2023 för att sedan inleda en serie sänkningar (figur 5).

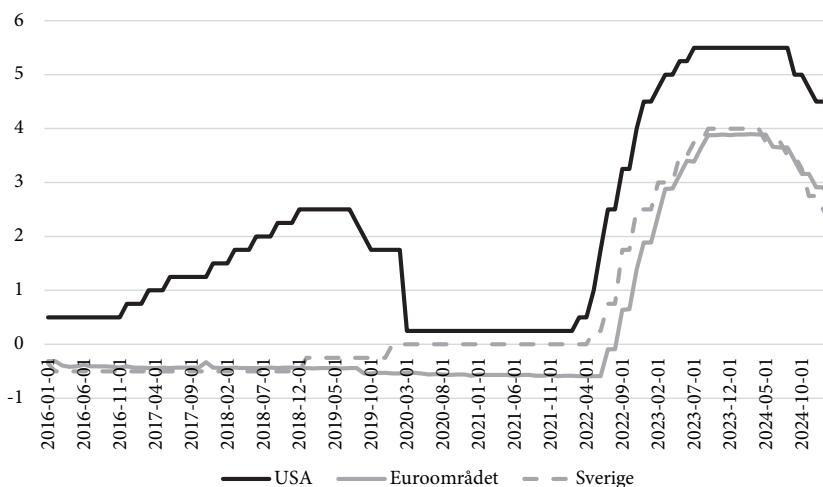
Den realekonomiska utvecklingen, vilken påverkades både av utbudsstörningarna i sig och räntehöjningarna, blev sämre i Sverige jämfört med euroområdet och, särskilt, USA. BNP i Sverige var i det närmaste oförändrad från att inflationen började öka tredje kvartalet 2021 och tre år framåt vilket kan jämföras med en genomsnittlig *årlig* tillväxttakt på två procent sedan år 2000. Den svaga utvecklingen förklaras framför allt av en svag konsumtion och skillnader i stabiliseringspolitiken är viktiga orsaker till detta.²⁷ Dels var penningpolitiken sannolikt mer åtstramande i Sverige eftersom skillnaden i räntekänslighet är större än skillnaderna i räntehöjningarna gentemot euroområdet och USA.²⁸ Därtill var finanspolitikens ställning under perioden nära neutral i Sverige medan den var expansiv i euroområdet och än mer så i USA.²⁹

²⁷ Finanspolitiska rådet (2024).

²⁸ Sveriges riksbank (2022d). Den höga räntekänsligheten i Sverige beror på hushållens höga skuldsättning och höga andel lån med rörlig ränta.

²⁹ Finanspolitikens ställning mäts som det offentliga sparandet i relation till balans eller någon bestämd målnivå, se European Fiscal Board (2021) och Finanspolitiska rådet (2023). Det finansiella sparandet under perioden 2022–24 uppgick i genomsnitt till –6,0; –3,5 respektive –0,5 procent av BNP i USA, euroområdet respektive Sverige.

Figur 5
Styrräntor (Procent)



Anm. Slutet av perioden. USA: övre gränsen i Fed:s intervall.
Källa: Macrobond.

Huruvida den förda penningpolitiken var en lämplig avvägning mellan inflation och realekonomi är inte bara svårt att avgöra i realtid utan även i efterhand.³⁰ I realtid kan dock utformningen av Riksbankens kommunikation gentemot arbetsmarknadens parter öka möjligheten att ta realekonomisk hänsyn. Riksbankens kommunikation med parterna underlättas av den, i praktiken, centraliserade lönebildningen med centrala avtal och begränsade inslag av löneglidning. *Industriavtalet* innebär att Riksbanken de facto kan rikta kommunikationen till några få personer på arbetsgivar- respektive arbetstagersidan.

För lönebildningen kan stora utbudsstörningar jämföras med att kasta upp ett pussel i luften. Bitarna faller ner huller om buller och motsvarar hur kostnadsökningar ger direkta och indirekta effekter via mängder av prisbeslut vilka påverkar aggregerad prisnivå, relativpriser, reallöner, vinstmarginaler, bytesförhållande m m. Eftersom det tar tid innan kostnadsökningarna sprider sig genom ekonomin är det klokt att lönebildningen inte agerar ”i affekt”. När bitarna börjar falla på plats kan parterna analysera eventuella skift i fördelningen av produktionsvärdet. Denna analys kan mynna ut i en tillfälligt högre eller lägre löneökningstakt för att återställa en, enligt parterna, önskvärd fördelning.

Riksbanken har en viktig roll att förklara denna dynamiska process för parterna, särskilt när det gäller hur de indirekta prisseffekterna sprider sig till olika branscher i ekonomin. En ökad förståelse hos parterna förstärker förankringen av inflationsmålet och därmed möjligheten att ta realekonomisk hänsyn. En central del i Riksbankens kommunikation var att före-

³⁰ Hassler m fl (2024).

tagen förde över en större andel av sina kostnadsökningar till konsumenterna jämfört med historiska samband.³¹ Utöver att spåda på bilden att företagen höjde priserna ”mycket” bidrog den analysen till att Riksbanken återkommande underskattade de indirekta effekterna i prognoserna.

I beslutsunderlagen och därmed kommunikationen saknade jag en diskussion om genomslaget från kostnadsökningar till konsumentpriser utifrån en s k *Input-Output*-modell. I-O-beräkningar visar hur konsumentpriserna utvecklas om företag kompenserar sig *fullt ut* för kostnadsökningar. Denna ”hörnlösning” visade sig hamna nära den genomsnittliga utvecklingen i näringslivet i Sverige³² vilket också är i linje med internationella studier som visar att företag för vidare en större andel av kostnaderna vid stora kostnadsökningar.³³ Vid stora utbudsstörningar kan I-O-beräkningar därför utgöra en kompletterande jämförelsenorm till de historiska samband med begränsade variationer i kostnader som Riksbanken utgick ifrån. Eftersom I-O-modeller är statiska bör de kompletteras med dynamisk analys för hur lång tid det brukar ta tills olika sektors priser ändras, t ex att ökade tjänstepriser kommer med längst fördröjning.³⁴

Sammantaget ökar dessa statiska och dynamiska analyser möjligheten för Riksbanken att förklara för arbetsmarknadens parter vilka indirekta priseffekter som stora utbudsstörningar kan få. Dessa analyser kan också användas i en diskussion kring hur stora de realekonomiska kostnaderna kan bli om Riksbanken skulle försöka motverka en stor del av de indirekta effekterna med åtstramande penningpolitik. En ökad förståelse hos arbetstagarna kan bidra till realistiska löneförväntningar vilket ökar möjligheten för Riksbanken att ”se igenom” inflationen utan att öka risken för en pris-lönespiral.

En annan viktig del i Riksbankens kommunikation, såsom jag tolkar den, var att inflationen behövde vara tillbaka vid målet ”relativt snart”.³⁵ Det fanns annars, enligt Riksbanken, en risk för andrahandseffekter, dvs att parterna inte skulle utgå från målet vid avtalsförhandlingarna 2023 och 2025. Denna risk kan, som påpekats ovan, påverkas av hur väl Riksbanken kommunicerar kring inflationens drivkrafter. Det kan vidare visa sig bli realekonomiskt kostsamt att utlova att inflationsmålet ska nås vid en viss tidpunkt, särskilt vid utbudsstörningar där dynamiken för de indirekta effekterna är osäker. Ett trovärdigt åtagande att inflationen ska tillbaka till målet behöver därför balanseras med att parterna förvissas om att Riksbanken i varje läge försöker uppnå en lämplig avvägning mellan inflation och realekonomi. Inom detta område saknade jag analyser där Riksbanken illustrerar hur olika styrräntebanor tros påverka utvecklingen av inflation och realekonomi. Sådan analys har använts tidigare men

³¹ Se t ex Sveriges riksbank (2022c).

³² Konjunkturinstitutet (2023).

³³ Dao m fl (2024) och Gagliardone m fl (2025).

³⁴ Se Taylor (2025) och referenser däri.

³⁵ Se t ex Sveriges riksbank (2022e).

saknats under perioden med hög inflation då endast olika banor för styrrenta och inflation visades.³⁶ Om befintliga störningar visar sig få större (indirekta) prisseffekter än befarat, eller nya störningar inträffar, bör nya avvägningar redovisas. Det behöver dock ske under restriktionen att inflationsförväntningarna på längre sikt hålls i schack, vilket förstås är en delikat balansgång.

Sammanfattningsvis innebar Riksbankens penningpolitik, inklusive dess önskan om återhållsam finanspolitik, sannolikt en större realekonomisk åtstramning än den i USA och euroområdet. Att Sverige är annorlunda när det gäller hushållens räntekänslighet, arbetsmarknadens organisering och finanspolitikens ställning kan möjliggöra större penningpolitiska avvikelser från omvärlden än vad som annars vore fallet. En genomtänkt kommunikation där inflationens drivkrafter förklaras och avvägningar mellan nominell och realstabilitet redovisas för arbetsmarknadens parter ökar frihetsgraderna för penningpolitiken, detta särskilt vid utbudsdriven inflation.

4. Avslutande kommentarer

Första halvan av 2020-talet har varit turbulent ur ett makroekonomiskt perspektiv och ställt finans- och penningpolitiken inför stora utmaningar. Risken är nog tyvärr stor för fortsatt turbulens i och med de skiften som sker inom särskilt säkerhetspolitik och internationell handel. Även om riktningen är tydlig är den exakta utvecklingen osäker och det går varken att utesluta justeringar av det finanspolitiska ramverket eller återkommande utbudsstörningar som försvårar Riksbankens avvägningar. Tre decenniers tillämpning och justeringar av de finans- och penningpolitiska ramverken har byggt upp en stark trovärdighet vilket innebär fler frihetsgrader för den ekonomiska politiken att möta de utmaningar som uppkommer.

I de tre exempel som beskrivits i artikeln skulle jag i rollen som beslutsfattare velat sett att fler handlingsalternativ hade belysts, där vissa endast var möjliga tack vare den trovärdighet som förtjänats genom åren. Om bredare underlag hade inneburit andra beslut är naturligen svårt att sia om eftersom analyserna inte blev gjorda. Därtill kan förstås beslutsfattare ha haft en på förhand bestämd syn som i praktiken uteslöt vissa handlingsalternativ. Att sträva efter ett rikt beslutsunderlag borgar dock för välgrundade beslut.

Beslutsfattare kan på flera sätt verka för att beslutsunderlagen innehåller de analyser som är relevanta. Det handlar om ”hårda” faktorer såsom att organisera och styra arbetet vid Regeringskansliet, riksdagen, myndigheter och i offentliga utredningar på ett ändamålsenligt sätt. Det handlar också om ”mjuka” faktorer såsom att respektive organisation präglas av ”högt till tak”, dvs en atmosfär som bjuder in till att alla goda argument kommer fram. Det kräver sannolikt också ett mått av självförtroende där beslutsfat-

³⁶ Se t ex Sveriges riksbank (2022b, 2022e, diagram 12 respektive 43).

taren vågar ha ett öppet sinne och pröva olika alternativ. Såväl riksdagen som Riksbanken har gjort sig förtjänta av ett gott självförtroende genom sin tillämpning och justering av de ramverk som sjösattes för snart tre decennier sedan. Det kan komma väl till pass i de omvälvande tider vi lever i.

BIS (2024), "Targeted Taylor Rules: Monetary Policy Responses to Demand- and Supply Driven Inflation", *Quarterly Review*, december 2024, BIS, Basel.

Calmfors, L (2025), "Finansieringen av försvaret är en ologisk saltomortal", *Kvartal*, 16 juli.

Dao, M C, P-O Gourinchas, D Leigh och P Mishra (2024), "Understanding the International Rise and Fall since 2020", *Journal of Monetary Economics*, vol 138, s 1–19.

European Fiscal Board (2021), *Assessment of the Fiscal Stance Appropriate for the Euro Area in 2022*.

Finanspolitiska rådet (2023), *Svensk finanspolitik 2023*, Finanspolitiska rådet, Stockholm.

Finanspolitiska rådet (2024), *Svensk finanspolitik 2024*, Finanspolitiska rådet, Stockholm.

Finanspolitiska rådet (2025), "Remissvar på SOU 2024:76", Dnr 2024-011, Finanspolitiska rådet, Stockholm.

Finanspolitiska rådet (2025), *Svensk finanspolitik 2025*, Finanspolitiska rådet, Stockholm.

Framställning till riksdagen 2023/24:RB4, Sveriges riksbank, Stockholm.

Gagliardone, L, M Gertler, S Lenzu och J Tielens (2025), "Micro and Macro Cost-price Dynamics in Normal Times and during Inflation Surges", NBER Working Paper 33478.

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

Hjelm, G (2024), "Penningpolitikens gränsöverskridande natur – ramverk, sam-

spel och grunder för en konstruktiv debatt", *Ekonomisk Debatt*, årg 52, nr 1, s 5–22.

IER (2024), "Finansiering av investeringar för Sveriges framtid", Industrins Ekonomiska Råd, Stockholm.

Jansson, P (2025), "Förtroendet och flexibiliteten framöver", tal 13 februari 2025, Sveriges riksbank, Stockholm.

Kommuninvest (2024). *Den kommunala låneskulden 2024*, Kommuninvest, Örebro.

Konjunkturinstitutet (2023), *Pris- och kostnadsutvecklingen 2019–2023: Analys av en prismodell*, Konjunkturinstitutet, Stockholm.

Konjunkturinstitutet (2025), *Hållbarhetsrapport*, Konjunkturinstitutet, Stockholm.

Regeringens proposition (2021/22:41), *En ny riksbankslag*.

SOU 2019:46, *En ny riksbankslag*.

SOU 2024:76, *Från överskottsmål till balansmål*.

Sveriges riksbank (2022a), *Penningpolitisk rapport*, februari 2022.

Sveriges riksbank (2022b), *Penningpolitisk rapport*, april 2022.

Sveriges riksbank (2022c), *Penningpolitisk rapport*, juni 2022.

Sveriges riksbank (2022d), *Penningpolitisk rapport*, september 2022.

Sveriges riksbank (2022e), *Penningpolitisk rapport*, november 2022.

Sveriges riksbank (2024), "Vad drev inflationsuppgången?", Staff Memo, juni 2024.

Taylor, A (2025), "The Last Half Mile", tal vid Leeds University Business School, 15 januari 2025.

REFERENSER