



Penning- och valutapolitik

2025 nr 2

Penning- och valutapolitik

Utges av Sveriges riksbank

Redaktörer: Marianne Nessén och Ulf Söderström

Redaktionsråd: Mikael Apel, David Kjellberg, Anders Kärnä, Katja Rehnberg Taylor och kommunikationsenheten

Sveriges riksbank 103 37 Stockholm

Telefon 08-787 00 00

De åsikter som uttrycks i signerad artikel är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

Tidskriften publiceras på Riksbankens webbplats

www.riksbank.se

Publikationen utkommer även i engelsk version,
Sveriges Riksbank Economic Review

ISSN 2000-978X

Bästa läsare,

Detta nummer av Penning- och valutapolitik innehåller tre artiklar som tar upp högaktuella teman i diskussionen om penningpolitik, i både Sverige och resten av världen. Det handlar om penningpolitisk kommunikation, lärdomar från perioden med hög inflation, och finanspolitiska ramverk och samspelet mellan finans- och penningpolitik.

- **Öppenhet och tydlighet – viktiga inslag i Riksbankens kommunikation**

Anna Breman och Anna Seim, förste vice respektive vice riksbankschef, skriver om centrala delar i Riksbankens penningpolitiska kommunikation. Riksbanken placeras ofta högt i mätningar av penningpolitisk transparens, vilket till stor del beror på att Riksbanken är en av ett fåtal centralbanker som publicerar en prognos för sin egen styrränta – en räntebana – samt anger namnen på ledamöterna när deras inlägg redovisas i protokoll från de penningpolitiska mötena. Ett annat inslag i Riksbankens kommunikation kring penningpolitiken är publiceringen av så kallade alternativa scenarier i de penningpolitiska rapporterna. Dessa tre inslag i Riksbankens penningpolitiska kommunikation fyller olika funktioner, vilka beskrivs närmare i artikeln. Artikeln bygger på presentationer och tal som hölls i olika internationella sammanhang under våren och sommaren 2025.

- **Lärdomar från höginflationsperioden**

Selena Durakovic, Jesper Johansson och Oskar Tysklind sammanfattar analys och forskning som gjorts under senare år om den höga inflationen i Sverige under 2022-2023. Författarna visar att inflationsuppgången berodde på stora förändringar i både utbud och efterfrågan efter pandemin och Rysslands invasion av Ukraina. De frågar sig också om det hade gått att bättre förutspå vilka effekter förändringarna skulle få på inflationen och ekonomin i stort med hjälp de ekonomiska modeller och de data som fanns tillgängliga vid den tidpunkten. Baserat på denna analys drar de några slutsatser för det framtida prognosarbetet.

- **Finanspolitiska regler och skuld under 2000-talet: en kort översikt**

Mika Lindgren och Charlie Nilsson ger en översikt av några centrala finanspolitiska teman under de senaste tre decennierna. Bakgrunden är dels de senaste årens ökade intresse för samspelet mellan penning- och finanspolitik, dels att finanspolitiken i flera stora ekonomier har kommit att ifrågasättas utifrån ett långsiktigt hållbarhetsperspektiv. Författarna fokuserar särskilt på finanspolitiska ramverk, utvecklingen i offentliga skuldnivåer samt finanspolitisk hållbarhet.

Trevlig läsning!

Marianne Nessén och Ulf Söderström

Innehållsförteckning

Öppenhet och tydlighet – viktiga inslag i Riksbankens kommunikation	5
---	---

Anna Breman och Anna Seim

Lärdomar från höginflationsperioden	23
-------------------------------------	----

Selena Durakovic, Jesper Johansson och Oskar Tysklind

Finanspolitiska regler och skuld under 2000-talet: en kort översikt	55
---	----

Mika Lindgren and Charlie Nilsson

Öppenhet och tydlighet – viktiga inslag i Riksbankens kommunikation

Anna Breman och Anna Seim*
Förste vice riksbankschef och vice riksbankschef

Riksbanken strävar efter att vara en transparent centralbank där grundinställningen är att en öppen och tydlig kommunikation bygger förtroende hos riksdagen och hos allmänheten. Riksbankens placeras också ofta högt i mätningar av transparens. Det beror till stor del på att Riksbanken har valt att gå lite längre än många andra centralbanker när det gäller öppenhet i kommunikationen kring penningpolitiken. Tre viktiga inslag i den kommunikationen är ränteprognotsen, alternativa scenarier och protokollen från de penningpolitiska mötena. Dessa tre inslag fyller olika funktioner, men de skapar också förutsättningar för och samverkar med varandra. Riksbankens erfarenheter visar att det finns utmaningar med en sådan öppen kommunikation, men också att farhågorna ibland kan överdrivas. Centralbanker är dock olika och hur transparent de kan vara påverkas också av institutionella förutsättningar.

1 Inledning

Riksbanken strävar efter att vara en transparent centralbank. Det finns flera skäl till det. Ett är att det underlättar riksdagens granskning och ansvarsutkrävande, vilket är viktigt med tanke på Riksbankens oberoende ställning. Det bidrar till att upprätthålla förtroendet för banken. Ett annat skäl är att transparens underlättar för hushåll, företag och marknader att förstå Riksbankens penningpolitiska beslut och förutsäga hur Riksbanken kommer att agera i olika lägen – det som förenklat brukar kallas Riksbankens reaktionsfunktion. Det bidrar i sin tur till att penningpolitiken blir mer effektiv eftersom hushållen, företagen och marknadsaktörerna fattar beslut baserade på förväntningar om hur Riksbanken kommer att agera. Förväntningarna kan på så vis göra penningpolitiken mer effektiv.

*Denna artikel sammanfattar presentationer och tal om aspekter på Riksbankens penningpolitiska kommunikation som vi höll var för sig i olika internationella sammanhang under våren och sommaren 2025, se Breman (2025) och Seim (2025b,c). Vi vill rikta ett varmt tack till Mikael Apel, Jyry Hokkanen, Matilda Kilström, Mika Lindgren, Charlie Nilsson, Maria Sjödin och David Vestin som bidrog med utmärkta underlag till talen och till Björn Andersson för ovärderlig hjälp med att redigera ihop dessa till en artikel. Vi vill också tacka Marianne Nessén för värdefulla synpunkter. De åsikter som uttrycks i artikeln är våra egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

Riksbanken placeras ofta högt i mätningar av penningpolitisk transparens (se till exempel Dincer m.fl. 2022). Det beror till stor del på att Riksbanken är en av ett fåtal centralbanker som publicerar en prognos för sin egen styrränta – en räntebana – samt anger namnen på ledamöterna när deras inlägg redovisas i protokoll från de penningpolitiska mötena. Ett annat inslag i Riksbankens kommunikation kring penningpolitiken, som också är kopplad till strävan att vara transparent och förutsägbar, är publiceringen av så kallade alternativa scenarier i de penningpolitiska rapporterna. Just detta inslag har rönt en del uppmärksamhet bland andra centralbanker den senaste tiden.

Syftet med den här artikeln är att beskriva Riksbankens penningpolitiska kommunikation med särskilt fokus på just ränteprognosen, alternativa scenarier och protokollen. Dessa tre inslag i Riksbankens penningpolitiska kommunikation fyller olika funktioner, vilka beskrivs närmare nedan. Men de skapar också förutsättningar för och samverkar med varandra. På så sätt förstärks Riksbankens samlade kommunikation kring penningpolitiken. Till exempel blir alternativa scenarier mer informativa när de kompletteras med räntebanor som visar hur penningpolitiken skulle kunna bedrivas. För direktionen blir det också lättare att fastställa en penningpolitisk rapport med prognoser, inklusive en ränteprognos, och alternativa scenarier när det finns en möjlighet att i protokollen förmedla personliga bedömningar kring utsikter och risker.

2 Ränteprognosen

Riksbanken började publicera en prognos för sin egen styrränta 2007. Sedan dess har ränteprognosen varit ett viktigt kommunikationsverktyg. Den ger information om hur Riksbanken agerar om inga nya störningar drabbar ekonomin, vilket bör göra penningpolitiken mer förutsägbar.

2.1 Ränteprognosen ger information om Riksbankens reaktionsfunktion

Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen, produktionen och sysselsättningen. Centralbanker behöver därför basera sina penningpolitiska beslut på prognoser för den ekonomiska utvecklingen och som regel publicerar centralbankerna ett urval av dessa prognoser, vanligtvis för centrala variabler som inflationen, BNP och arbetslösheten.

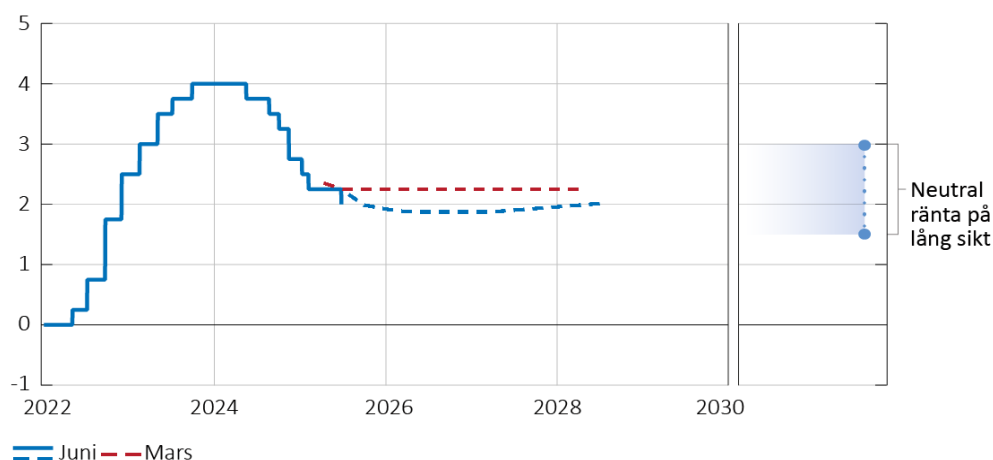
Prognoserna behöver baseras på något antagande om hur centralbanken bedriver penningpolitiken. Detta kan göras på olika sätt. Ett tillvägagångssätt är att anta att styrräntan kommer att vara oförändrad under hela prognosperioden, eller att styrräntan kommer att utvecklas som finansiella marknadsaktörer förväntar sig att den ska göra. Om prognosen då till exempel visar att inflationen är under målet mot slutet av prognosperioden är det en indikation på att det kan vara nödvändigt att föra en mer expansiv penningpolitik än den som antas i prognosen. En annan ansats är att bestämma prognosen för styrräntan tillsammans med övriga prognoser så att styrränteprognosen är endogen i stället för ett exogent antagande. Prognosen för styrräntan anpassas då så att penningpolitiken blir väl avvägd och prognoserna för inflationen och realekonomin utvecklas i linje med centralbankens mål.

Fram till 2005 utgick Riksbankens prognoser från antagandet om en konstant styrränta. Riksbanken övergick då till att anta att styrräntan skulle följa marknadens förväntningar så som de avspeglas i prissättningen av finansiella instrument. 2007 valde Riksbanken att istället börja göra en egen prognos för styrräntan, bland annat för att åstadkomma en konsistens mellan alla prognoser. Som ett steg i att öka transparensen beslöt Riksbanken då att också publicera ränteprognosen tillsammans med de prognoser för inflationen och realekonomin som denna penningpolitik förväntas resultera i. Riksbanken såg få skäl att utelämna en prognos som ändå tas fram, särskilt en så central prognos. På den punkten skiljer sig dock Riksbanken från många andra centralbanker som gör en prognos för sin styrränta. Det är fortfarande få som väljer att publicera den.¹

Ränteprognosen ger betingad vägledning om penningpolitiken framöver: om ekonomin utvecklas som direktionen förväntar sig speglar den vad Riksbanken tänker göra, det vill säga den ger information om reaktionsfunktionen (se figur 1). Ränteprognosen är alltså konsistent med prognoserna för inflationen och realekonomin och speglar vad majoriteten i direktionen bedömer stabiliserar inflationen vid målet på 2 procent och bidrar till en balanserad utveckling av produktionen och sysselsättningen över en rimlig horisont, det vill säga är väl avvägd.

Figur 1. Prognos för styrräntan

Procent



Anm. Heldragen linje avser utfall och streckad linje avser Riksbankens prognos, i detta fall prognosen i den penningpolitiska rapporten i juni 2025 tillsammans med föregående prognos i rapporten i mars. Skuggat området visar det bedömda intervallet för den neutrala räntan på lång sikt. Utfall är dagsdata och prognos är kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.

¹ Centralbankerna i Nya Zeeland, Norge, Tjeckien och Israel publicerar en egen ränteprognos. Ledamöterna i den amerikanska centralbankens penningpolitiska kommitté publicerar sina respektive bedömningar av lämplig nivå på styrräntan i slutet av de kommande tre åren i en så kallad "dot plot". Centralbanken i Sydkorea publicerar liknande bedömningar.

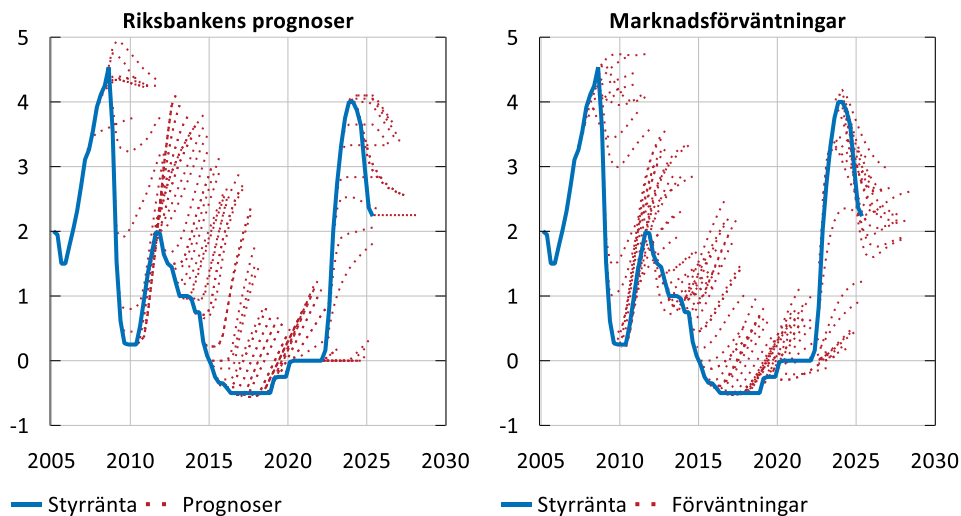
2.2 Det finns utmaningar med att publicera en ränteprognos men Riksbankens erfarenheter är positiva

Det finns olika skäl till att centralbanker kan vara tveksamma till att publicera en prognos för sin egen styrränta. Till att börja med kan de institutionella förutsättningarna innebära praktiska utmaningar för ledamöterna i en penningpolitisk kommitté att enas kring, eller samla en majoritet för en specifik prognos för styrräntan. Detta diskuterades en hel del på Riksbanken inför starten 2007. Men trots att direktionens fem (tidigare sex) ledamöter inte strävar efter att nå konsensus kring penningpolitiska beslut har det i praktiken visat sig oproblematiskt att nå fram till en majoritetssyn kring ränteprognosen. En förklaring till att det har fungerat väl är att direktionens möjligheter att nyansera ställningstaganden i de penningpolitiska protokollen har underlättat kompromisser om detaljer (se vidare avsnitt 4 om protokollen).

Genom åren har det lyfts potentiella nackdelar med att centralbanker publicerar en ränteprognos. När detta diskuterades i början av 2000-talet fanns det bland annat en farhåga att centralbanker av prestigeskäl eller rädsla för förlorat förtroende skulle känna sig bundna av en viss ränteprognos, även när avvikelser vore motiverade. Detta har inte besannats i Riksbankens fall. Direktionen har ofta fattat räntebeslut som avvikit från den tidigare prognosen, vilket har gjort att ränteprognoserna ofta har slagit fel.

Prognosmissar är dock inte problematiska – de är oundvikliga. Eftersom ekonomin hela tiden träffas av störningar kommer räntebanan som bedöms föra tillbaka inflationen till målet att behöva ändras när ny information blir tillgänglig. Prognoserna bör dock inte systematiskt över- eller underskatta den faktiska ränteutvecklingen, vilket har skett periodvis. Under 2010-talet publicerade Riksbanken prognoser som utgick från att den historiskt låga styrräntan skulle normaliseras och återgå till en högre nivå. I praktiken sänktes den till allt lägre nivåer (se vänstra panelen i figur 2). Andra bedömare gjorde liknande prognoser (se högra panelen i figur 2), men Riksbankens prognosfel fick mycket uppmärksamhet i den ekonomiska debatten. Bland annat figurerade en illustration av prognosfelen, känd som "Riksbankens igelkott", i olika marknadsbrev.

Figur 2. Riksbankens prognoser och marknadsförväntningar för styrräntan
Procent



Anm. Marknadsförväntningarna avser förväntningar enligt terminsprissättning dagen före det penningpolitiska mötet. Kvartalsdata.

Källa: Riksbanken.

Diagrammet med ränteutvecklingen tillsammans med Riksbankens prognoser över tiden är onekligen en slående illustration av Riksbankens systematiska prognosfel. Men det visar samtidigt hur Riksbanken har ändrat penningpolitiken när utvecklingen har blivit en annan än den förväntade, vilket är precis vad en centralbank förväntas göra. I Riksbankens fall har detta inte varit förknippat med någon dramatik, vilket är en indikation på att budskapet om att ränteprognosen inte är ett löfte har gått fram (se vidare nedan). Det finns till exempel inga indikationer på att prognosmissarna har påverkat allmänhetens förtroende för att Riksbanken skulle klara sitt uppdrag. Hushåll, företag och marknader inser sannolikt att det skulle vara betydligt värre om inte penningpolitiken skulle anpassas till förändrade omständigheter.

Ett annat motiv för att inte publicera en ränteprognos kan vara att man befärdar att prognosen ska uppfattas som ett löfte, och att centralbanken ska få kritik för att ha "lurat" aktörer att fatta beslut baserade på en prognos som sedan behövde ändras. Det finns exempel på att detta kan vara en utmaning när centralbanker ger vägledning om penningpolitiken framöver.² Därför är det centralt att klargöra att vägledningen är betingad. Från starten 2007 och under många år upprepade Riksbanken gång på gång budskapet att räntebanan är "en prognos, inte ett löfte", och det verkar nu finnas en allmän förståelse för detta.

När centralbanker som Norges Bank och Riksbanken i början av 2000-talet övervägde att publicera en egen ränteprognos lyftes möjligheten att påverka ekonomiska

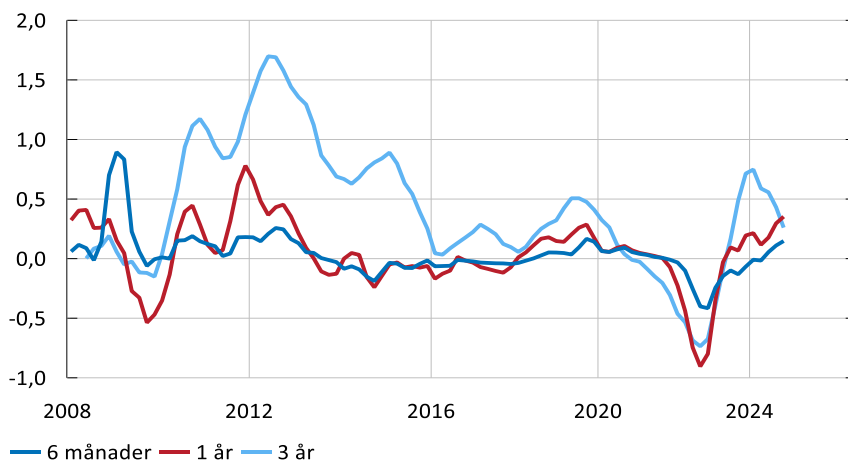
² Se till exempel Thedéen (2025). Sådan framåtblickande vägledning, kallad "forward guidance", består ofta av uttalanden om hur penningpolitiken sannolikt kommer att bedrivas under en viss period. Riksbankens uttalanden har dock aldrig varit "löften", eftersom de alltid har varit betingade på att ekonomin skulle utvecklas på ett visst sätt. Denna typ av villkorad guidning kallas i forskningslitteraturen för "Delfisk" framåtblickande vägledning, till skillnad från "Odyssevs" vägledning där centralbanken förbinder sig att föra en viss politik, se exempelvis Calmfors, Hassler och Seim (2022) för en diskussion.

aktörers förväntningar om räntan som en potentiell fördel. I debatten fanns det dock också farhågor om att marknadsaktörer inte bara skulle påverkas, utan helt börja förlita sig på centralbankens ränteprogno och i princip sluta söka annan information som kan ha betydelse för de långa räntorna. Centralbanken skulle då gå miste om en viktig källa till information om marknadsaktörernas syn på de ekonomiska utsikterna på längre sikt.

Det visade sig dock snabbt att inte heller den farhågan besannades. Periodvis har det funnits relativt stora skillnader mellan Riksbankens ränteprogno och marknadens ränteförväntningar. På kort och medellång sikt har skillnaderna typiskt sett varit små och studier har visat att det har funnits ett visst genomslag av förändringar i Riksbankens ränteprogno på marknadsräntorna, främst på korta räntor (se till exempel Brubakk m.fl. 2021). Skillnaderna mellan Riksbankens prognos och marknadens förväntningar har framför allt rört utvecklingen av räntan på längre sikt. Detta illustreras i figur 3 som visar skillnaden mellan Riksbankens prognos för styrräntan vid varje penningpolitiskt beslut sedan 2008 samt vad marknadens förväntningar på styrräntan var vid de tillfällena. Linjerna visar differensen mellan vad Riksbanken bedömde att styrräntan skulle vara om 6 månader, 1 år respektive 3 år och vad marknaden förväntade sig att styrräntan skulle vara över samma horisonter. Som framgår av figuren har skillnader i bedömningar av styrräntan framför allt gällt utvecklingen på längre sikt, och var särskilt stora under första halvan av 2010-talet.

Figur 3. Skillnad mellan Riksbankens prognos och marknadens förväntningar på styrräntan sedan 2008

Differens i procentenheter



Anm. Skillnader mellan Riksbankens prognos för styrräntan och marknadsförväntningar på styrräntan vid de penningpolitiska besluten 2008–2025. Marknadsförväntningar avser förväntningar enligt terminsprissättning dagen före ett penningpolitiskt möte, och har omvandlats till kvartalsdata. Skillnader på ett och två års sikt avser glidande medelvärden av de senaste tre observationerna och skillnader på tre års sikt avser glidande medelvärden av de senaste sex observationerna.

Källa: Riksbanken.

Dessa skillnader har varit förknippade med vissa utmaningar för Riksbanken, både analysmässiga och kommunikativa. Det har till exempel varit oklart i vilken utsträckning skillnaderna speglar att marknaden tolkar prognosen på längre sikt mer som signalering från Riksbanken än som faktisk prognos för de ekonomiska utsikterna. Men även om det har funnits sådana skäl bakom skillnaderna har detta inte speglats i det övergripande förtroendet för inflationsmålet eller för Riksbanken generellt.

Sammanfattningsvis har Riksbanken positiva erfarenheter av att publicera prognoser för styrräntan. Prognosen är ett av de viktigaste kommunikationsverktygen för att illustrera och informera om hur Riksbanken bedriver penningpolitik. Flera av de farhågor som fanns vid starten, och som i viss mån fortfarande lyfts fram, har inte besannats. Det innebär inte att det är oproblemiskt för en centralbank att publicera en ränteprognos. De institutionella förutsättningarna skiljer sig åt mellan länder och det finns både praktiska och kommunikationsmässiga utmaningar som behöver tas om hand.³

Det är viktigt att hela tiden utvärdera hur effektiv den penningpolitiska kommunikationen är och göra förändringar om det behövs. I mars 2024 gjorde Riksbanken en förändring i kommunikationen kring ränteprognosen för att tydliggöra skillnaden i hur direktionen ser på prognosen för styrräntan den närmaste tiden och prognosen på längre sikt.⁴ I det avsnitt i den penningpolitiska rapporten som innehåller direktionens penningpolitiska överväganden är fokus nu på bedömningen av styrräntan de kommande tre kvartalen.⁵ Detta signalerar att det finns mer information om den ekonomiska utvecklingen den närmaste tiden och att prognosen längre fram i tiden blir allt mer osäker eftersom nya störningar kontinuerligt träffar ekonomin. Illustrationen av ränteprognosen som finns i detta avsnitt i rapporten speglar detta genom att dels ”förstora upp” prognosen på kort sikt, dels med färgsättning illustrera den växande osäkerheten i hela ränteprognosen för de kommande tre åren (se figur 4).

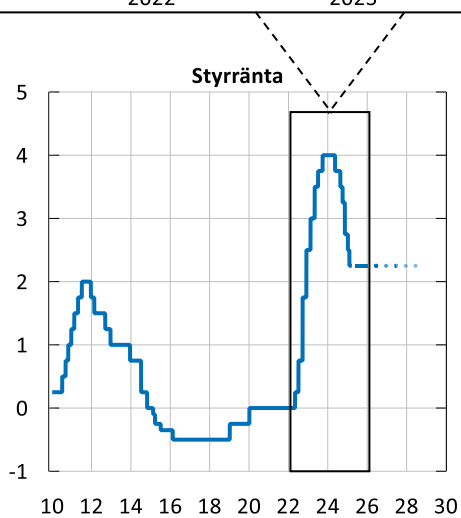
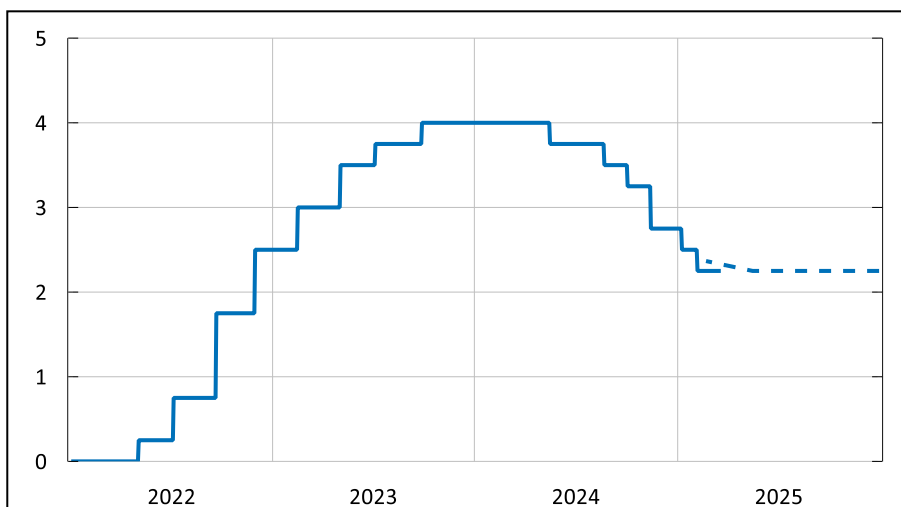
³ Se Sveriges riksbank (2017) för en utvärdering av Riksbankens första tio år med att publicera prognoser på styrräntan. Se också Flodén (2024) för en diskussion om utmaningar baserad på senare erfarenheter.

⁴ Se Sveriges riksbank (2025) för mer detaljer om förändringen.

⁵ I ett senare kapitel i de penningpolitiska rapporterna kommenteras hela den treåriga räntebanan.

Figur 4. Prognos för styrräntan på kort och lång sikt

Procent



Anm. Figuren är hämtad från avsnittet Penningpolitiska överväganden i den penningpolitiska rapporten i mars 2025. Heldragen linje avser utfall och streckade/prickade linjer avser Riksbankens prognos. Utfall för styrräntan är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden. Den översta bilden visar prognosen för styrräntan på kort sikt och baseras på den långa räntebanan i det nedre diagrammet. Den prickade och tonade linjen i det nedre diagrammet illustrerar att prognosen för styrräntan på längre sikt omgärdas av stor osäkerhet.

Källa: Riksbanken.

3 Alternativa scenarier

För Riksbanken har scenarier varit ett kompletterande verktyg till räntebanan både i den interna analysen och den externa kommunikationen ända sedan 2007.⁶ Tillsammans med räntebanan är alternativa scenarier det viktigast verktyget för att illustrera hur Riksbanken agerar med penningpolitiken.

3.1 Scenarier är viktiga i det interna arbetet med att ta fram en ränteprognos

Som beskrivits ovan speglar Riksbankens ränteprognos en utveckling av styrräntan som majoriteten i direktionen bedömer stabiliserar inflationen vid målet på 2 procent och bidrar till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning, det vill säga är väl avvägd. Flera olika räntebanor kan vara konsistenta med ungefär samma utveckling av inflationen och realekonomin, men den bana som väljs bör också ha andra egenskaper. Bland annat bör den vara konsistent med Riksbankens bedömning av den långsiktigt neutrala räntenivån och vara effektiv, robust och förutsägbar. Analys av scenarier är ett viktigt inslag i processen för att komma fram till en sådan ränteprognos.

Om penningpolitiken är *effektiv* ska det inte vara möjligt att med en annan räntebana stabilisera inflationen kring målet men samtidigt få en bättre utveckling av realekonomin. För att undvika detta utvärderar Riksbanken olika räntebanor. I en sådan analys är det alltså i princip bara räntebanorna som skiljer olika scenarier åt. Genom att tvärtom applicera samma räntebana på olika makroekonomiska scenarier kan man få en bild av hur *robust* penningpolitiken är, det vill säga i vilken utsträckning räntebanan ger upphov till en acceptabel utveckling för inflationen och realekonomin, även om ekonomin utvecklas på ett oväntat sätt.

3.2 Scenarier är också användbara i den externa kommunikationen för att illustrera osäkerhet och hur penningpolitiken kan reagera

Riksbanken använder också utvalda alternativscenarier i den externa kommunikationen. Scenarierna illustrerar då osäkerheten om de ekonomiska utsikterna, ger information om vilka risker direktionen uppfattar som viktiga och förmedlar hur penningpolitiken kan se ut om scenarierna realiseras. De ger alltså information om Riksbankens reaktionsfunktion.

Prognosen i Riksbankens huvudscenario är osäker och styrräntans faktiska utveckling kommer att skilja sig från räntebanan i takt med att ekonomin drabbas av nya störningar. Med andra ord kan man vara säker på att framtiden inte kommer att bli exakt som prognosen. Genom att komplettera kommunikationen om räntebanan med alternativa scenarier kan Riksbanken illustrera hur man kommer att reagera på olika störningar, vilket bör göra penningpolitiken mer förutsägbar.⁷ Till skillnad från

⁶ Prognosen som Riksbanken publicerar och ofta hänvisar till som "huvudscenario" ska inte nödvändigtvis tolkas som det scenario som Riksbanken bedömer som mest sannolikt.

⁷ Att scenarioanalys är användbar för detta har nyligen lyfts fram av Bernanke (2024, 2025) i en utvärdering av Bank of England och i förslagen för en förbättrad kommunikation av den amerikanska centralbanken Federal Reserve. Riksbanken fick tidigt rekommendationen att använda alternativa scenarier för känslighetsanalys och för att diskutera implikationerna för penningpolitiken, se Leeper (2003).

sammanfattande mått på prognososäkerhet och osäkerhetsintervall kring prognoserna illustrerar scenarier osäkerhet genom att konkret beskriva tänkbara vägar som ekonomin kan ta framöver och hur penningpolitiken i så fall kan se ut.

Fram till 2015 beskrev Riksbanken olika scenarier i ett särskilt kapitel i den penningpolitiska rapporten. I samband med en översyn av upplägget på rapporten övergick Riksbanken till att ha med scenarier när det fanns skäl att särskilt betona vissa risker och osäkerheter. Från april 2023 har Riksbanken valt att återigen presentera alternativa siffrersatta banor för styrräntan, inflationen och BNP-utvecklingen i varje penningpolitisk rapport.

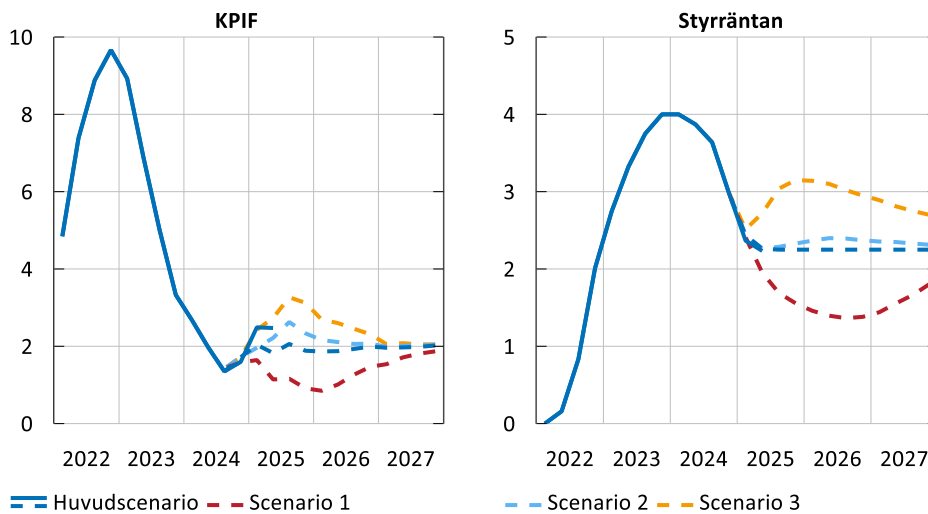
3.3 Scenarier kräver arbete för att vara ändamålsenliga

Riksbankens erfarenheter visar att för att scenarier ska vara ändamålsenliga, är det viktigt att bygga ett sammanhängande narrativ i varje scenario, och noga förklara underliggande antaganden om ekonomins funktionssätt. Det är viktigt eftersom ett visst utfall för en variabel, till exempel inflationen, kan medföra olika respons från penningpolitiken beroende på vad det är som har drivit utvecklingen. I avsaknad av detaljer finns en risk för att aktörerna i ekonomin tolkar scenarierna för snävt. De kan då tro att det är tillräckligt att utfallen för till exempel inflationen sammanfaller med utvecklingen i scenariot för att Riksbanken också ska agera precis som i scenariot.

Ett konkret exempel är ett alternativscenario i den penningpolitiska rapporten i december 2024 (se figur 5). I scenariot ökade den geopolitiska oron ytterligare, vilket ledde till stigande råvarupriser och ökad protektionism, och inflationen steg upp mot 3 procent. Den penningpolitiska responsen i scenariot var att höja räntan för att motverka andrahandseffekter på inflationen och risken att de långsiktiga inflationsförväntningarna skulle börja stiga över målet på 2 procent. I början av 2025 ökade sedan inflationen ungefär i linje med scenariot, men av helt andra orsaker. Ökningen berodde framför allt på vad Riksbanken bedömde var tillfälligt högre priser på vissa livsmedel samt på en teknisk faktor, den så kallade korgeffekten, som är en konsekvens av hur KPI beräknas. Det fanns få tecken på den typ av störningar och andrahandseffekter som scenariot baserades på och direktionen valde därför att inte reagera på den högre inflationen. Detta illustrerar vikten av att förklara varför penningpolitiken bedrivs på ett visst sätt. I de penningpolitiska rapporterna har Riksbanken också börjat kommentera tidigare alternativscenarier för att tydliggöra eventuella skillnader.

Figur 5. Riksbankens scenarier för inflationen och styrräntan

Årlig procentuell förändring (vänster) och procent (höger)



Anm. Scenarier från den penningpolitiska rapporten i december 2024. Heldragen linje avser utfall, och sträcker sig till det första kvartalet 2025. Inflation avser KPIF. Kvartalsdata.

Källor: SCB och Riksbanken.

Det är inte trivialt att göra scenarier som är användbara i den penningpolitiska kommunikationen. I princip är det en övning i att illustrera för aktörerna i ekonomin att framtiden är osäker genom att visa att utvecklingen, inklusive penningpolitiken, kan bli en annan än i huvudscenariot. Men exakt på vilket sätt utvecklingen kommer att skilja sig från huvudscenariot går förstas inte att förutsäga. Till exempel var det sannolikt få som i slutet av 2019 skulle ha övervägt ett scenario där det skulle bryta ut en pandemi som skulle lamslå den globala ekonomin.

För att ta fram relevanta scenarier behöver direktionen, förutom att engagera sig i huvudscenariot, också diskutera och identifiera "tänk om"-alternativ och vilka scenarier som är lämpliga att kommunicera. Fokus behöver då vara på vad som är relevant i den situation man befinner sig i, utan att man samtidigt ignorerar andra viktiga risker. Det kan innebära svåra avvägningar.⁸ Ska scenarierna ligga nära huvudscenariot eller vara mer extrema, och hur specifika och detaljerade ska de vara? Ett exempel på denna svårighet är när inflationen i USA började stiga kraftigt i början av 2021. Liksom flera andra centralbanker räknade Riksbanken då med att inflationsuppgången i princip skulle vara avgränsad till USA. Med facit i hand kan man argumentera för att det hade varit bra att ta fram och kommunicera ett alternativt scenario där inflationen skulle komma att sprida sig globalt och stiga kraftigt. Men vid den tidpunkten hade inflationen varit låg under lång tid och det föreföll inte särskilt sannolikt att den skulle ta fart. Även om man hade valt att kommunicera ett sådant scenario är det dessutom tveksamt om man i så fall hade valt att anta en lika dramatisk utveckling som sedan följde, där till exempel inflationen i Sverige steg över tio procent.

⁸ I extrema situationer kan det dessutom vara särskilt känsligt vad som kommuniceras, till exempel om det finns en risk för en självuppfyllande kris.

När de relevanta riskerna väl har identifierats är nästa utmaning att analysera vilka de ekonomiska implikationerna skulle bli om riskerna realiserats. En sådan analys kräver modellverktyg. Dessa utgår ofta från historiska mönster och är bättre lämpade att hantera händelser som ligger närmare huvudscenariot än mer extrema scenarier. Historiska mönster kan naturligtvis också förändras. Ett uppenbart exempel är den nuvarande situationen där länder inför tullar av varierande storlekar på olika varor. Att kvantifiera effekterna av detta är svårt med tanke på att vi befinner oss i en ny miljö som inte speglas i historiska data.

Direktionen behöver också ta ställning till hur penningpolitiken sannolikt skulle se ut givet de ekonomiska implikationerna. Det är en fördel om scenarierna är siffersatta, även om det inte är strikt nödvändigt, och om man publicerar prognoser för räntan blir de naturliga referenspunkter i scenarierna. Eftersom direktionen står bakom scenarierna och den penningpolitik som de innebär borde scenarierna helst få lika mycket uppmärksamhet i den penningpolitiska beredningsprocessen som huvudscenariot. Men eftersom huvudscenariot är centralt för policybedömningen är det naturligt att det analyseras mer noggrant. Dessutom är det främst penningpolitiken i huvudscenariot som uppmärksammas och granskas externt. Riksbankens erfarenhet är också att det kan vara svårt att ta fram och kommunicera användbara scenarier när penningpolitikens handlingsutrymme riskerar att bli begränsat, till exempel att styrräntan närmar sig en nedre gräns.

Sammanfattningsvis finns det alltså ett antal utmaningar med att ta fram och kommunicera scenarier. Men genom att vara öppen med riskerna som en centralbank ser framför sig, och försöka beskriva alternativa vägar som ekonomin och därmed penningpolitiken kan ta, bör penningpolitiken generellt bli mer förutsägbar och effektiv. Med det sagt är det viktigt att också anpassa kommunikationen till den miljö penningpolitiken verkar i. Alternativa scenarier är sannolikt mest värdefulla när det är stor osäkerhet om de ekonomiska utsikterna. I den senaste årens miljö med stora och upprepade störningar har Riksbanken sett ett större behov av att illustrera alternativa utvecklingsvägar för ekonomin och lyfter därför fram scenarier mer i kommunikationen.

4 Protokollet

Protokollen från de penningpolitiska mötena fyller en viktig funktion i Riksbankens strävan efter transparens. I protokollet redogör respektive ledamot i direktionen för sin bedömning av det ekonomiska läget och utsikterna framöver, samt anger och motiverar sitt ställningstagande när det gäller det aktuella penningpolitiska beslutet. Ledamöterna är namngivna i protokollet, vilket är ovanligt bland centralbanker.

4.1 Få centralbanker är lika transparenta kring penningpolitiska beslut som Riksbanken

Riksbankens direktion är en individualistisk kommitté i den meningen att ledamöterna ansvarar för sina egna ställningstaganden när det gäller penningpolitiken, och de

föväntas göra dessa tydliga.⁹ Det finns ingen strävan att nå enighet kring de penningpolitiska besluten som sker med majoritetsröstning. Ledamöter med avvikande åsikter reserverar sig, vilket framgår direkt i pressmeddelandet som offentliggör beslutet, och de huvudsakliga skälen till reservationen redovisas i protokollet som publiceras en kort tid efter beslutet.¹⁰ Protokollen är alltså viktiga dels för riksdagens insyn och granskning av Riksbanken, dels för att ge hushåll, företag och marknader information om motiven till penningpolitiska beslut och den penningpolitiska reaktionsfunktionen.

Vissa centralbanker transkriberar det som sägs på de penningpolitiska mötena och publicerar dessa transkriberingar med flera års eftersläpning.¹¹ Av tradition är Riksbankens penningpolitiska protokoll lätt redigerade och inte regelrätta transkriberingar. Men i princip speglar de allt som sägs på de penningpolitiska mötena, det vill säga ledamöternas egna inlägg och den diskussion som förs dem emellan.

Före 2007 framgick det inte av protokollen vem i direktionen som sagt vad. Av protokollet framgick endast att "en ledamot" gjort ett visst inlägg och eventuellt vad "samma ledamot" sagt. Som en av flera åtgärder som genomfördes för att öka transparensen 2007 började Riksbanken skriva ut namnen på vem som sagt vad på de penningpolitiska mötena.¹² Bland centralbanker är Riksbanken fortfarande relativt ensam om detta.¹³

4.2 Ökad transparens kring enskilda ledamöters överväganden har fungerat bra i Riksbankens fall

Riksdagens finansutskott har ansvar för att följa upp och utvärdera Riksbankens verksamhet, bland annat penningpolitiken. Förutom att utvärdera den förda penningpolitiken årligen genomför finansutskottet också vart femte år en mer övergripande utvärdering av penningpolitiken med stöd av en rapport som tas fram av utländska experter.¹⁴ Den första av dessa externa utvärderingar publicerades 2006 (Giavazzi och Mishkin 2006). En av uppgifterna i utvärderingen var att analysera Riksbankens öppenhet och kommunikation, och inom ramen för detta diskuterade utvärderarna bland annat protokollen. De menade att protokollen från de penningpolitiska mötena är en viktig informationskanal och att det finns starka skäl

⁹ Se Blinder (2007) för en diskussion om olika typer av penningpolitiska kommittéer.

¹⁰ Genom åren har tiden för färdigställandet av protokollet kortats allt mer och i dagsläget publiceras protokollet cirka fem arbetsdagar efter det penningpolitiska mötet.

¹¹ Till exempel publicerar Bank of England och den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, transkriberingar med en eftersläpning på åtta respektive fem år.

¹² Förutom att publicera en ränteprognos och införa namn i protokollen beslutade Riksbanken under 2007 att hålla presskonferenser efter varje penningpolitiskt möte. Dessutom beslutade man att inte längre ge signaler om kommande räntebeslut mellan de penningpolitiska mötena, eftersom behovet av sådan signalering minskade i och med att räntebanan började publiceras.

¹³ Česká Národní Banka, Tjeckiens centralbank, började publicera namn i protokollen 2020. Filáček och Kokešová Matějková (2022) diskuterar centralbankens erfarenheter av detta.

¹⁴ Seim (2025a) beskriver hur Riksbankens penningpolitik granskas. En webbsändning av presentationen finns på www.pii.com/events/2025/review-monetary-policy-strategy-central-banks. Information om granskningen av Riksbankens hela verksamhet finns på www.riksbank.se under Om Riksbanken/Uppdrag och Verksamhet/Så granskas Riksbanken.

att offentliggöra dem. Däremot avrådde de från att ange vilka ledamöter som står bakom åsikterna som förs fram på mötena. Utvärderarna menade att erfarenheterna från publiceringen av transkriberingarna från Federal Reserves möten indikerade att diskussionerna på mötena hämmades och blev mindre livfulla när ledamöterna insåg att uttalanden inte längre var anonyma.¹⁵ Mötena skulle därför bli mindre effektiva när namnen skrevs ut.

Att ökad transparens kan påverka beslutsfattarnas beteenden är också något som har lyfts fram i den teoretiska litteraturen. Det kan handla om att den större transparensen gör att en ledamot i en penningpolitisk kommitté drar sig för att avvika från majoritetens syn, eller tvärtom att ledamoten vill göra en poäng av att särskilja sig från övriga i kommittén.¹⁶ I båda fallen skulle det leda till sämre penningpolitiska beslut. Men det finns också teoretiska argument för att ökad transparens kan förbättra besluten via en disciplinerande effekt som gör att ledamöterna förbereder sig grundligare inför besluten.

Forskning på Riksbanken indikerar att en effekt av att namnen på ledamöterna skrivs ut i protokollen är att ledamöterna förklarar sina ställningstaganden mer utförligt än tidigare, och också oftare hänvisar till sina tidigare inlägg och bedömningar (Apel m.fl. 2025). Om, och i så fall på vilket sätt, det har påverkat penningpolitiken är svårt att säga. I den mån det är ett uttryck för att ledamöterna tar större ansvar för sina ställningstaganden över tid, och bara ändrar uppfattning om de har en väl underbyggd motivering, kan det ha gjort penningpolitiken mer konsistent och förutsägbar. Det kan däremot vara en belastning om det skulle vara så att ledamöterna hänger kvar vid en viss uppfattning alltför länge av till exempel prestigeskäl.

En erfarenhet från Riksbanken är i alla fall att upplägget på protokollet underlättar det interna arbetet i direktionen, vilket i sin tur bidrar till en mer effektiv kommunikation av penningpolitiken i allmänhet. Även om direktionen inte strävar efter enighet i de penningpolitiska besluten behöver ledamöterna kompromissa om detaljer för att en majoritet ska kunna fastställa en nivå på styrräntan och en rapport med prognoser, inklusive en ränteprognos. Detta underlättas av att protokollen ger ett utrymme för varje ledamot att nyansera sina ställningstaganden, särskilt när det framgår tydligt i protokollen vilken ledamot som gör vilket inlägg.

Något som har inträffat parallellt med att ledamöterna i direktionen förbereder sina inlägg på de penningpolitiska mötena allt mer är att spontana diskussioner har blivit mindre vanliga på mötena. Sådana diskussioner sker däremot på en rad beredningsmöten inför det penningpolitiska mötet. Flera av de externa utvärderingarna av Riksbankens penningpolitik har pekat på avsaknaden av diskussioner i protokollen som ett problem (Goodhart och Rochet 2011, Goodfriend och King 2016 samt Flug och Honohan 2021). Ofta har det byggts på uppfattningen att

¹⁵ Det är värt att notera att publiceringen av namnen då skedde mot bakgrund av att diskussionen på mötena i Federal Reserves penningpolitiska kommitté, Federal Open Market Committee, spelats in utan ledamöternas vetskap och att den amerikanska kongressen, efter att detta blivit känt, begärt att utskrifter av mötena ska offentliggöras.

¹⁶ Se till exempel Apel m.fl. (2025) för referenser till forskningen kring denna aspekt på beslutsfattande i kommittéer.

direktionen i praktiken inte fattar beslutet om penningpolitiken på det penningpolitiska mötet, utan på något tidigare möte i beslutsprocessen.¹⁷

I svar på utvärderingarna har Riksbanken betonat att det formella beslutet om penningpolitiken de facto sker på det penningpolitiska mötet (se till exempel Sveriges riksbank 2011, 2016). Men det mötet är kulmen på en flera veckor lång analys- och tankeprocess där ledamöterna bildar sig en uppfattning om läget. Ledamöterna startar alltså inte från noll på det penningpolitiska mötet och det är sannolikt mer regel än undantag att de bestämmer sig för hur de ska rösta någon gång under processen fram till mötet.¹⁸ Det är viktigt att understryka att riksdagen anser att protokollen fungerar bra och har inte funnit någon anledning att ha synpunkter på Riksbankens interna beslutsprocess (Finansutskottet 2012, 2016). Riksbanken har dock tagit till sig förslagen att öka inblicken i den tidigare delen av beslutsprocessen. Protokollen kompletteras därför med en kort sammanfattning av de diskussioner som direktionen haft under beredningsmötena.

Sammanfattningsvis fyller protokollen från de penningpolitiska mötena en viktig funktion i granskningen och ansvarsutkrävandet av Riksbanken, i förmedlandet av Riksbankens reaktionsfunktion och i direktionens interna arbete. Att ledamöterna namnges i protokollen för med sig vissa utmaningar, men Riksbankens erfarenhet är att det finns klara fördelar med att det framgår hur olika ledamöter har resonerat, vilka överväganden de har gjort och vilka motiv de har lyft fram. Det bör underlätta för hushåll, företag och marknadsaktörer både att förstå den penningpolitik som Riksbanken bedriver och hur den eventuellt kan komma att ändras. Media rapporterar också rutinmässigt om vad ledamöterna sagt vid de penningpolitiska mötena och protokollen ses idag som ett av Riksbankens naturliga kommunikationsverktyg.

Få andra centralbanker har hittills valt att publicera namn i protokollen. Som vi har noterat tidigare skiljer sig förutsättningarna åt mellan olika penningpolitiska kommittéer och vad som fungerar i en centralbank behöver inte nödvändigtvis fungera i en annan. Det kan exempelvis vara så att en kommitté ser en poäng med att den "talar med en röst", och att man menar att det bara skulle bidra till osäkerhet och förvirring om enskilda, identifierbara ledamöter detaljerat skulle redogöra för sin personliga syn i olika frågor – i synnerhet om den avviker från majoritetens. Under en period ådrog sig ihållande åsiktsskillnader om penningpolitiken i Riksbankens direktion en del negativ uppmärksamhet, men farhågan att meningsskiljaktigheter som kommer i ljuset kan minska förtroendet för centralbanken är överdriven.

¹⁷ Se också King (2025) som, bland annat med hänvisning till Riksbankens erfarenheter, föreslår att centralbanker ska sluta publicera transkriberingar av penningpolitiska möten. King menar att sådana inte ökar transparensen utan snarare förvrider beslutsprocessen så att de riktiga diskussionerna om penningpolitiken flyttas till andra möten.

¹⁸ Detta är också något som har lyfts fram av tidigare direktionsledamöter, se till exempel Svensson (2009) och Flodén (2024).

5 Avslutande kommentarer

Att Riksbanken placeras högt i rankningar av transparens kring penningpolitiken är resultatet av ett målmedvetet arbete över lång tid. Transparens underlättar granskning och kan samtidigt göra penningpolitiken mer effektiv. En öppen och tydlig kommunikation bygger därför förtroende både hos allmänheten och hos huvudmannen, det vill säga riksdagen.

Den här artikeln har beskrivit tre inslag i kommunikationen där Riksbanken gått längre än många andra centralbanker: ränteprognosen, alternativa scenarier och protokollen. Riksbankens övergripande syfte med denna öppenhet har varit att försöka skapa en bättre förståelse för penningpolitiken, och för de ofta svåra avvägningar Riksbanken står inför. En sådan förståelse ökar förtroendet för penningpolitiken vilket i sin tur gör politiken lättare att bedriva.

Argumenten för en centralbank att vara transparent och förutsägbar är generella. Men förutsättningarna för att bedriva en förutsägbar penningpolitik varierar med den ekonomiska miljön och den penningpolitiska kommunikationen behöver anpassas till den. Vidare handlar hur transparent en centralbank är, och kan vara, också om institutionella förutsättningar som varierar mellan länder. Att Riksbanken kan vara så transparent förklaras inte bara av en långvarig strävan att vara det, utan också om goda institutionella förutsättningar för att vara transparent. Jämfört med andra centralbanker styrs Riksbanken av en liten direktion och har en stab som jobbar nära direktionen och kontinuerligt kan diskutera utsikter, prognoser och risker. För centralbanker med andra förutsättningar kan det praktiskt vara svårt att till exempel publicera en rapport med prognoser för styrräntan i samband med räntebeslutet.

Erfarenheterna från Riksbanken visar att man inte bör avstå från att ta steg mot ökad transparens på grund av farhågor om att man skulle råka "avslöja för mycket" och att förtroendet för centralbanken hos hushåll, företag och marknadsaktörer därför skulle minska. Att vara transparent är inte alltid lätt och det finns, som vi försökt beskriva i den här artikeln, utmaningar med Riksbankens öppna kommunikation. Vi menar dock att fördelarna väger tyngre än nackdelarna och att en hög grad av öppenhet och tydlighet generellt är något som underlättar penningpolitiken.

Referenser

Apel, Mikael, Marianna Blix Grimaldi, Lars Ahrenberg, Daniel Holmer och Arne Jönsson (2025), "The effect of increased transparency on an individualistic monetary policy committee", Working paper (kommande), Sveriges riksbank.

Bernanke, Ben S. (2024), "Forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England: a review", Bank of England.

Bernanke, Ben S. (2025), "Improving Fed communications: a proposal", Hutchins Center Working Paper nr 102, Brookings Institution.

Blinder, Alan S. (2007), "Monetary policy by committee: Why and how?", *European Journal of Political Economy*, vol. 23, s. 106–123.

Breman, Anna (2025), "Att våga tänka annorlunda – om Riksbankens penningpolitiska kommunikation", tal på Centre for Central Banking Studies, Bank of England, London England, 25 juni, Sveriges riksbank.

Brubakk, Leif, Saskia ter Ellen och Hong Xu (2021), "Central bank communication through interest rate projections", *Journal of Banking and Finance*, vol. 124, s. 1–11.

Calmfors, Lars, John Hassler och Anna Seim (2022), "Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik", Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2022:3, Statens Offentliga Utredningar.

Dincer, N. Nergiz, Barry Eichengreen och Petra Geraats (2022), "Trends in Monetary Policy Transparency: Further Updates", *International Journal of Central Banking*, vol. 18, s. 331–348.

Filáček, Jan och Lucie Kokešová Matějková (2022), "Disclosing Dissent in Monetary Policy Committees", Research and Policy Notes 2/2022, Czech National Bank.

Finansutskottet (2012), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbetet med finansiell stabilitet 2005–2010", Finansutskottets betänkande 2012/13:FiU12, Sveriges riksdag.

Finansutskottet (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015", Finansutskottets betänkande 2015/16:FiU41, Sveriges riksdag.

Flodén, Martin (2024), "Att kommunicera om framtida penningpolitik – reflektioner efter elva år som ledamot i Riksbankens direktion", tal på Nordea, Stockholm, 14 april, Sveriges riksbank.

Flug, Karnit och Patrick Honohan (2021), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020", Rapporter från riksdagen 2021/22:RFR4, Sveriges riksdag.

Giavazzi, Francesco och Frederic S. Mishkin (2006), "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005", Rapporter från riksdagen 2006/07:RFR1, Sveriges riksdag.

Goodfriend, Marvin och Mervyn King (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015", Rapporter från riksdagen 2015/16:RFR6, Sveriges riksdag.

Goodhart, Charles och Jean-Charles Rochet (2011), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbetet med finansiell stabilitet 2005–2010", Rapporter från riksdagen 2010/11:RFR5, Sveriges riksdag.

King, Mervyn (2025), "Inflation targets: practice ahead of theory", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 22–40, Sveriges riksbank.

Leeper, Eric M. (2003), "An Inflation Reports Report", Working Paper nr 10089, National Bureau of Economic Research.

Mishkin, Frederic S. och Michael Kiley (2025), "The Evolution of Inflation Targeting from the 1990s to the 2020s: Developments and Challenges", Working Paper nr 33585, National Bureau of Economic Research.

Seim, Anna (2025a), "Monetary Policy Strategy Reviews – Swedish Experiences", presentation på Peterson Institute, Washington D.C. USA, 24 april, Peterson Institute for International Economics.

Seim, Anna (2025b), "Riksbanken är en av de mest transparenta centralbankerna", presentation på Federal Reserve Board, Washington D.C. USA, 16 maj, Sveriges riksbank.

Seim, Anna (2025c), "Alternativscenariers roll i den penningpolitiska kommunikationen", tal på ECB Forum on Central Banking, Sintra Portugal, 2 juli, Sveriges riksbank.

Svensson, Lars E. O., (2009), "Transparens med en flexibel inflationsmålspolitik: erfarenheter och utmaningar", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 5–44, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2011), "Direktionens remissyttrande om rapporten Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010 (2010/11:RFR5)", DNR 2011-639.

Sveriges riksbank (2016), "Direktionens remissyttrande om rapporten Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015 (2015/16:RFR6)", DNR 2016-00100.

Sveriges riksbank (2017), "Riksbankens erfarenheter av att publicera reporänteprognoser", *Riksbanksstudier*, juni.

Sveriges riksbank (2025), "Förändringar i Riksbankens penningpolitiska kommunikation", fördjupning i *Redogörelse för penningpolitiken 2024*.

Thedéén, Erik (2025), "Penningpolitisk kommunikation i praktiken", tal på Nationalekonomiska Föreningen, Stockholm, 2 juni, Sveriges riksbank

Lärdomar från höginflationsperioden

Selena Durakovic, Jesper Johansson och Oskar Tysklind*

Avdelningen för penningpolitik, Sveriges riksbank

Inflationen steg snabbt och oväntat i Sverige i början av 2022. Sedan föll den tillbaka ungefär lika snabbt och låg under 2024 nära 2 procent. Den här inflationsuppgången berodde på stora förändringar i både utbud och efterfrågan efter pandemin och Rysslands invasion av Ukraina. De stora störningar som ekonomin då utsattes för förändrade även företagens prissättningsbeteende, vilket gjorde att störningarna fick snabbare och större genomslag på inflationen än tidigare.

Pandemin och de ekonomiska störningar som följde i dess spår gick inte att förutspå. Det gjorde inte heller kriget i Ukraina. Men det är rimligt att ställa sig frågan om vi som prognosmakare hade kunnat förstå bättre vilka ekonomiska effekter dessa störningar skulle få på inflationen och ekonomin i stort utifrån ekonomiska modeller och de data som fanns vid tidpunkten. Denna artikel sammanfattar de analyser som Riksbanken och andra gjort för att förstå inflationsuppgången i Sverige. Baserat på denna analys drar vi några slutsatser för det framtida prognosarbetet, där den viktigaste är att inflationsdynamiken kan bli mycket annorlunda i en miljö med många och stora störningar, och att det är viktigt att så snabbt som möjligt kunna identifiera en sådan miljö om man hamnat där.

1 Inledning

Under de senaste åren har vi sett väldigt stora svängningar i inflationen både i Sverige och i andra länder. Först steg inflationen snabbt under 2021 och 2022 för att sedan falla tillbaka nästan lika snabbt igen. I Sverige började KPIF-inflationen stiga under slutet av 2021 för att energipriserna steg. Mätt som KPIF exklusive energi började inflationen snarare stiga tydligt först i januari 2022 (se Figur 1 på nästa sida). Inflationen toppade runt årsskiftet 2022/2023 och föll sedan tillbaka och låg nära Riksbankens mål på 2 procent under 2024.

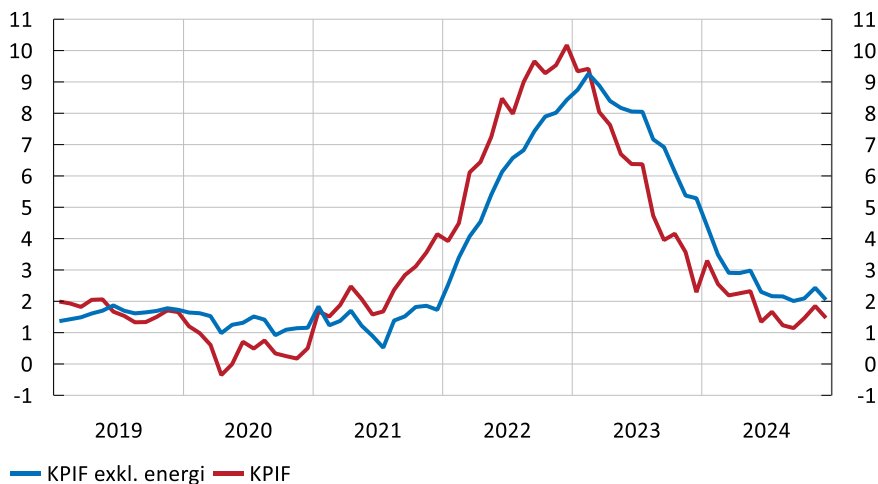
Men även om inflationstakten avtagit har prisnivån stannat kvar på en högre nivå. I Figur 2 ser vi utvecklingen i prisnivån i förhållande till en historisk trend under de här åren. Här ser vi att prisuppgången har varit störst för varor och livsmedel. Man ser också att större delen av prisuppgången skedde under 2022. Även prisnivån på energi steg snabbt under 2022 men har sedan dess fallit tillbaka tydligt och är nu tillbaka

* Vi tackar Vesna Corbo, Ingvar Strid, Mårten Löf, Pär Stockhammar, Ulf Söderström och Marianne Nessén för värdefulla synpunkter på artikeln. De åsikter som uttrycks i artikeln är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

ungefär på sin historiska trend. Tjänstepriserna har stigit något mindre och mer gradvist än priserna på varor och livsmedel.

Figur 1. KPIF och KPIF exklusive energi 2019 -2024

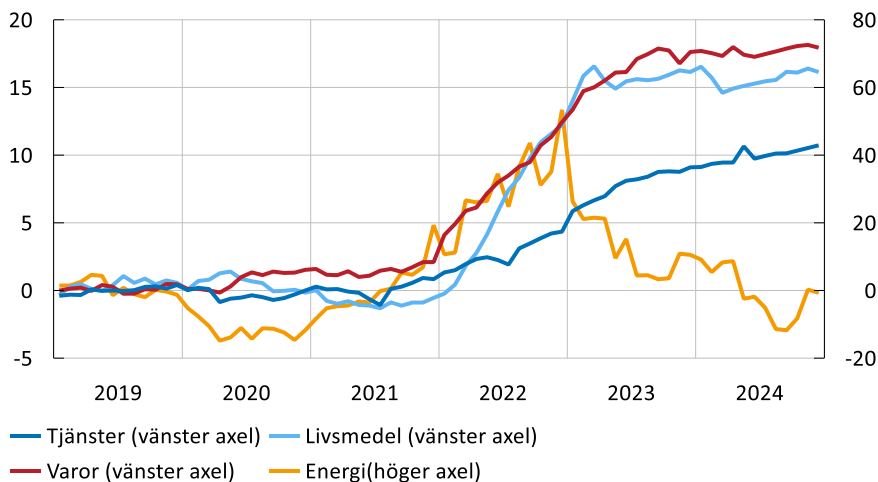
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Figur 2. Prisutvecklingen i undergrupper i KPIF

Avvikelse från historisk trend, procent



Anm. Trenden är skattad som en exponentiell trend under perioden 2000–2021 och därefter framskriven med samma ökningstakt för åren 2022 och framåt.

Källor: SCB och Riksbanken.

I den här artikeln sammanfattar vi vad vi lärt oss av den analys av och de studier som publicerats om inflationen under de senaste åren.¹ Vi kompletterar även med ny

¹ Riksbanken har under de senaste åren publicerat en rad analyser som på olika sätt handlar om inflationsuppgången, se till exempel Den Reijer m.fl. (2025), Håkansson och Laséen (2024), Johansson m.fl. (2022), Johansson och Tysklind (2024), Klein m.fl. (2024a och 2024b), Lindskog och Lovéus (2023), Löf och Stockhammar (2024), Petterson m.fl. (2024) och Tysklind (2024).

analys, för att få en samlad bild av vad som låg bakom prisutvecklingen under denna period. Vi försöker även samla ihop de lärdomar man kan dra för framtiden.

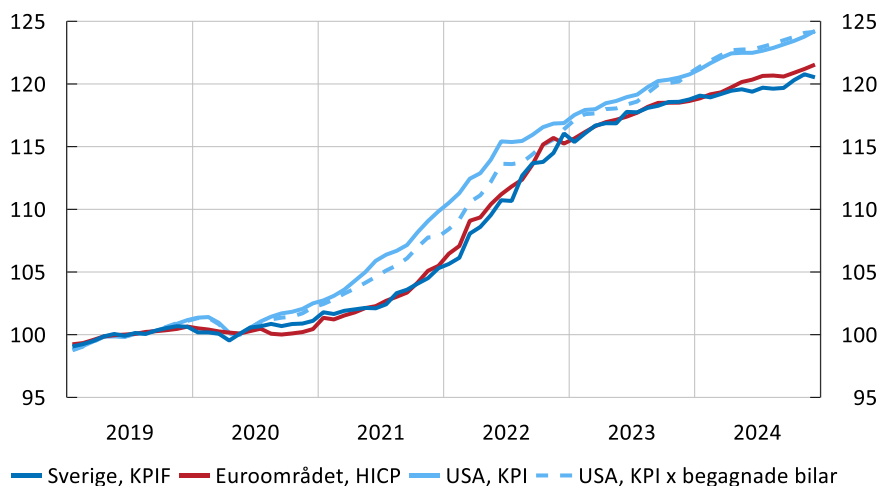
Artikeln är upplagd som följer. Först gör vi en global jämförelse av inflationsutvecklingen. Därefter tittar vi närmare på den makroekonomiska utvecklingen i Sverige och företagens prissättningsbeteende för att kunna berätta en sammanhängande historia om utvecklingen under perioden. Till sist diskuterar vi lärdomar från den här perioden och hur de har och hur de kommer påverka Riksbankens inflationsanalys framöver.

2 En global jämförelse av inflationen

Det var inte bara i Sverige som inflationen steg. Figur 3 nedan visar prisutvecklingen för KPIF i Sverige jämfört med HIKP i euroområdet och KPI för USA.

Figur 3. Prisutvecklingen i olika länder och regioner 2019 - 2024

Index 2019 = 100



Anm. Diagrammet avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA.

Källor: SCB, Eurostat och Bureau of Labor Statistics.

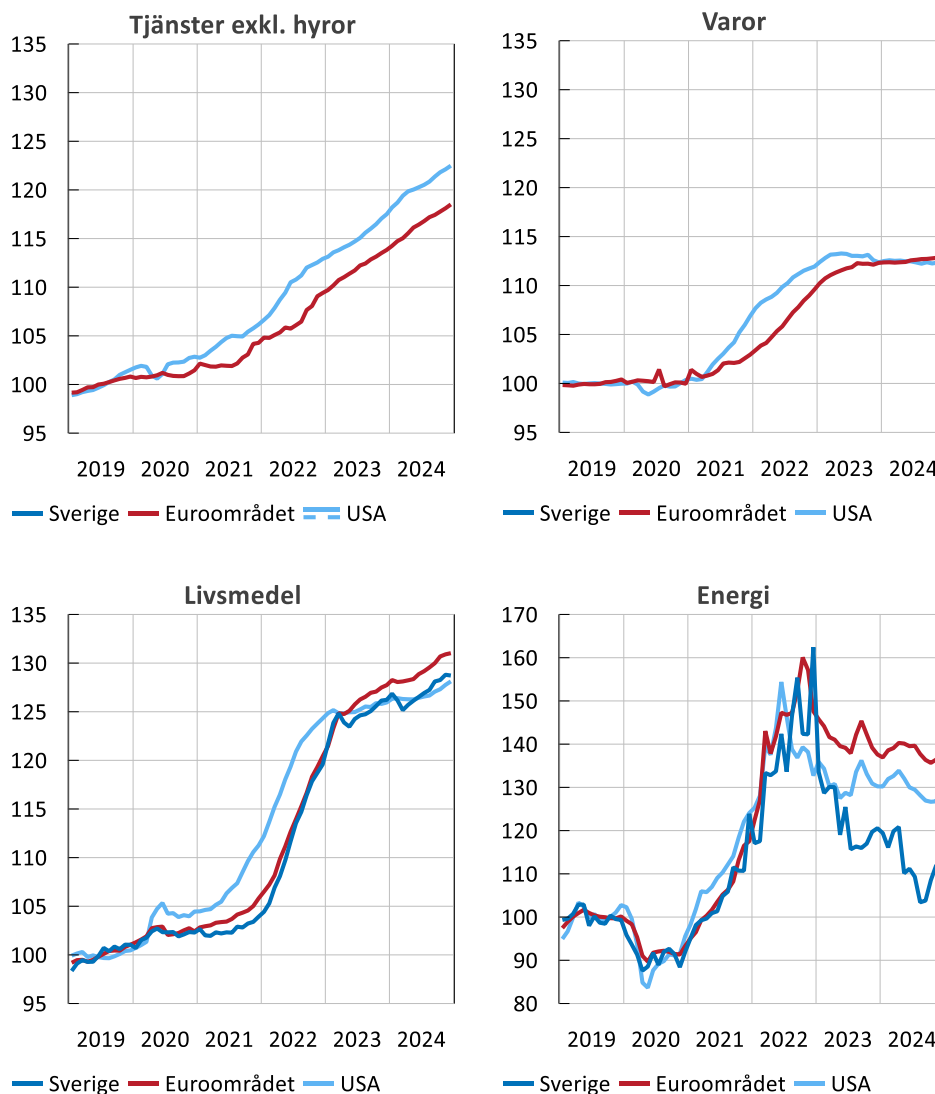
Det man kan notera är att prisuppgången började lite tidigare i USA än vad den gjorde i Europa, men att utvecklingen i stora drag har varit likartad. Att inflationen tog fart lite tidigare i USA har flera förklaringar. En är att det skiljer sig relativt mycket åt vilka varor och tjänster som ingår i indexberäkningarna och även hur de viktas. I USA var prisutvecklingen på begagnade bilar en bidragande orsak till den initiala uppgången. I det amerikanska indexet har begagnade bilar nämligen en större vikt än i Europa samtidigt som prisuppgången där var större under 2021. Om man bortser från den komponenten så ser inflationsuppgången i USA ut att leda den i Europa med ungefär tre månader.

För att göra utvecklingen mer jämförbar tittar vi även på mått där en viss del av viktskillnaderna och effekterna från indexkonstruktionen är mindre. Ett sätt att göra det på är att titta på utvecklingen i olika delaggregat. I Figur 4 visas prisutvecklingen

för tjänster exklusive hyror, varor, livsmedel och energi för samma regioner.² Hyrorna exkluderas eftersom de utgör en stor andel av tjänstepriserna – framför allt i USA – och eftersom hyressättningen fungerar på olika sätt i de olika regionerna. Därför bedöms de inte spegla den underliggande tjänsteprisutvecklingen.

Figur 4. Indexutveckling för olika delagregat 2019 - 2024

Index 2019 = 100



Anm. Figuren avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA.

Källor: SCB, Eurostat och Bureau of Labor Statistics.

Även på delindexnivå liknar prisuppgångarna varandra. De största skillnaderna är att tjänstepriserna steg lite senare och totalt sett lite mindre i euroområdet och att priserna för varor och livsmedel steg lite tidigare i USA. Energiprisuppgången i

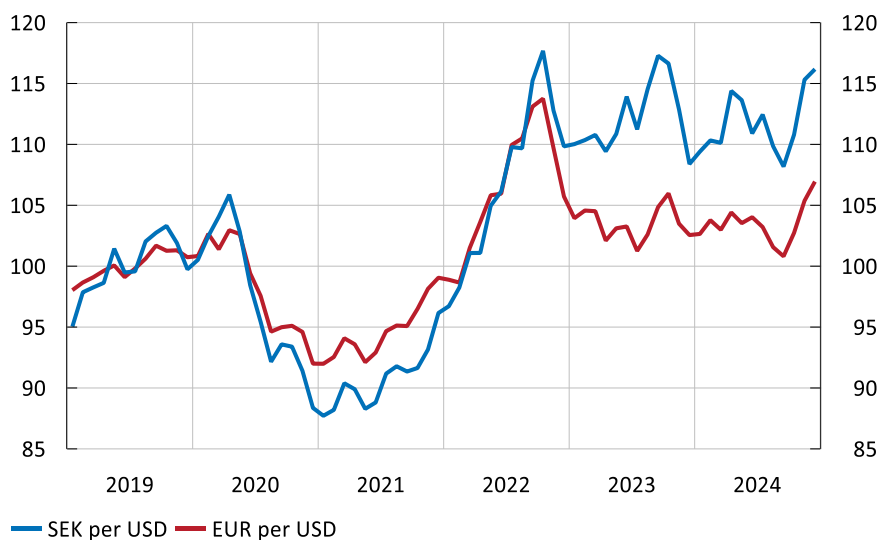
² Data i figur 4 är inte trendensade som i figur 2. Därför skiljer sig siffrorna för Sverige mellan figur 2 och figur 4.

konsumentled var mycket synkroniserad men priserna har sedan fallit tillbaka relativt snabbt i Sverige jämfört med USA och ännu mer jämfört med euroområdet.

En förklaring till att varu- och livsmedelspriserna steg tidigare i USA skulle kunna vara att den amerikanska dollarn försvagades under 2020. I figur 5 visas växelkursen mellan den amerikanska dollarn och den svenska kronan respektive euron. Högre värden innebär en starkare dollar. Där kan man se att dollarn försvagades relativt tydligt mot både kronan och euron under 2020 och 2021, vilket hade en dämpande effekt på prisutvecklingen i Sverige och euroområdet relativt USA. I början av 2022 började dollarn istället att stärkas kraftigt i samband med Rysslands invasion av Ukraina, medan framför allt den svenska kronan då försvagades. Kronan befinner sig fortsatt på en relativt svag nivå vilket kan vara en bidragande faktor till att uppgången i framför allt varupriserna totalt sett varit något större i Sverige än i övriga regioner under perioden.

Figur 5. Växelkursutveckling mot amerikanska dollarn 2019 - 2024

Index 2019 = 100



Anm. Figuren visar utvecklingen av den svenska kronan respektive euron mot den amerikanske dollarn. Ett högre värde innebär en starkare dollar.

Källa: Macrobond.

Men på det stora hela ser prisutvecklingen mycket likartad ut i alla dessa tre regioner, och nationella faktorer som växelkurs och inhemsk löneutveckling verkar endast ha spelat en roll på marginalen.

3 Varför steg inflationen?

Eftersom inflationsutvecklingen ser så likartad ut i regionerna är det rimligt att utgå ifrån att inflationen i länderna i stor utsträckning har drivits av samma globala faktorer eller i alla fall likartade krafter. När man tittar tillbaka på de senaste åren har också ett antal stora globala händelser inträffat, där de mest påtagliga är coronapandemin och

Rysslands invasion av Ukraina. I detta avsnitt kommer vi att fokusera på utvecklingen i Sverige, men de förklaringar som presenteras gäller i stor utsträckning också globalt.

3.1 Efterfrågan steg snabbt inom olika sektorer

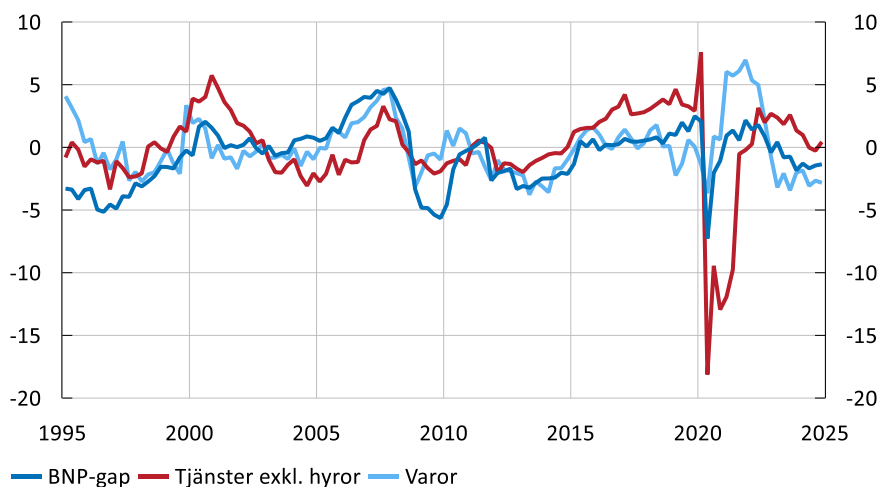
Den aggregerade efterfrågan, mätt med till exempel Riksbankens BNP-gap, var på en hög men inte exceptionellt hög nivå när inflationen tog fart.³ Detta skulle kunna tolkas som att efterfrågan inte var en viktig faktor bakom inflationsuppgången, eftersom BNP-gapet har varit på högre nivåer förr utan att inflationen har tagit fart (se figur 6). Det som inte syns i aggregerade mått på efterfrågan är dock att det skedde stora förändringar i efterfrågan mellan olika sektorer under och efter pandemin. Under pandemin hölls efterfrågan på varor uppe av penning- och finanspolitiska stimulanser, samtidigt som restriktioner höll tillbaka tjänstekonsumtionen. Efterfrågan skiftade därför från tjänster till varor under pandemin. När sedan pandemin var över och restriktionerna försvann ökade efterfrågan på tjänster istället snabbt.

Ett sätt att illustrera dessa skeenden är att konstruera måttet på efterfrågan för olika konsumtionstyper. I Figur 6 visas Riksbankens aggregerade BNP-gap tillsammans med konsumtionen uppdelad på varor och tjänster, uttryckt i procentuell avvikelse från en beräknad trend. Dessa siffror visar till exempel att efterfrågan på varor i början av 2021 var på den högsta nivån som uppmätts under perioden med inflationsmål och att efterfrågan på tjänster var hög under 2022. Det vill säga att även om den totala efterfrågan mätt som BNP-gapet under perioden inte varit anmärkningsvärt hög så har den periodvis varit det i olika delar av ekonomin. Det man också ser är att konsumtionen svängde mycket kraftigt på sektornivå under perioden. Detta mönster ser man inte bara i Sverige utan i många länder.

³ BNP-gapet beskriver utvecklingen i BNP i förhållande till en bedömd trendnivå.

Figur 6. BNP- och konsumtionsgap 1995 - 2024

Avvikelse från trend i procent



Anm. BNP-gapet är Riksbankens bedömda gap. Gapen för varor, tjänster avser procentuell avvikelse från HP-trend av säsongrensade data i fasta priser från nationalräkenskaperna.

Källor: SCB och Riksbanken.

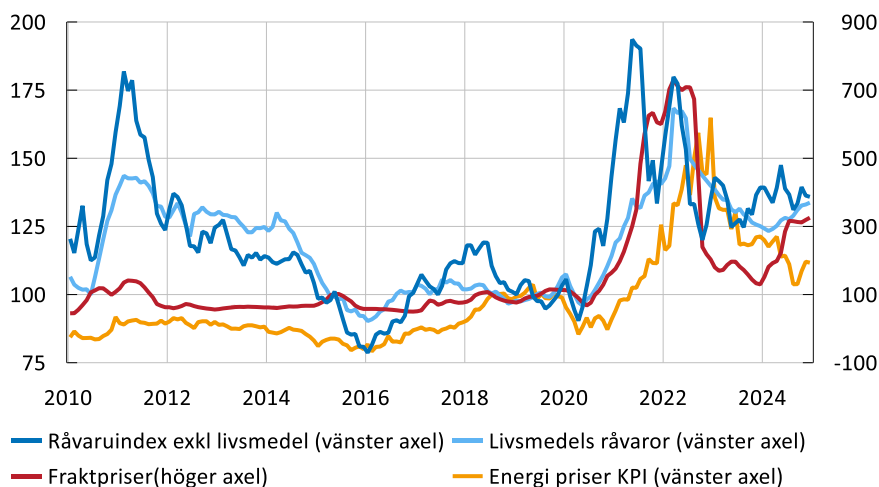
3.2 Uppgångar i råvarupriser och arbetskostnader

Andra viktiga faktorer bakom konsumentprisuppgångarna var stigande råvarupriser och arbetskostnader. I Figur 7 visas hur priserna på energi, andra råvaror och frakt utvecklades på världsmarknaden från 2010 och framåt. Här ser man att priserna på industriråvaror började stiga kraftigt redan under början av 2020. Mot slutet av 2020 och början av 2021 började sedan även priserna på frakt och livsmedelsråvaror stiga kraftigt. Till sist tog också energipriserna för slutkonsumenter ordentligt fart mot slutet av 2021. Den uppgången berodde främst på att priset på naturgas började stiga relativt kraftigt men även på att oljepriset återhämtat sig efter en kraftig nedgång i början av pandemin. Samtidigt steg elpriserna i Sverige på grund av onormalt låga nivåer i de nordiska vattenmagasinen och lite vind. Terminsprisättningen i början av 2022 pekade tydligt på fallande priser för i stort sett alla energislag (se figur 8). Med andra ord bedömde marknaden i det läget att energiuppgången var tillfällig.⁴

⁴ För en längre diskussion om hur detta antogs påverka övriga priser se Sveriges riksbank (2022a).

Figur 7. Energi- och råvarupriser på världsmarknaden 2019 - 2024

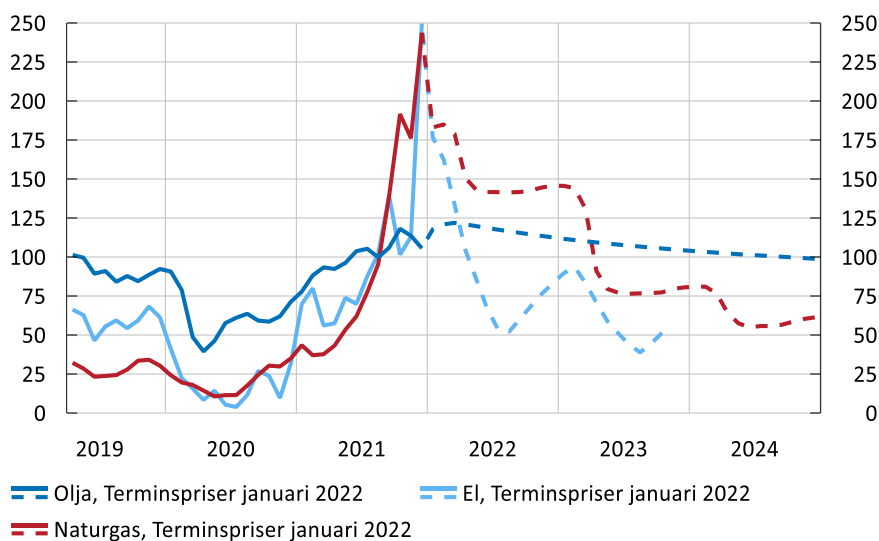
Index 2019 = 100



Källor: ICE, The Economist och Baltic dry.

Figur 8. Energipriser 2019 – 2021, terminspriser i januari 2022

Index 2021=100

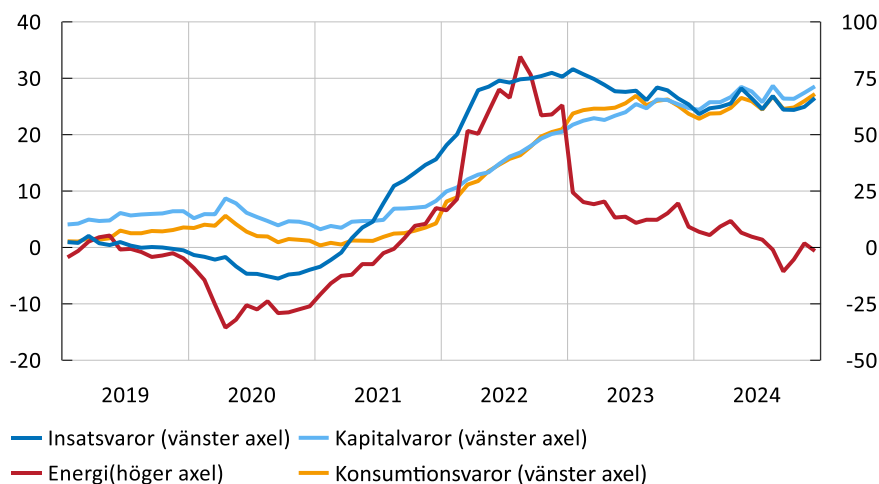


Källor: ICE och Nordpool.

Råvarupriser har en begränsad direkt påverkan på konsumentpriserna, utan effekten går främst genom att de påverkar priserna på insatsvaror i produktion. I Figur 9 visas därför hur priserna i producentledet i Sverige utvecklades i förhållande till trend mellan 2000 och 2020. Vi kan se att producentpriserna på insatsvaror började stiga tydligt snabbare än tidigare redan i början av 2021, nästan ett år innan priserna inom aggregaten konsumtionsvaror och kapitalvaror började stiga tydligt snabbare. Energipriserna steg också under 2021 men från relativt låga nivåer. Först mot slutet av 2021 och framför allt under 2022 började energiprisnivån bli klart över sin historiska trend. Priserna på energi föll sedan relativt snabbt tillbaka redan under 2023 medan övriga delindex fortsatte att ligga kvar på den nya förhöjda nivån.

Figur 9. Priser i producentled 2019 - 2024

Avvikelse från historisk trend i procent



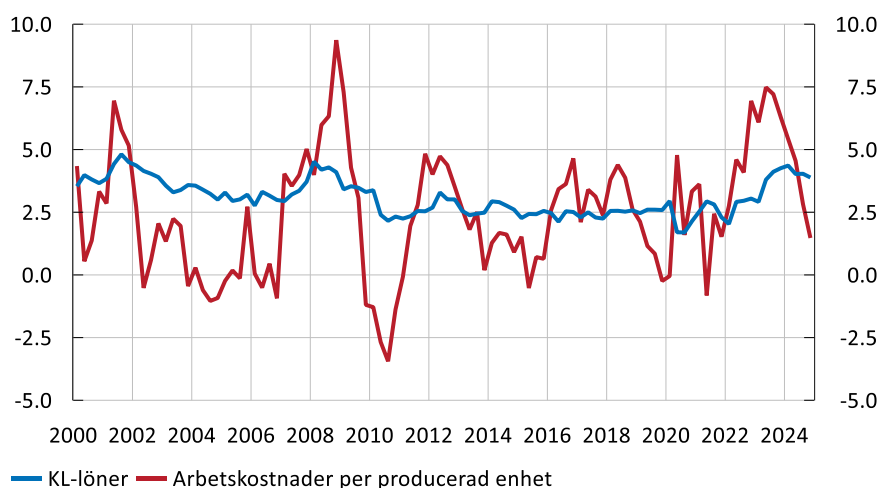
Anm. Diagrammet avser prisindex för inhemsk tillgång. Trenden är skattad som en exponentiell trend under perioden 2000–2020 och därefter framskriven med samma ökningstakt för åren 2021 och framåt.

Källor: SCB och egna beräkningar.

I Figur 10 visas hur lönerna och arbetskostnaderna har utvecklats. Där kan vi se att arbetskostnaderna per producerad enhet började öka snabbare under 2022, främst drivet av att produktiviteten föll när produktionen föll mer än antalet arbetade timmar. Löneökningstakten var fortsatt dämpad under 2022 innan nya, högre löneavtal förhandlades fram från 2023. Löneökningstakten i Sverige var också lägre än i många andra länder i Europa under 2022 och 2023.

Figur 10. Löner och arbetskostnader per producerad enhet 2000 - 2024

Årlig procentuell förändring



Anm. Arbetskostnader per producerad enhet avser att mäta arbetskostnaderna justerat för produktiviteten och är beräknade med data från nationalräkenskaperna som arbetskostnadssumma delat med BNP.

Källor: SCB, Medlingsinstitutet och Riksbanken.

Sammantaget ser vi alltså att företagens kostnader ökade brett under 2021 och 2022 och priserna på både insatsvaror och arbetskraft ökade ovanligt snabbt.

3.3 Både utbuds- och efterfrågeläget bidrog till inflationsuppgången

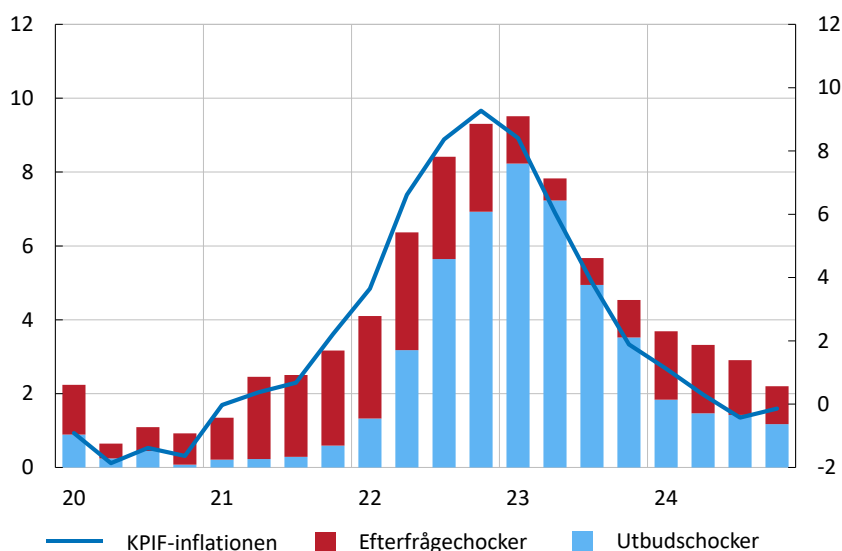
I såväl Sverige som internationellt har ekonomer diskuterat vad som primärt drev inflationsuppgången: utbud eller efterfrågan. Anledningen till det är att de bakomliggande drivkrafterna kan ha stor betydelse för hur penningpolitiken ska utformas.

I ett antal studier har man använt olika modellansatser för att dela upp inflationsuppgången i utbuds- och efterfrågefaktorer. Löf och Stockhammar (2024) skattar några olika modeller som har använts internationellt på svenska data. I detta avsnitt redovisar vi uppdaterade resultat från dem, kompletterat med nya analyser.⁵

Vi utgår från tidigare arbeten av Shapiro (2024) för att skatta enkla VAR-modeller för 75 olika delaggregat av konsumtionen. Utifrån dessa skattningar grupperar vi sedan prisrörelserna för de olika delindexen i varje period som antingen efterfråge- eller utbudsdrivna. I Figur 11 har dessa skattningar uppdaterats för att även inkludera 2024. Vi kan se att bilden från den analys som Löf och Stockhammar gjorde 2024 står sig, och resultaten tyder på att utbudsstörningar dominerade under perioden när inflationen var som högst men att efterfrågan hade en inte obetydlig roll. När inflationen föll tillbaka pekar denna analys på att det främst är utbudsrelaterade störningar som har avtagit.

Figur 11. Dekomponering av inflationen i utbud och efterfrågan baserad på Shapiro (2024)

Årlig procentuell förändring, procentenheter



Källa: Riksbanken.

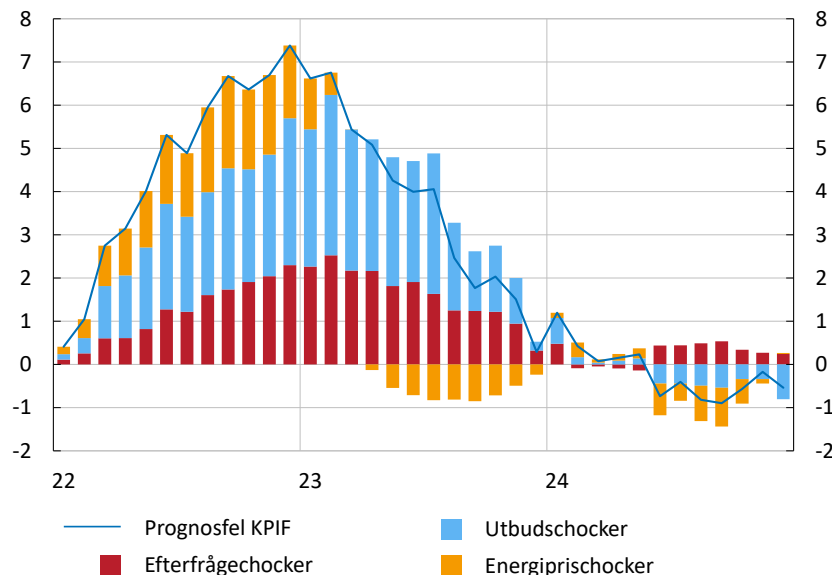
⁵ Se appendix för korta beskrivningar av modellerna.

Modellen ovan är väldigt enkel men kan ändå ge viss indikation bakom drivkrafterna. En lite mer utvecklad ansats är baserad på en modell av Ascari m.fl. (2023). Här används istället en liten strukturell VAR-modell med teckenrestriktioner för att identifiera exogena störningar till efterfrågan, utbud och energi. Utifrån det kan man beräkna hur mycket dessa störningar har bidragit till inflationsutvecklingen.

I Figur 12 kan man se resultatet av en uppdelning av prognosfelen för KPIF-inflationen fram till och med 2024. Även i denna modell är utbudseffekterna störst men här är inslaget av efterfrågan något större. Under 2024 bidrar både avtagande utbudsproblem och lägre energipriser till att KPIF-inflationen hamnar en bit under 2 procent. En nackdel med denna modell är att den inte tar hänsyn till att Sverige är en liten öppen ekonomi med stort omvärldsberoende.

Figur 12. Uppdelning av KPIF-inflationen baserad på Ascari m.fl. (2023)

Procentenheter av årlig procentuell förändring



Anm. Prognosfelen från modellen används för att identifiera betydelsen av utbuds- respektive efterfrågechocker. Linjen visar prognosfelen för inflationen mätt med KPIF definierat som utfall minus prognos. Ett positivt prognosfel innebär alltså underskattning av utfallet och vice versa.

Källa: Riksbanken.

Det gör dock Riksbankens allmän-jämviktsmodell MAJA som har den dimensionen inbyggd (se Corbo och Strid 2020). Om vi likt Löf och Stockhammar (2024) låter MAJA tolka vilka störningar som drev inflationsuppgången indikerar den att det främst var utbudsstörningar som drev upp inflationen (se figur 13).⁶ I denna grupp av störningar ingår förutom produktivitetstörningar även prispåslag.⁷ Det innebär att företagen höjde priserna mer än vad som är normalt i förhållande till sina kostnader och att detta bidrog till att inflationen steg. Under 2022 och 2023 har också efterfrågan varit högre än förväntat, men denna effekt är mindre än utbudsstörningarna. Under 2022 bidrog även

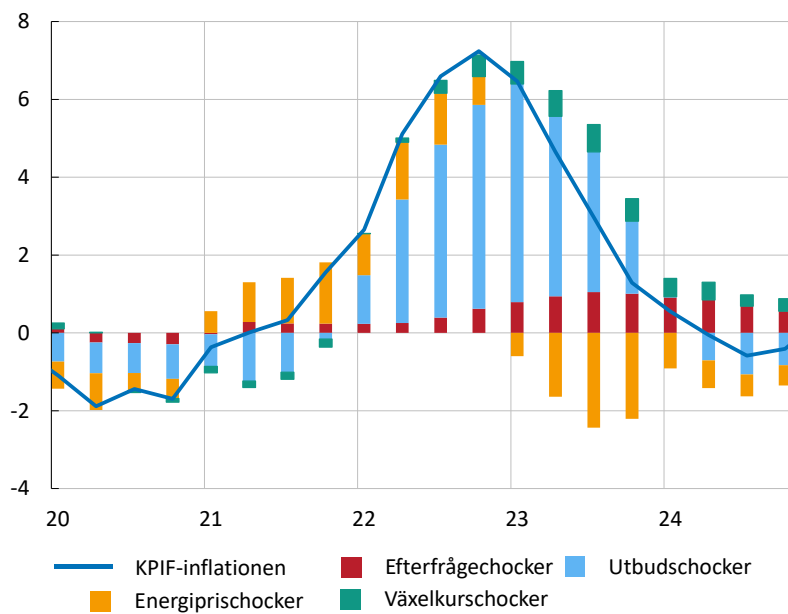
⁶ Med utbudsstörningar avser vi sådana störningar som påverkar BNP och inflation i olika riktning.

⁷ Detta kan vara mer kopplat till företagets beteende som diskuteras i nästa avsnitt.

högre energipriser till uppgången, en effekt som klingade av under 2023 där bidraget istället var tydligt negativt. Detta fångar dock bara det direkta bidraget från energi till KPIF och inte de indirekta effekter som kan tänkas finnas.

Figur 13. Dekomponering av KPIF-inflationens avvikelse från 2 procent i MAJA

Procentenheter



Anm. KPIF är uttryckt som differensen mot 2 procent. Övriga visar bidrag till denna differens.

Källa: Riksbanken.

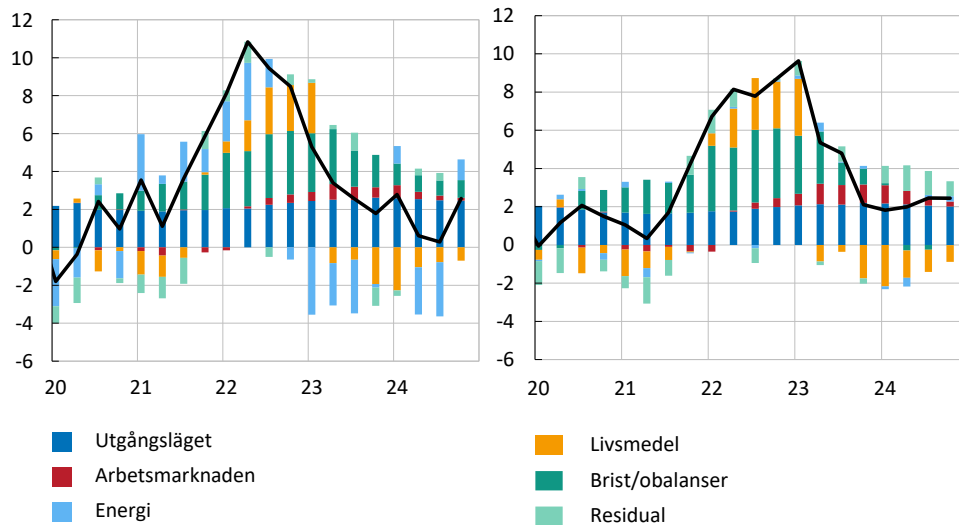
En viktig aspekt under inflationsuppgången som inte riktigt fångas i någon av de tidigare modellerna är hur störningar i leveranskedjor påverkar inflationen. Den mekanismen finns dock med i modellen från Bernanke och Blanchard (2023). Här har vi skattat deras modell på svenska data. Enligt våra skattningar fanns det inledningsvis stora bidrag från uppgångar i energi- och livsmedelspriser som lyfte KPIF-inflationen (se Figur 14). När de började falla bort ersattes de delvis av relativt stora bidrag från en variabel som används för att fånga störningar i globala värdekedjor.⁸ Dessa störningar kan dels bero på utbudsrelaterade problem, som att fabriker och hamnar stängdes under delar av coronapandemin, men även på den stundtals mycket höga och framför allt svängiga efterfrågan på varor. Man kan även notera att bidragen från de höga energipriserna till inflationen mätt som KPIF exklusive energi är små. Denna modell indikerar alltså också att de höga energipriserna hade relativt små indirekta effekter på prisökningarna på övriga produkter.⁹

⁸ Störningar till globala värdekedjor mäts här med "Global supply chain pressure index" från Federal Reserve Bank of New York.

⁹ Dessa resultat är relativt lika appliceringar på många andra länder, se exempelvis Bernanke och Blanchard (2024) för en jämförelse.

Figur 14. Dekomponering baserad på Bernanke och Blanchard (2023)

KPIF (vänster), KPIFxe (höger), säsongrensad kvartalstakt uppräknad till årstakt



Anm. Staplarna visar den totala inflationen.

Källa: Riksbanken.

Sammanfattningsvis tyder de empiriska studierna på att resultaten skiljer sig en del åt beroende på vilken ansats man använder, på vilket sätt man väljer att bearbeta data och exakt hur man definierar utbuds- och efterfrågefaktorer. Men den övergripande bilden är att det var en kombination av många och stora chocker till både utbud och efterfrågan som var orsaken till att inflationen steg som den gjorde. Det är dock svårt att med någon större precision mäta vilken förklaringsfaktor som har varit viktigast och resultaten ska därför tolkas med försiktighet.¹⁰

3.4 Vilken roll har företagens beteende spelat?

En annan aspekt som har diskuterats mycket under höginflationsperioden rör företagens prissättningsbeteende, det vill säga om de till exempel höjde priserna mer och snabbare i förhållande till sina kostnadsförändringar än normalt. Det finns studier som indikerar att företagen för över mer av sina ökade kostnader mer till konsumentpriserna när inflationen och efterfrågan är hög (se till exempel Borio m.fl. 2023, De Abreu Lourenco och Lowe 1994 och Harding m.fl. 2023). Det tycks alltså finnas icke-linjäriteter i hur företagen sätter sina priser i förhållande till kostnaderna. Om kostnaderna ökar lite och inte väntas ligga kvar på den högre nivån tenderar företagen att låta en del av ökningen absorberas av deras marginaler. Men om kostnaderna ökar tillräckligt mycket blir företagen tvungna att ändra priserna (se diskussion i Sveriges riksbank 2024).

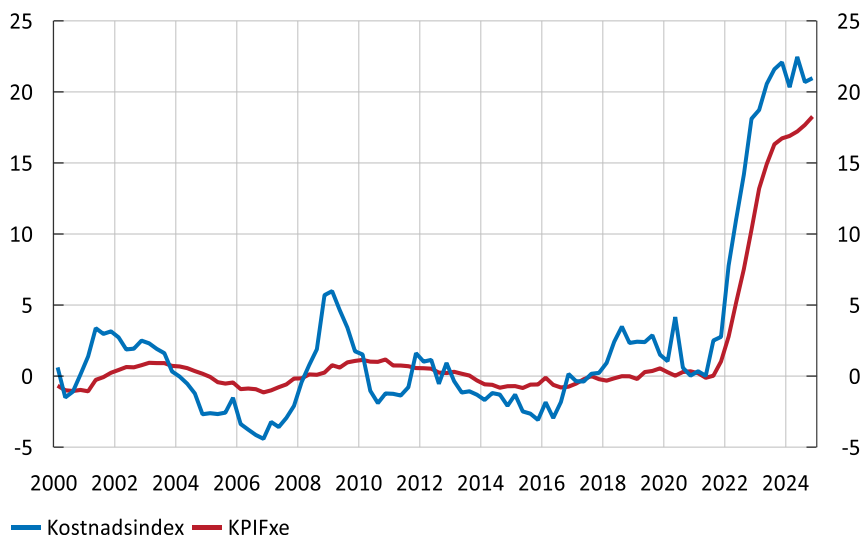
Enligt en studie från Konjunkturinstitutet (2023) höjde svenska företag i genomsnitt sina priser i linje med hur deras kostnader hade höjts från 2019 till det andra kvartalet 2023. Företag har historiskt tenderat att jämna ut sina prispförändringar och låta en del

¹⁰ Det finns exempelvis studier på euroområdet som indikerar att det totala bidraget från de höga energipriserna under 2022 hade något större bidrag till prisuppgången, se exempelvis Banbura m.fl. (2024).

av kostnadsförändringarna absorberas av sina vinstmarginaler, men så skedde alltså inte under perioden med snabbt stigande priser under 2022 och 2023.¹¹ Det indikerar att den delen av företagens prissättningsbeteende förändrades under höginflationsperioden.

Figur 15. Utvecklingen i priser och företagens kostnader sedan 2000

Indexutveckling, avvikelse från historisk trend, procent



Anm. Kostnadsindexet är beräknat som $0,05 * \text{energipriser} + 0,65 * \text{arbetskostnader per producerad enhet} + 0,3 * \text{IMPI, konsumtionsvaror}$. IMPI, konsumtionsvaror är ett index för prisutvecklingen i importled, det vill säga vad importören får betalt för sina varor. Trenden är skattad som en exponentiell trend under perioden 2000–2020 och därefter framskriven med samma ökningstakt för åren 2022 och framåt.

Källor: SCB och Riksbanken.

En illustration av detta visas i Figur 15. I diagrammet jämför vi KPIF exklusive energi med ett grovt mått på företagets kostnader.¹² Vi ser då att kostnaderna tenderar att variera betydligt mer än KPIF exklusive energi. Men under 2022 och 2023 ökade KPIF exklusive energi ungefär lika snabbt som kostnaderna, i linje med slutsatserna i studien från Konjunkturinstitutet.¹³

I två studier av Klein m.fl. (2024a och 2024b) från ett av Riksbankens forskningsprojekt undersöks hur ofta och hur mycket priserna ändras på produkterna som ingår i KPI. Resultaten visar att det primärt är frekvensen av prisförändringar som samvarierar med inflationstakten – inte storleken på dem.¹⁴ Det var tydligt under åren 2022 och

¹¹ Motiv för företag att jämna ut sina prisförändringar kan till exempel vara att man vill behålla marknadsandelar och/eller att man bedömer att kostnadsförändringar är av tillfällig karaktär.

¹² Detta är ett förenklat mått för att i grova drag beskriva företagets kostnadsutveckling och avser inte att fullt ut återspegla alla kostnader som ett företag har.

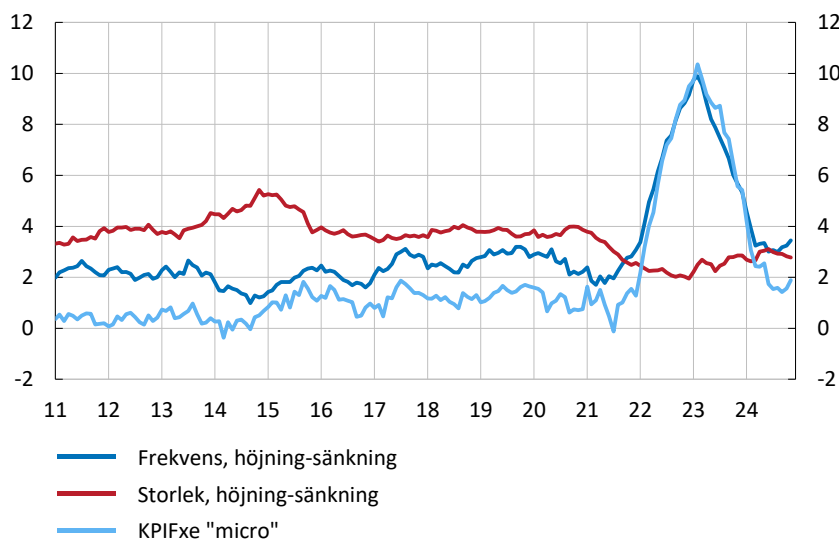
¹³ Kostnadsindexet är beräknat som $0,05 * \text{energipriser} + 0,65 * \text{arbetskostnader per producerad enhet} + 0,3 * \text{IMPI, konsumtionsvaror}$. Vikterna är satta utifrån det faktum att ungefär 30 procent av den privata konsumtionen består av import. Se tabell A2 i Hansson och Johansson (2007) för uppskattningar av importinnehåll. Se även diskussionen i Lindskog och Lovéus (2023) och Sveriges riksbank (2024).

¹⁴ Samma slutsats dras i studier från Federal Reserve och Bank of Canada, se Montag och Villar (2023) respektive Bilyk m.fl. (2024).

2023 när inflationen var hög. Då höjde företagen sina priser betydligt oftare än vad de gjort tidigare, samtidigt som den genomsnittliga storleken på prisförändringarna inte förändrades särskilt mycket (se Figur 16). Det går inte att utifrån denna analys säga varför men en bidragande faktor bör vara att företagen anser sig behöva ändra sina priser mer frekvent när deras kostnadsökningar är stora, och att genomslaget från kostnaderna då därmed blir både större och snabbare än normalt.

Figur 16. Frekvens och storlek i prisförändringar 2011 - 2024

Årlig procentuell förändring (KPIFxe), procentenheter (övriga)



Anm. Frekvensen och storleken är uttryckt som skillnaden i frekvensen av prishöjningar och prissänkningar samt skillnaden i den absoluta storleken på prishöjningar och prissänkningar. I KPIFxe "micro" har några enskilda komponenter som inte finns med i mikrodatamaterialet exkluderats från KPIF exklusive energi.

Källor: SCB och Klein m.fl. (2024a och 2024b).

I takt med att inflationen har fallit har även företagen börjat ändra sina priser mer sällan. Detta indikerar att det samlade prissättningsbeteendet nu är mer i linje med hur det såg ut före perioden med hög inflation. Samma slutsats får man från Riksbankens egna företagsundersökningar. Företagen i undersökningen uppgav tidigt under 2022 att de ändrade priserna oftare än vanligt, och att det var lättare än vanligt att få kunderna att acceptera de höjda priserna (se till exempel Sveriges riksbank 2022).

En diskussion som är relaterad till den om att företag reagerar snabbare på kostnadsförändringar är om lutningen i Phillipskurvan har förändrats under de senaste åren. Phillipskurvan är ett analysverktyg som ofta används för att beskriva sambandet mellan resursutnyttjandet i ekonomin och inflationen.¹⁵ Detta samband tenderar att vara positivt, det vill säga att ett högt resursutnyttjande sammanfaller med en hög inflation. Under perioden innan inflationen steg under 2021 och 2022 menade många ekonomer att Phillipskurvan var flack, det vill säga att sambandet mellan

¹⁵ Den ursprungliga Phillipskurvan, introducerad av ekonomen A.W. Phillips, beskrev sambandet mellan arbetslöshet och löner.

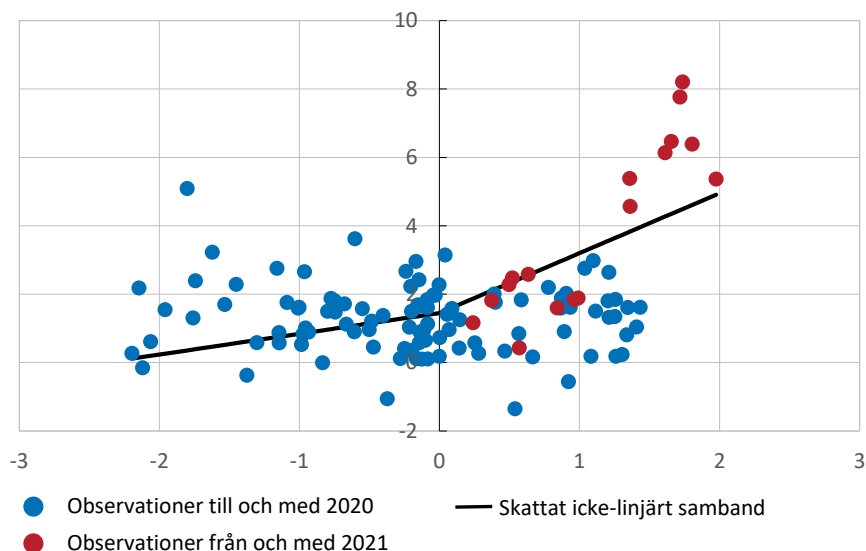
resursutnyttjandet och inflationen var svagt (se till exempel Del Negro m.fl. 2020, Inoue m.fl. 2024, From 2019, och Jonsson och Theobald 2019). Denna åsikt grundade sig i att inflationen var låg trots att resursutnyttjandet var relativt starkt.

På senare tid har dock ett antal studier pekat på att lutningen i Phillipskurvan blivit brantare eller att vi befunnit oss på en brantare del av en icke-linjär Phillipskurva under perioden med hög inflation (Se till exempel IMF 2024, Levy 2024, Hobijn m.fl. 2023, Harding m.fl. 2023, och Benigno och Eggertsson 2023). Exempelvis påpekar Benigno och Eggertsson (2023) vikten av att beakta icke-linjäriteter när man estimerar Phillipskurvan, eftersom förändringar i mängden lediga resurser i ekonomin sannolikt kommer att påverka inflationen olika starkt beroende på var i konjunkturcykeln man befinner sig. Detta kan ha stora konsekvenser för penningpolitiska beslut eftersom en brant Phillipskurva innebär en mer gynnsam avvägning mellan inflation och realekonomisk utveckling.

Vi har skattat modellen i Benigno och Eggertsson (2023) på svenska data. Det innebär att vi utgår från den nykeynesianska Phillipskurvan och där ett mått på arbetsmarknadens stramhet – kvoten mellan antalet vakanser och antalet arbetslösa - används som en proxy för mängden lediga resurser. Figur 17 visar kombinationerna av utfall för inflationen mätt med KPIF exklusive energi och livsmedel och måttet på stramhet på arbetsmarknaden tillsammans med det skattade icke-linjära sambandet mellan dem.

Figur 17. Spridningsdiagram av stramhet på arbetsmarknaden och KPIF exklusive energi, 2000 - 2024

Årlig procentuell förändring (vertikal axel) respektive kvoten mellan antalet vakanser och arbetslösa (horisontell axel)



Anm. Det skattade sambandet utgår från modellen i Benigno och Eggertsson (2023). Figuren är ritad med data på kvartalsfrekvens från 2000 till och med 2024. Röda prickar visar sambandet från 2021 och framåt och blå prickar från 2000 till 2020.

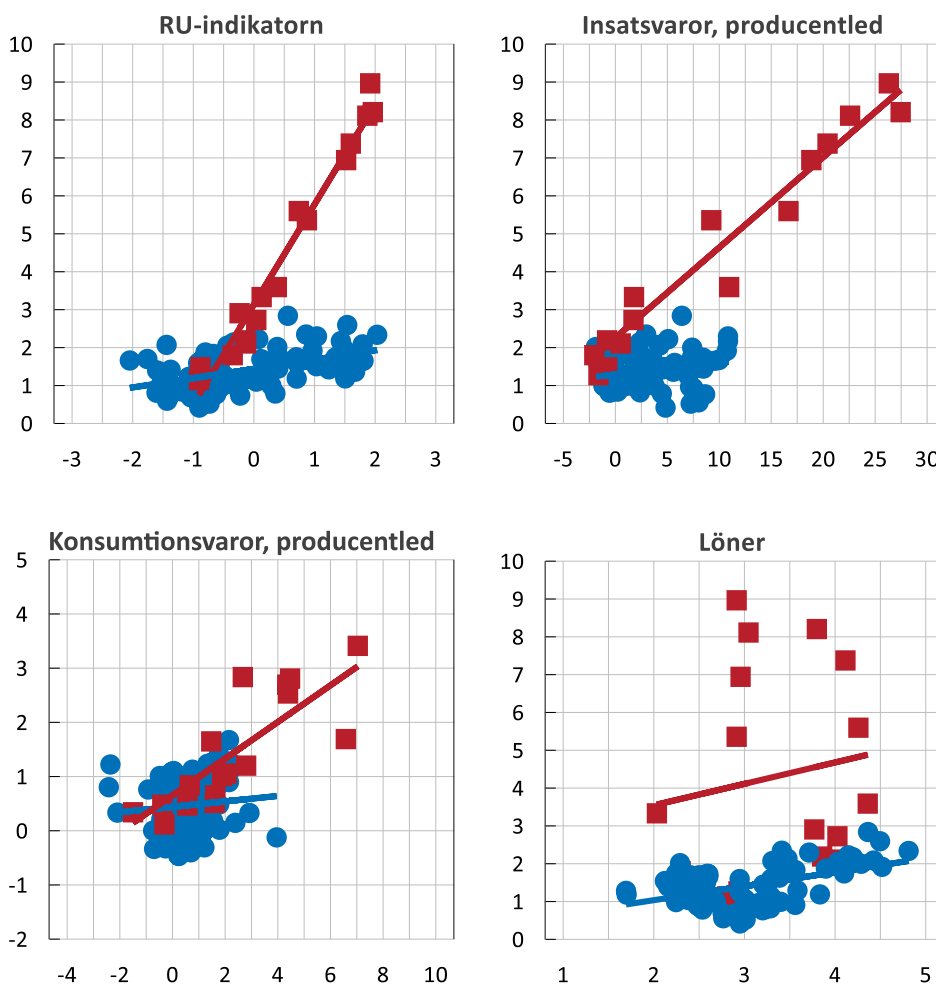
Källor: SCB och Riksbanken.

Skattningarna här tyder på att det finns ett icke-linjärt samband även i Sverige som skulle kunna förklara en relativt stor del av inflationsuppgången. Resultaten drivs dock helt av observationerna under höginflationsperioden, vilket kan vara en indikation på att det snarare är något specifikt med denna period som driver resultaten.

Om man studerar sambandet mellan inflationen och andra faktorer som kan vara viktiga för inflationen så tycks även de sambanden ha ändrats dramatiskt under den här perioden (se Figur 18). I figuren har vi plottat sambandet mellan årlig procentuell förändring i KPIF exklusive energi och ett antal andra variabler, dels för perioden fram till 2020, dels för perioden från 2021 och framåt. Detta pekar på att denna icke-linjäritet inte nödvändigtvis primärt styrs av nivån på just stramheten. Den tycks istället mer vara beroende av tid eller det ekonomiska läget mer generellt. En alternativ förklaringsmodell, som bland andra av Karadi m.fl. (2024) föreslår, pekar på att det är det faktum att ekonomin har utsatts för så stora chocker och att företagen satt om priser oftare än innan som förklarar att lutningen på sambanden förändrats, och inte ett icke-linjärt samband i sig. Ett noterbart undantag är att sambandet mellan löner och inflationsutvecklingen fortsatt har varit svagt vilket också är en indikation på att det inte är via en stram arbetsmarknad som inflationen fick fart i Sverige.

Figur 18. Sambandet mellan KPIFixe och ett antal bestämningsfaktorer

RU-indikatorn i standardavvikelser, övriga i årlig procentuell förändring



Anm. Blå linje och prickar visar sambandet mellan 2000 och 2020, röda linjer och prickar visar sambandet från 2021 och framåt.

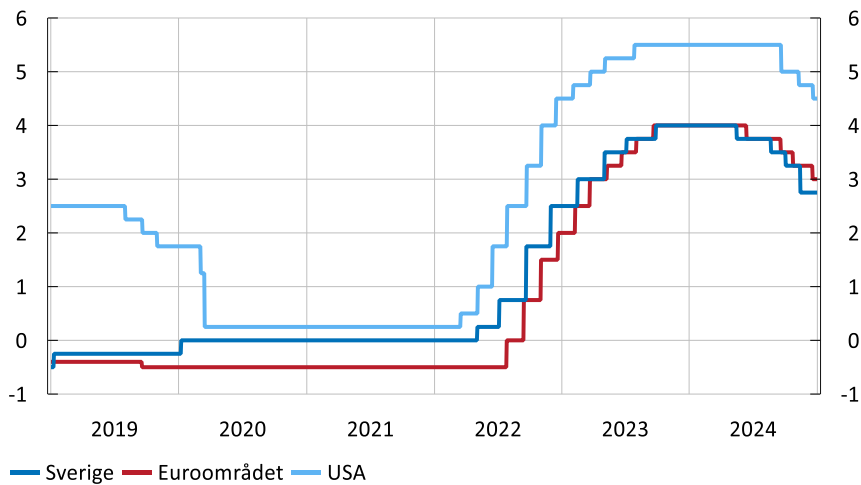
Källor: SCB och Riksbanken.

3.5 Styrräntan höjdes snabbt, och sänktes sedan när inflationen föll tillbaka

Liksom många andra centralbanker började Riksbanken höja styrräntan i början av 2022. Efter den första höjningen följde flera. Den högsta nivån nåddes i september 2023 på 4 procent, en nivå som hölls fram till maj 2024 (se figur 19). Då började Riksbanken sänka räntan i takt med att Riksbanken såg allt fler tecken på att penningpolitiken gav effekt och att inflationen började stabiliseras nära inflationsmålet.

Figur 19. Styrrentor i Sverige, euroområdet och USA 2019 - 2024

Procent

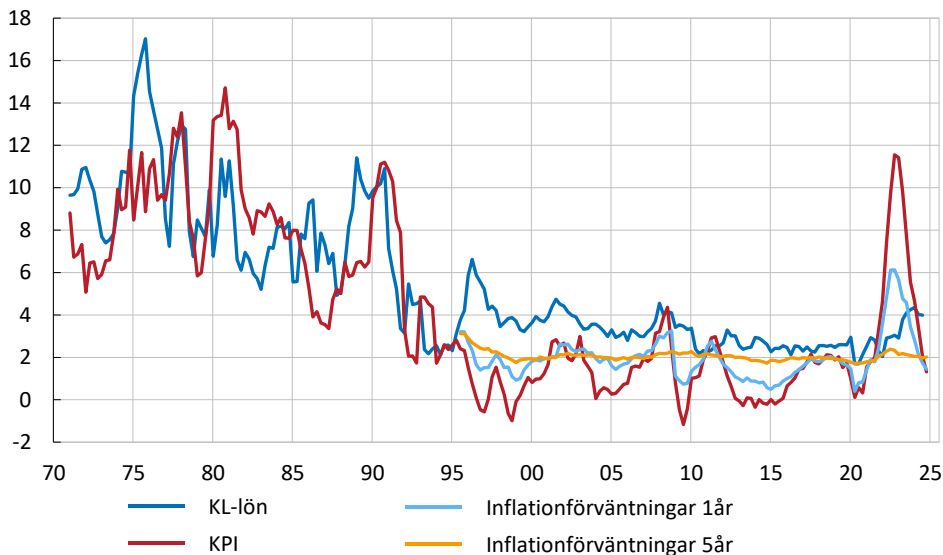


Källor: Riksbanken, ECB, och Federal Reserve.

De långsiktiga inflationsförväntningarna var stabila även under perioden med hög inflation, vilket är ett tecken på att förtroendet för inflationsmålet är fortsatt högt. Ett annat tecken på det är att löneavtalen, som förhandlades fram när den uppmätta inflationen var som högst i början av 2023, utgick från inflationsmålet och hamnade på en nivå förenlig med detta (se Figur 20).

Figur 20. Löner, inflation och inflationsförväntningar sedan 1970

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB, Medlingsinstitutet och TNS Sifo Prospera/Origo group.

En stramare penningpolitik och att effekten av olika störningar klingade av bidrog alltså till att inflationen föll tillbaka.

4 Hade inflationsuppgången kunnat förutses?

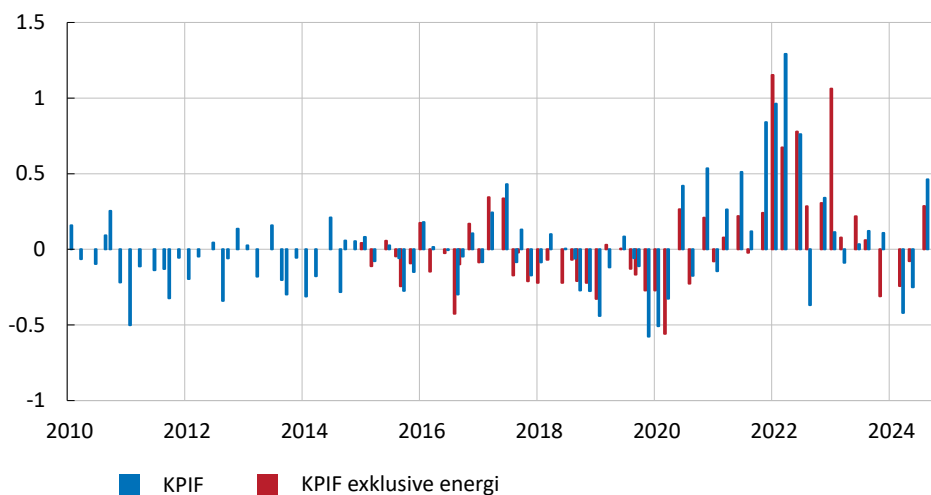
Hittills har vi försökt att förklara varför inflationen steg så snabbt som den gjorde utifrån de data vi har idag. I detta avsnitt försöker vi istället titta närmare på vilken information som fanns innan inflationen började stiga, och om man utifrån den hade kunnat förutse vad som sedan skulle hända på ett bättre sätt.

4.1 Riksbankens prognosfel

I Figur 21 visas prognosfelen i Riksbankens publicerade prognoser på kort sikt sedan 2010. I normala tider bör det inte finnas någon systematik i prognosfelen och de bör variera runt noll över tid. Om det hade funnits systematik hade prognosen kunnat förbättras genom att man drar ifrån eller lägger till en konstant faktor. Det hade i så fall varit en tydlig indikation på att det fanns något i inflationsprocessen som inte fångades i Riksbankens prognosmetoder.

Figur 21. Genomsnittliga prognosfel 2010 – 2024

Procentenheter



Anm. De genomsnittliga prognosfelen avser utfall minus prognos på 1 till 3 månaders sikt, och avser publicerade prognoser för årlig procentuell förändring i respektive mått från penningpolitiska rapporter.

Källa: Riksbanken.

Det fanns en viss tendens till att KPIF-inflationen började överraska på uppsidan redan under 2020. Det berodde delvis på att energipriserna lev något högre än väntat. Prognosfelen för KPIF exklusive energi varierade runt 0 under 2020 och 2021.

Från början av 2022 blev prognosfelen stora och positiva, det vill säga inflationsutfallen var högre än i prognoserna. Prognosfelen för KPIF exklusive energi var positiva för varje prognos från början av 2022 till mitten av 2023. Det tyder på att Riksbankens prognosmetoder inte fullt ut fångade vad som hände med inflationen under den perioden. Från och med slutet av 2023 tycks det inte längre finnas någon systematik i prognosfelen.

4.2 En samlad bild av flera indikatorer kunde ha gett en ledtråd

Riksbanken, liksom alla andra prognosmakare, underskattade alltså styrkan i uppgången i inflationen under 2022 (se exempelvis Håkanson och Laséen 2024 som jämför Riksbankens prognosfel med andra centralbanker). I det här avsnittet frågar vi oss om det hade gått att förutse uppgången i inflationen med den information som fanns tillgänglig i slutet av 2021 och början av 2022.¹⁶ I förra avsnittet visade vi att sambandet mellan inflationen och kostnads- och efterfrågeläget såg annorlunda ut under höginflationsperioden. Här frågar vi oss om även sambandet mellan inflationsutvecklingen och olika indikatorer över prisutvecklingen såg annorlunda ut.

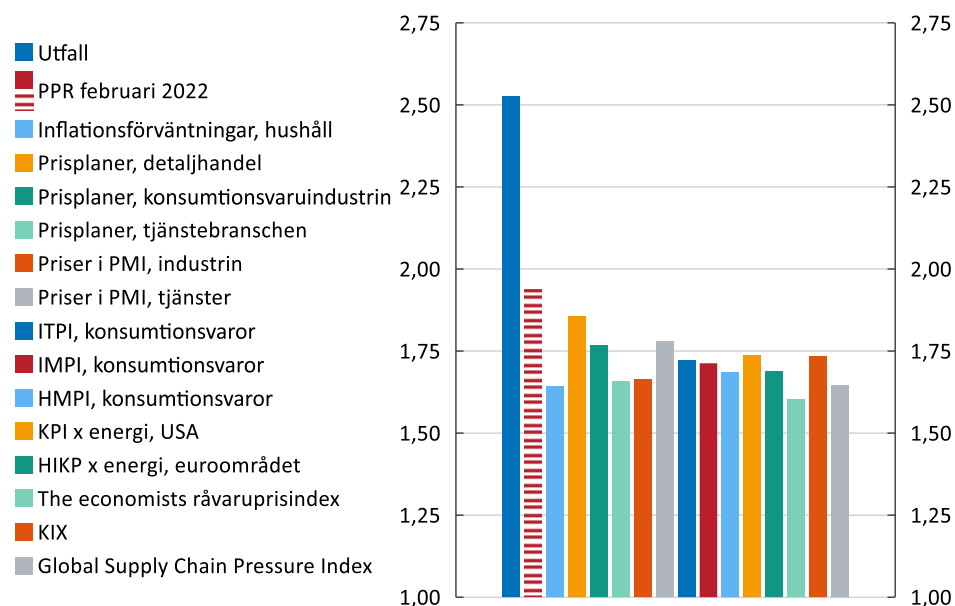
I Sverige inleddes den snabba uppgången i inflationen i januari 2022 då ökningstakten i KPIF exklusive energi steg till 2,5 procent, från 1,7 procent i december 2021. Uppgången var till stor del oväntad och ett av de största prognosfelen under höginflationsperioden gjordes för utfallet för januari 2022 i prognosen som publicerades i den penningpolitiska rapporten i början av februari 2022. I prognosen, som gjordes ett par veckor innan utfallet publicerades, väntades ökningstakten i KPIF exklusive energi stiga till 1,9 procent, vilket innebär att Riksbanken underskattade utvecklingen med 0,6 procentenheter. Andra prognosmakare gjorde samma prognosfel. I den sammanställning av prognoser från andra prognosmakare som regelbundet görs av Bloomberg uppgick den genomsnittliga prognosen dagen före utfallet också till 1,9 procent (se Diagram 4 i Johansson m.fl. 2022).

Tittade Riksbanken och andra prognosmakare på fel variabler och fel samband? I Figur 22 visar vi prognoser för januari 2022 gjorda med hjälp av skattade linjära samband mellan KPIF exklusive energi och några vanliga indikatorer. Prognoserna är gjorda med data som fanns tillgängliga i början av februari 2022 och de skattade historiska sambanden mellan KPIF exklusive energi och respektive indikator. Vi jämför sedan dem med utfall och Riksbankens publicerade prognos. Det är från diagrammet tydligt att ingen enskild indikatormodell pekade på att inflationen skulle stiga så snabbt som den gjorde.

¹⁶ Johansson m.fl. (2022) visade att inflationsuppgången inte kunde förklaras med hjälp av utvecklingen i prisindex i producentledet och arbetskostnader per producerad enhet, som normalt sett tillsammans brukar kunna förklara utvecklingen i inflationen ganska väl. Med andra ord beror prognosfelen för inflationen, åtminstone till viss del, på att företagen förefaller ha kunnat öka sina marginaler genom att höja konsumentpriserna i större utsträckning än vad de annars brukar göra när efterfrågan var hög. Detta är i linje med slutsatserna i studien från Konjunkturinstitutet.

Figur 22. Utfall och prognoser för KPIF exklusive energi för januari 2022

Årlig procentuell förändring



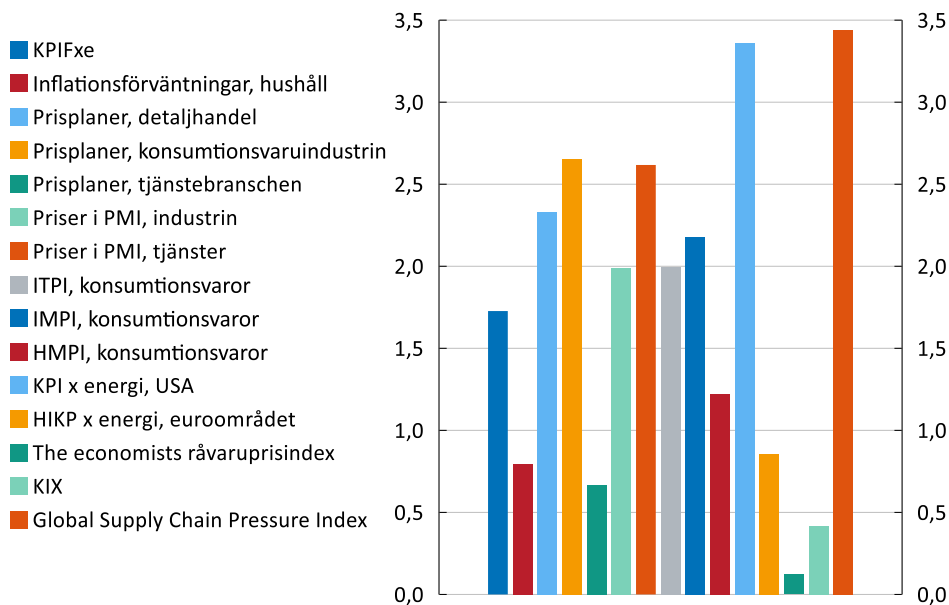
Anm. Figuren visar prognoser från bivariata modeller tillsammans med utfall. Alla modeller är skattade med den årliga procentuella förändringen i KPIF exklusive energi som beroende variabel. Som förklarande variabler finns en konstant, den första laggen av KPIF exklusive energi samt första till fjärde laggen av utfallet i respektive indikator. Prisindex uttrycks som årlig procentuell förändring. Modellerna är skattade från januari 2000 till december 2021.

Källor: SCB, Riksbanken och respektive institution.

Det är inte särskilt förvånande eftersom modellerna är skattade på historiska data som inte innehåller någon episod med stora förändringar i inflationen. Det historiskt normala sambandet mellan indikatorerna i figur 22 och inflationstakten har varit svagt. Men om man istället tittar på hur nivån på indikatorerna såg ut i de utfall som fanns tillgängliga i februari 2022 ser man att de i många fall befann sig på nivåer som var två till tre standardavvikelser högre än normalt (se Figur 23). Och detta är ungefär förenligt med en ökningstakt i KPIF exklusive energi på runt 2,5 procent, som skulle visa sig bli utfallet i januari 2022. Om man istället för att förlita sig på historiska samband hade tittat på nivån på indikatorerna hade man alltså kunnat förutse inflationsuppgången bättre. Detta är dock en strategi som inte har gett bra prognoser i genomsnitt över längre perioder, eftersom den hade inneburit att man då skulle ha överreagerat på förändringar i indikatorerna i normala tider.

Figur 23. KPIF exklusive energi i februari 2022 och indikatorer för prisutvecklingen som fanns tillgängliga i början av februari 2022.

Standardiserade värden, standardavvikelser.



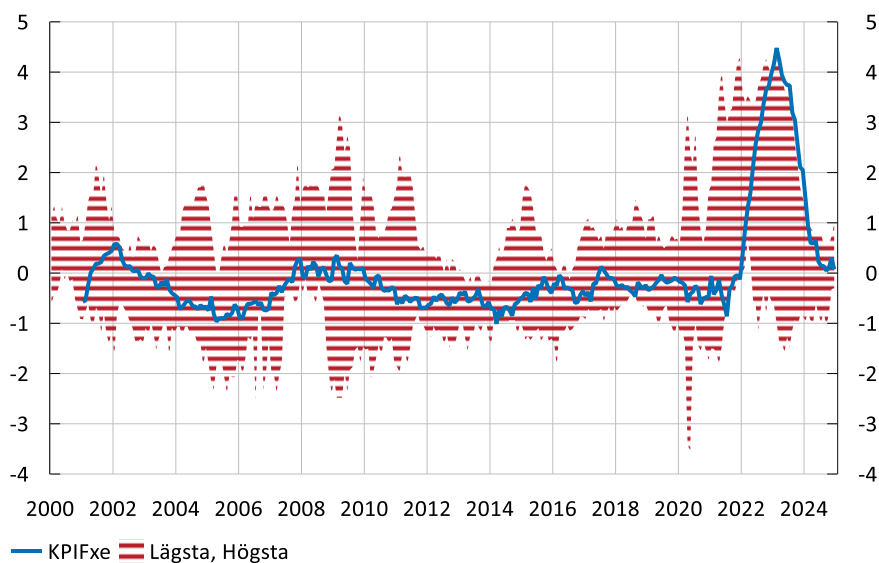
Anm. Standardiseringen är gjord för perioden 2000 till 2021.

Källor: Konjunkturinstitutet, Swedbank, SCB, Federal Reserve och Riksbanken.

I Figur 24 har de standardiserade indikatorerna samlats i ett fält och plottats över tid tillsammans med KPIF exklusive energi. Man kan då notera att fältet oftast är relativt symmetriskt med vissa indikatorer en bit över sitt medelvärde och vissa under, medan inflationen mätt som KPIF exklusive energi befinner sig ungefär mitt i bandet. Under 2021 ser det dock lite annorlunda ut. Då började de flesta indikatorer stiga klart över sitt historiska snitt samtidigt som det i stort sett inte fanns någon indikator som låg under. Ett antal indikatorer var dessutom mer än tre standardavvikelser från sitt historiska snitt. Ett annat sätt att se på det är att titta på hur många indikatorer som är på ett visst antal standardavvikelser från sitt snitt. Det gör vi i Figur 25, som visar indikatorerna fram till och med december 2021. Även i realtid befann sig en stor andel av indikatorerna på en historiskt hög nivå. Nästan 60 procent av indikatorerna var mer än två standardavvikelser över sitt medelvärde och nästan 50 procent av dem var hela tre standardavvikelser över sitt medelvärde. Detta skiljer sig markant från tidigare perioder under 2000-talet och indikerade att något annorlunda var på gång.

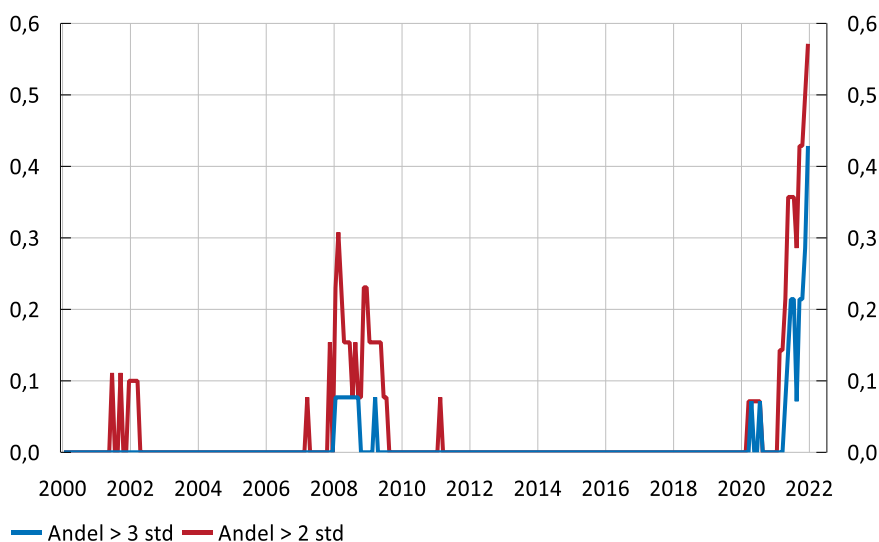
Figur 24. KPIF exklusive energi och indikatorer

Årlig procentuell förändring, netttotal och index. Standardiserade värden



Anm. Standardiserade värden från 2000 och framåt. Det röda bandet visar de högsta och lägsta värdena i de indikatorer som listas i figur 23. Prisindex uttrycks som årlig procentuell förändring.

Källor: The Economist, Eurostat, Federal Reserve, Konjunkturinstitutet, SCB, Swedbank, US Bureau of Labor Statistics och Riksbanken.

Figur 25. Andelen indikatorer högre än 2 resp. 3 standardavvikelser

Källor: SCB, Konjunkturinstitutet, Swedbank och egna beräkningar.

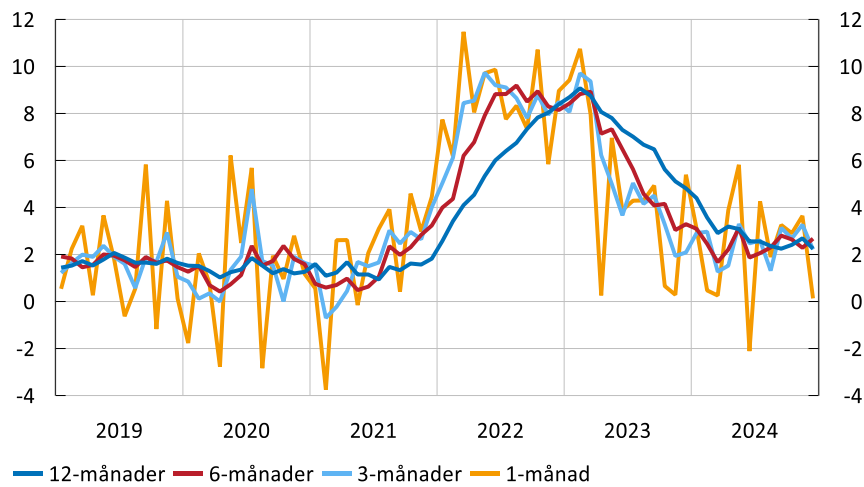
4.2.1 Hörfrekventa mått

I ljuset av den snabba inflationsuppgången har Riksbanken lagt mer fokus på mer hörfrekventa mått på prisförändringar än tolv månadersförändringar, till exempel säsongsrensade förändringar över en, tre eller sex månader. I Figur 26 ser man att mer hörfrekventa mått steg relativt brant redan i slutet av 2021 och i början av 2022.

Dock påverkas säsongrensade mått relativt mycket av datapunkter både före och efter den aktuella observationen. Om man istället ser hur på hur data såg ut i realtid efter utfallet för december 2021, som vi gör i Figur 26, så syns inte denna trend på samma sätt. I en tidigare studie från Riksbanken har prognosförmågan i dessa mått utvärderats mer formellt, och de visar sig kunna ha relativt stort informationsvärde under perioden med hög inflation, framför allt måtten på tre och sex månader (se Johansson och Tysklind 2024).

Figur 26. Prisförändring i KPIF exklusive energi på olika frekvens 2019 - 2024

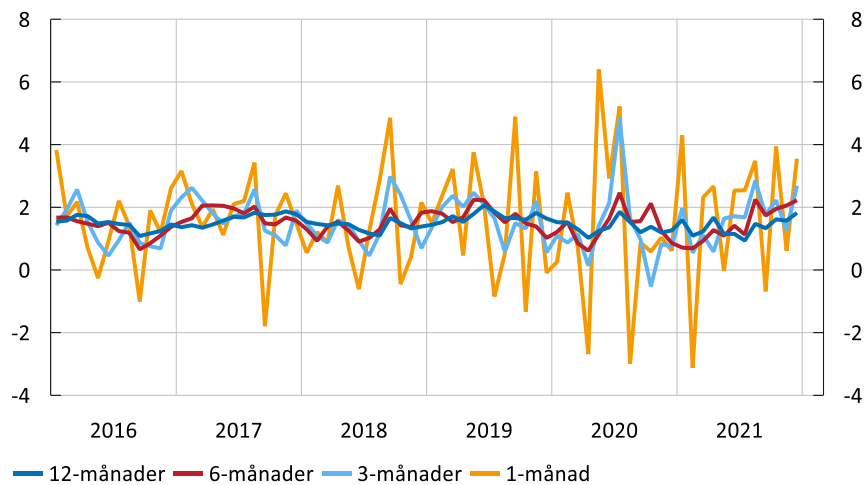
Procentuell förändring, säsongrensad och uppräknad till årstakt



Källor: SCB och Riksbanken.

Figur 27. Prisförändring i KPIF exklusive energi på olika frekvens t.o.m. 2021

Procentuell förändring, säsongrensad och uppräknad till årstakt



Källor: SCB och Riksbanken.

5 Slutsatser och lärdomar

Pandemin och de ekonomiska störningar som följde i dess spår gick inte att förutspå. Det gjorde inte heller kriget i Ukraina. Men det är rimligt att ställa sig frågan om vi som prognosmakare hade kunnat förstå bättre vilka ekonomiska effekter dessa störningar skulle få på inflationen och ekonomin i stort utifrån ekonomiska modeller och de data som fanns vid tidpunkten.

Efter många år med en inflationstakt som tenderade att ligga något under inflationsmålet på 2 procent, steg inflationen i Sverige 2022 snabbt och oväntat. Uppgången berodde på en kombination av globala störningar till både utbud och efterfrågan som skapade stora obalanser i ekonomin samtidigt som företagen började föra över en större del av sina kostnadsökningar till konsumentpriserna än tidigare.

Genomsnittliga historiska samband mellan vanliga indikatorer och förklaringsvariabler för inflationen kunde därför inte användas för att förutspå mer än en liten del av inflationsuppgången. Många studier har dokumenterat att sambandet mellan inflationen och både kostnader och efterfrågan har sett annorlunda ut under höginflationsperioden jämfört med vad som tidigare varit normalt. Makromodeller som hade skattats på historiska samband kunde därmed inte hantera dessa typer av mycket stora förändringar.

Om man ska kunna förutse nästa inflationsuppgång behöver man därför sannolikt göra en annan typ av analys som klarar att ta hänsyn till ändrade samband mellan inflationen och dess förklaringsvariabler. Ändrade samband tycks gälla under perioder med snabbt stigande kostnader och hög efterfrågan. Utmaningen blir då att så tidigt som möjligt upptäcka att man hamnat i ett nytt tillstånd då företagen ändrar priserna oftare och mer i förhållande till sina kostnader än vad som är normalt. En väg framåt kan vara att använda sig av prognosmetoder baserade på artificiell intelligens och maskininlärning. Denna typ av modeller är bra på att tidigt fånga upp icke-linjära samband och har visat sig göra relativt bra prognoser i utvärderingar (se Den Reijer m.fl. 2025).

En lärdom här har varit att mer löpande analys av högfrekventa mått på inflationen än tolv månaderstalen kan ge en tydligare insikt kring vart inflationen är på väg (se Johansson och Tysklind 2024). En annan lärdom vi tar med oss inför prognosarbetet i framtiden är att det är viktigt att upptäcka tidiga tecken på att företagen börjar ändra sina priser oftare under perioder med stora förändringar i kostnader och hög efterfrågan. Frekvensen av prisändringar har nämligen visat sig vara mer vägledande för inflationen än storleken på dem. En källa till sådan information är mikrodata som ligger till grund för KPI-beräkningarna där prissättningsfrekvensen kan observeras. Dessa data används för ett forskningsprojekt på Riksbanken, och resultaten från det projektet kan vara användbara även för Riksbankens löpande analys. En annan källa är Riksbankens egna företagsundersökningar. Företagen uppgav till exempel tidigt under 2022 att de ändrade priserna oftare än vanligt, och att det var lättare än vanligt att få kunderna att acceptera höjda priser (se Sveriges riksbank 2022b).

Även andra typer av nya datakällor har visat sig kunna ge snabb information. Riksbanken bör till exempel fortsätta att använda online priser på till exempel

livsmedel för att upptäcka tidiga tecken på att priserna börjar stiga i konsumentledet. Sedan våren 2023 prenumererar Riksbanken på data från Matpriskollen, som används som en indikator i Riksbankens kortsiktsmodeller för att göra prognoser för livsmedelspriser (se Tysklind 2024). Det är också viktigt att fortsätta följa hur företagen planerar att ändra sina priser i konjunkturbarometern och hur de ser på sina kostnader för insatsvaror i inköpschefsindex.

Prognosmakare kommer aldrig kunna förutspå exogena störningar. Det är också svårt att i realtid avgöra om och när vi går in i ett annat läge eller en annan inflationsregim, och så kommer det att vara även i framtiden. Istället blir uppdraget att ständigt förbättra vår förståelse för hur dessa störningar fortplantar sig genom ekonomin. Där har den senaste inflationsperioden gett oss en hel del nya insikter som hjälper oss att förstå inflationen och dess bestämningsfaktorer.

Referenser

- Ascari, Guido, Paolo Bonomolo, Marco Hoeberichts och Riccardo Trezzi (2023), "The euro area great inflation surge", *De Nederlandsche Bank Analysis Series*, mars.
- Banbura, Marta, Elena Bobeica och Catalina Martínez Hernández (2024), "Shocked to the core: a new model to understand euro area inflation", *Research Bulletin* nr 117, Europeiska centralbanken.
- Benigno, Pierpaolo och Gauti Eggertsson, G. (2023), "It's baaack: the surge in inflation in the 2020s and the return of the non-linear Phillips curve", Working paper nr 31197, National Bureau of Economic Research.
- Bernanke, Ben och Olivier Blanchard (2023), "What caused the US pandemic-era inflation?", Working paper nr 31417, National Bureau of Economic Research.
- Bernanke, Ben och Olivier Blanchard (2024), "An analysis of pandemic-era inflation in 11 economies", Working paper nr 32532, National Bureau of Economic Research.
- Bilyk, Olga, Mikael Khan och Olena Kostyshyna (2024), "Pricing behaviour and inflation during the COVID-19 pandemic: Insights from consumer prices microdata", *Staff analytical note* nr 6, Bank of Canada.
- Borio, Claudio, Marco J. Lombardi, James Yetman och Egon Zakrajšek (2023), "The two-regime view of inflation", *BIS papers*, nr 133, Bank for International Settlements.
- Corbo, Vesna och Ingvar Strid (2020), "MAJA: A two-region DSGE model for Sweden and its main trading partners", Working paper series nr 391, Sveriges riksbank.
- De Abreu Lourenco, Richard och Philip Lowe (1994), "Demand shocks, inflation and the business cycle", Research discussion paper nr 9411, Reserve Bank of Australia.
- Del Negro, Marco., Michele Lenza, Diorgio E. Primiceri, och Andrea Tambalotti (2020), "What's up with the Phillips curve?", *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 1, s. 301–357, Brookings Institute.
- Den Reijer, Ard, Pär Stockhammar, David Vestin, Davide Vincenzo Bucci och Xin Zhang (2025), "AI-based forecasting in Sweden", *Staff memo*, Sveriges riksbank
- From, Erik (2019), "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation: ett mikrodaterspektiv", *Ekonomiska kommentarer* nr 1, Sveriges riksbank.
- Hansson, Jesper och Jesper Johansson (2007), "Alternativa inflationsmått för penningpolitisk analys", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 45–58, Sveriges riksbank.

Harding, Martin, Jesper Lindé och Mathias Trabandt (2023), "Understanding post-COVID inflation dynamics", BIS Working papers nr 1077, Bank for international settlements.

Hobijn, Bart, Russell Miles, Jim Royal och Jing Zhang (2023), "The Recent Steepening of Phillips Curves", *Chicago Fed Letter*, nr 475, Federal Reserve Bank of Chicago.

Håkanson, Christina och Stefan Laséen (2024), "Defilivering in i mål eller dött lopp? Centralbanksmästerskapet i prognosförmåga 2021 och 2022", *Ekonomisk kommentarer* nr 1, Sveriges riksbank.

IMF (2024), "The great tightening: insights from the recent inflation episode", IMF World Economic Outlook—Analytical Chapter 2, oktober.

Inoue, Atsushi, Barbara Rossi och Yiru Wang (2024), "Has the Phillips Curve Flattened?", French Stata Users' Group Meetings 2024 22, Stata Users Group.

Johansson, Jesper, Mårten Löf, Pär Stockhammar och Ingvar Strid (2022), "Vad förklarar Riksbankens prognosfel för inflationen?", *Staff memo*, Sveriges riksbank.

Johansson, Jesper och Oskar Tysklind (2024), "Prisförändringar på olika tidshorisonter", *Ekonomiska kommentarer* nr 8, Sveriges riksbank.

Jonsson, Magnus och Emelie Theobald (2019), "Förändrad arbetsmarknad – effekter på priser och löner, Phillipskurvan och Beveridgekurvan", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 28–49, Sveriges riksbank.

Karadi, Peter, Anton Nakov, Galo Nuno, Ernesto Pasten och Dominik Thaler (2024), "Strike while the Iron is Hot: Optimal Monetary Policy with a Nonlinear Phillips Curve", CEPR Discussion Paper nr 19339. CEPR Press.

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

Klein, Mathias, Emanuel Skeppås och Oskar Tysklind (2024b), "Prisändringar på varor och tjänster under höginflations-perioden: insikter från mikrodata", *Ekonomiska kommentarer* nr 15, Sveriges riksbank.

Konjunkturinstitutet (2023), *Prissättning hos svenska företag 2023, Specialstudie*, Konjunkturinstitutet.

Levy, Philip (2024), "Did Supply Chains Deliver Pandemic-Era Inflation?", *Policy brief* 2024-10, Peterson Institute For International Economics.

Lindskog, Magnus och Hanna Lovéus (2023), "Importpriser, arbetskostnader och vinster – vilken roll har de spelat i inflationsdynamiken?", *Staff memo*, Sveriges riksbank.

Löf, Mårten och Pär Stockhammar (2024), "Vad drev inflationsuppgången?", *Staff memo*, Sveriges riksbank.

Montag, Hugh och Daniel Villar (2023), "Price-setting during the Covid era", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Pettersson, Bengt, Ingvar Strid och Anna Österberg (2024), "Hur ser sambandet mellan svensk och global inflation ut?", *Staff memo*, Sveriges riksbank.

Shapiro, Adam (2024), "Decomposing supply and demand driven inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, oktober.

Sveriges riksbank (2016), "Växelkursens genomslag på inflationen", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, december.

Sveriges riksbank (2022a), "Höga energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, februari.

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

Sveriges riksbank (2023), "Kronans genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, november.

Sveriges riksbank (2024), "Sambandet mellan producent- och konsumentpriser", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, mars.

Tysklind, Oskar (2024), "Nya datakällor i prognosarbetet – högfrekvent data för livsmedel", *Ekonomiska kommentarer* nr 10, Sveriges riksbank.

Appendix

I det här appendixet följer kortare beskrivningar av de modeller vi använt i avsnitt 3.3.

Dekomponering av inflationen i utbud och efterfrågan

I denna analys använder vi, liksom i Löf och Stockhammar (2024), data från de svenska nationalräkenskaperna uppdelade på 75 olika kategorier.

Steg 1: Vi börjar med att beräkna prisdeflateror för varje konsumtionsområde, baserat på konsumtionsvolymen i både fasta och löpande priser.

Steg 2: Därefter säsongjusteras konsumtionen i fasta priser samt prisindexen.

Steg 3: Vi tar fram kvartalsvisa, säsongrensade vikter för varje konsumtionskategori. Sedan skattas en VAR-modell för varje kategori enligt följande:

1. $q_t^k = \alpha_1 + \sum_{j=1}^4 \beta_{qq,j} * q_{t-j}^k + \sum_{j=1}^4 \beta_{qp,j} * p_{t-j}^k + v_t$
2. $p_t^k = \alpha_2 + \sum_{j=1}^4 \beta_{pp,j} * p_{t-j}^k + \sum_{j=1}^4 \beta_{pq,j} * q_{t-j}^k + \varphi_t$

Här representerar q och p logaritmerad konsumtion respektive prisindex för kategori k.

Tolkning av residualer:

- Om produkten av residualerna i kvartal t är negativ, $v_t * \varphi_t < 0$, tolkas det som att en utbudsstörning har påverkat utvecklingen.
- Om produkten istället är positiv, $v_t * \varphi_t > 0$, antas efterfrågefaktorer ha varit den dominerande drivkraften.

Steg 4: Kvartalsvisa procentuella förändringar i pris multipliceras med respektive vikt för konsumtionsområdet. Detta ger bidragen till den totala prisutvecklingen. Dessa bidrag sorteras sedan enligt om de klassas som utbuds- eller efterfrågedrivna (enligt ovan) och summeras till två aggregerade serier.

Slutligen beräknas en glidande summa över fyra kvartal av dessa bidrag, vilket gör det möjligt att tolka dem som bidrag till årstakten i konsumtionsdeflatoren.

Modell av Ascari m.fl. (2023)

I det här avsnittet använder vi samma modell som i Löf och Stockhammar (2024) som i sin tur bygger på en modell som utvecklats av Ascari m.fl. (2023) för att ta reda på hur mycket av inflationen som kan förklaras av störningar i utbud, efterfrågan och energipriser. Modellen som används är en VAR-modell, skattad med hjälp av bayesianska metoder.

Modellen innehåller fyra variabler: inflation (mätt som den månatliga procentuella förändringen i KPIF), industriproduktion (som ett mått på hur mycket som produceras

i ekonomin varje månad), tvåårig ränta (overnight index swap), och energipriser (mätt som månatlig procentuell förändring i energiindexet i KPIF).

För att skilja mellan utbuds- och efterfrågestörningar används teckenrestriktioner där efterfrågestörningar påverkar inflation och produktion i samma riktning medan utbudsstörningar påverkar variablerna i olika riktning. Vi använder data från augusti 2011 till oktober 2021 för att träna modellen. Sedan gör vi prognoser för perioden november 2021 till december 2024 och jämför dessa med vad som faktiskt hände. Genom att analysera dessa fel och hur inflation och produktion rört sig, kan vi avgöra om det var utbud eller efterfrågan som låg bakom oväntade förändringar i inflationen.

Dekomponering med MAJA

Här har vi med hjälp av MAJA gjort en dekomponering för att se vilka typer av chocker modellen läser ut som den mest troliga kombinationen för att förklara utvecklingen i data under perioden. För mer detaljer kring modellen hänvisas till Corbo och Strid (2020).

Blanchards och Bernankes modell

Detta är en dynamisk modell med fyra ekvationer som beskrivs nedan. Energi- och livsmedelspriserna mäts i förhållande till lönerna. Brister mäts med "global supply chain pressure index" från Federal Reserve Bank of New York. Stramheten på arbetsmarknaden mäts som förhållandet mellan vakanser och arbetslöshet. Kortsiktiga och långsiktiga inflationsförväntningar kommer från undersökningen från ORIGO group.

Löneekvation	Prisexponeringen	Kortsiktiga inflationsförväntningar	Långsiktiga inflationsförväntningar
Fördröjda värden av	Fördröjda värden av	Fördröjda värden av	Fördröjda värden av
- Löneökningstakt	- Prisinflation	- Kortsiktiga inflationsförväntningar	- Långsiktiga inflationsförväntningar
- Stram arbetsmarknad	Samtida och fördröjda värden av	Samtidiga och fördröjda värden av	Samtida och fördröjda värden av:
- Öväntad inflation	- Löneökningstakt	- Långsiktiga inflationsförväntningar	- Prisinflation
- Inflationförväntningar på kort sikt	- Energipris	- Priset på livsmedel	
- Produktivitet	- Brist på arbetskraft	- Produktivitet	

Finanspolitiska regler och skuld under 2000-talet: en kort översikt

Mika Lindgren and Charlie Nilsson*

Mika Lindgren och Charlie Nilsson är ekonomer på Riksbankens avdelning för penningpolitik.

Sedan millennieskiftet har det blivit allt vanligare att länder försöker förbättra sina offentliga finanser genom att införa finanspolitiska regler. Dessa regler varierar avsevärt mellan länder vad gäller vilka budgetpolitiska variabler de reglerar, vilka målnivåer de föreskriver och vilka mekanismer som används för att övervaka och upprätthålla deras efterlevnad. Empirisk forskning ger dock ingen entydig bild av att finanspolitiska regler faktiskt orsakar bättre budgetutfall. I de flesta avancerade ekonomier har den offentliga skuldnivån ökat trots att regler införts, vilket delvis beror på förekomsten av kriser, förhållandet mellan räntor och tillväxt, demografiska förändringar och ekonomisk-politiska faktorer. Skillnader i dessa avseenden har också medfört att den offentliga skulden ökat mer i vissa ekonomier än i andra. I ekonomier där ökningen har varit särskilt kraftig har det till och med uppstått en oro för den finanspolitiska hållbarheten. Att bedöma hållbarhet är dock svårt på grund av osäkerhet gällande framtida budgetpolitiskt beteende, räntenivåer och ekonomisk tillväxt.

1 Inledning

Under de senaste åren har allt större uppmärksamhet riktats mot sambandet mellan penning- och finanspolitik och det eventuella behovet av större samordning mellan de två.¹ Samtidigt verkar demografiska förändringar och behovet av större offentliga investeringar i försvar, infrastruktur och den gröna omställningen bidra till att finanspolitiken rör sig i en mer expansiv riktning i flera avancerade ekonomier. Vissa länder har nyligen valt att lätta på sina finanspolitiska regler i syfte att möjliggöra sådana investeringar.² Denna expansiva förskjutning sker i ett läge där den offentliga skuldnivån redan är historiskt hög i flera ekonomier, vilket har väckt oro kring finanspolitikens långsiktiga hållbarhet i de mer extrema fallen.

Mot bakgrund av det ökade intresset för samordning mellan penning- och finanspolitik, den expansiva förskjutningen samt den växande oron kring hållbarhet är det sannolikt att finanspolitiken kommer att få ökad betydelse i den penningpolitiska analysen framöver. För att bidra till en bättre förståelse av finanspolitikens utveckling

* Vi vill tacka Anders Vredin, Hanna Armelius, Iida Häkkinen Skans, Magnus Jonsson, Mårten Löf, Peter Sheikh Kvarfordt, Pär Stockhammar, Stefan Laséen och Ulf Söderström för värdefulla kommentarer.

¹ Se exempelvis Leeper (2018), de Brouwer m.fl. (2023), Sims (2016), Barro och Bianchi (2023), Blanchard (2021), Cochrane (2022) och Ascari m.fl. (2025).

² Närmare bestämt i Tyskland (se Shukla, 2025) och inom EU (Europeiska kommissionen, 2025).

syftar denna artikel till att ge en översikt av några centrala finanspolitiska teman under de senaste tre decennierna. Vi fokuserar särskilt på finanspolitiska regelverk, utvecklingen i offentliga skuldnivåer samt finanspolitisk hållbarhet. Analysen utgår från insikter i tidigare forskning och illustreras med data från USA, Tyskland, Frankrike, Sverige samt Europeiska unionen (EU) som helhet.

Avsnitt 2 ger en översikt av finanspolitiska regler, som sedan 1990-talet har blivit ett allt vanligare verktyg för att försöka stärka de offentliga finanserna. Mellan 1990 och 2021 ökade antalet länder med minst en sådan regel från endast sju till över ett hundra. Utformningen av dessa regler varierar dock avsevärt mellan olika ekonomier, bland annat när det gäller vilka budgetpolitiska variabler som omfattas, vilka målnivåer de föreskriver och vilka mekanismer som används för att övervaka och upprätthålla deras efterlevnad. Trots den breda tillämpningen av finanspolitiska regler är deras effekter på offentliga finanser fortsatt omdiskuterade. Flera studier har visserligen funnit ett positivt samband mellan förekomsten av regler och större budgetdisciplin, men att påvisa kausalitet har visat sig svårt. Studier som tar hänsyn till kausalitetsproblemen visar ofta på ett betydligt svagare samband.

Avsnitt 3 fokuserar på utvecklingen i offentliga skuldnivåer under de senaste decennierna. Trots det omfattande införandet av finanspolitiska regler har skuldnivåerna fortsatt att öka i de flesta avancerade ekonomier under 2000-talet. Denna ökning kan delvis förklaras av de offentlig-finansiella effekterna av den globala finanskrisen och covid-19-pandemin, en ogynnsam utveckling i förhållandet mellan räntor och tillväxt samt ett växande tryck på de offentliga finanserna till följd av åldrande befolkningar. Dessa faktorer har inte påverkat alla ekonomier i samma utsträckning, vilket bidrar till att förklara varför skillnaden i skuldnivåer mellan länder också har ökat. Utöver dessa faktorer erbjuder litteraturen om underskottstendensen (*deficit bias*) också politiska förklaringar, kopplade till långsiktiga trender såsom ökad politisk polarisering och jämnare valresultat.

Avsnitt 4 handlar om finanspolitisk hållbarhet, vilket hamnat i fokus på grund av den kraftiga skuldökningen i vissa avancerade ekonomier. Finanspolitisk hållbarhet kan i breda drag definieras som att den offentliga sektorn har en hög sannolikhet att förbli solvent, vilket innebär att den kan uppfylla sina nuvarande och framtida finansiella åtaganden utan att behöva vidta oönskade eller ohållbara åtgärder. Det är dock svårt att bedöma denna sannolikhet eftersom den påverkas av framtida budgetpolitiskt beteende, räntenivåer och ekonomisk tillväxt, vilka är faktorer som omgärdas av stor osäkerhet. Ett vanligt tillvägagångssätt i forskningslitteraturen är att skatta finanspolitiska reaktionsfunktioner, vilka modellerar ett lands historiska budgetbeteende och vars resultat därmed kan användas som en indikator för framtida beteende. Vi skattar en sådan funktion för respektive exempelekonomi och finner att Sverige och Tyskland systematiskt har motverkat skuldökningar med primära budgetöverskott sedan de införde finanspolitiska regler. Frankrike och USA uppvisar dock inte samma tendens. Samtidigt menar andra hållbarhetsbedömningar (som är framåtblickande och delvis baserade på kvalitativa faktorer) att riskerna överlag är låga i samtliga av våra exempelekonomier, åtminstone på kort sikt.

2 Finanspolitiska regler

Sedan början av 1990-talet har det blivit allt vanligare att länder försöker förbättra sina offentliga finanser genom att införa *finanspolitiska regler*. En (numerisk) finanspolitisk regel är en långsiktig numerisk restriktion för en budgetpolitisk variabel (till exempel skuld eller utgifter) som syftar till att upprätta budgetdisciplin.³ Teoretiskt sett väntas sådana regler leda till bättre budgetutfall eftersom finanspolitiska beslutsfattare kan ha en "underskottstendens" ("*deficit bias*"), vilket är en vanlig förklaring till den offentliga skuldökningen under de senaste decennierna (se Calmfors, 2010).

Mellan 1990 och 2021 antog närmare hundra länder minst en finanspolitisk regel (Davoodi m.fl. 2022). Men trots att målsättningen i stort var gemensam valde dessa länder att utforma reglerna på mycket olika sätt. I breda drag kan finanspolitiska regler kategoriseras utifrån vilken variabel de reglerar: utgifter, inkomster, finansiellt sparande eller skuld. De flesta länder tillämpar en kombination av dessa, och har ibland också fler regler för en och samma variabel. Detta är särskilt vanligt i länder som omfattas av både ett nationellt och ett överstatligt regelverk, exempelvis i samtliga EU-medlemsländer. Men även när länder har liknande typer av regler kan betydande skillnader förekomma, antingen i fråga om tekniska aspekter såsom vilka målnivåer som sätts, eller i procedurmässiga aspekter såsom reglernas rättsliga status och vilka mekanismer som används för att övervaka och upprätthålla deras efterlevnad.

Skillnaderna i finanspolitiska regelverk illustreras i tabell 1, som sammanfattar reglerna i Sverige, EU, USA, Tyskland och Frankrike. En första tydlig skillnad gäller antalet regler som dessa ekonomier infört. Medan USA endast tillämpar en enda nationell utgiftsregel omfattas de europeiska länderna av såväl EU-reglerna som sina egna nationella.⁴ Varje EU-medlemsland tillämpar därmed minst tre regler (två EU-regler och en nationell), och Sverige tillämpar så många som fem. Men tabell 1 visar också att det finns betydande skillnader i utformningen av de europeiska ländernas nationella regelverk. Sverige är exempelvis det enda land som har infört ett nationellt skuldankare med en målnivå som avviker från den skuldgräns som fastställts inom EU. Dessutom skiljer sig ländernas regler för finansiellt sparande åt antingen vad gäller målnivå, tidshorisont eller variabelspecifikation (totalt eller strukturellt finansiellt sparande).

³ Utöver numeriska finanspolitiska regler finns det "procedurregler" som fastställer god praxis för budgetprocessen. Vi bortser dock från dessa regler eftersom de vanligtvis inte syftar till att producera vissa budgetutfall (se Davoodi m.fl. 2022). I den här artikeln avser "finanspolitiska regler" numeriska regler.

⁴ USA har dock flera finanspolitiska regler på delstatsnivå. Vissa delstater har infört strikta budgetbalanskrav som förbjuder att underskott förs över till nästa budgetår medan andra tillåter mer flexibilitet, inklusive undantagsklausuler och mildare tillämpningsmekanismer. För mer information, se Leiner-Killinger och Nerlich (2019).

Tabell 1. Översikt av numeriska finanspolitiska regler för den offentliga sektorn eller staten i utvalda ekonomier⁵

	Typ av regel	Beskrivning	Rättslig status	Tillämpningsmekanism	Övervakning	Först antagen och senast reviderad
Sverige	Utgifter	Riksdagen fastställer en övre gräns för statens nominella utgifter tre år i förväg. Gränsen fastställs efter ett förslag från regeringen, som också kan föreslå ändringar av gränsen efter att den har accepterats.	Lagstadgad	Nej	Ja	1997
	Finansiellt sparande	Ett överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande som uppgår till 0,33 procent i genomsnitt över en konjunkturcykel. ⁶	Lagstadgad	Nej	Ja	1997, 2019
	Skuld	Ett ankare för Maastrichtskulden på 35 procent av BNP på medellång sikt, med ett toleransintervall på plus/minus 5 procent.	Lagstadgad	Nej	Ja	2019
Europeiska unionen ⁷	Finansiellt sparande	En övre gräns för den offentliga sektorns underskott på 3 procent av BNP.	Internationellt fördrag	Ja	Ja	1992, 2024
	Skuld	En övre gräns för Maastrichtskulden på 60 procent av BNP.	Internationellt fördrag	Ja	Ja	1992, 2024
USA ⁸	Utgifter	Nominella gränser för diskretionära federala utgifter,	Lagstadgad	Ja	Ja	1990-2002, 2011-2023

⁵ För mer information om de svenska och europeiska ramverken, se Calmfors (2023) respektive Europaparlamentet (2025).

⁶ En parlamentarisk översyn av regeln föreslog nyligen att målnivån bör ändras från 0,33 procent av BNP till ett balansmål, från och med den 1 januari 2027 (SOU 2024:76).

⁷ Enligt EU:s finanspolitiska ramverk är medlemsstaterna även förbundna att ta fram en "nettoutgiftsbana", vilken ska redogöra för utvecklingen i offentliga utgifter på medellång sikt. Vi inkluderar dock inte nettoutgiftsbanan i tabellen eftersom dess uttalade syfte är att säkerställa att reglerna för skuld och finansiellt sparande efterlevs. Nettoutgiftsbanan kan därför snarare anses vara en operationell indikator än en regel i sin egen rätt. För mer information, se Europaparlamentet (2025).

⁸ USA har också en federal skuldgräns, men denna gräns avser inte kongressens beslut om nya utgifter och inkomster. Istället avser den det belopp som finansdepartementet har rätt att låna för att uppfylla redan befintliga finansiella åtaganden, exempelvis räntebetalningar. Kongressen har alltid höjt skuldgränsen när det har varit nödvändigt (Congressional Research Service, 2025; U.S. Department of the Treasury, 2025a).

Tabell 1. Översikt av numeriska finanspolitiska regler för den offentliga sektorn eller staten i utvalda ekonomier⁵

		dock med undantag för utgifter vid nödlägen.				
Tyskland	Utgifter	Statens utgifter bör i genomsnitt inte öka snabbare än dess inkomster.	Politiskt åtagande	Nej	Nej	1982, 2008
	Finansiellt sparande	Den federala regeringens strukturella underskott får inte överstiga 0,35 procent av BNP. Försvarsutgifter över 1 procent av BNP är undantagna.	Konstitutionell	Ja	Nej	2009, 2025
Frankrike	Finansiellt sparande	Den offentliga sektorns finansiella sparande (totalt eller strukturellt) måste möta ett medelsiktigt mål.	Lagstadgad	Ja	Ja	2012, 2021
	Utgifter	Den offentliga sektorns utgifter måste möta ett medelsiktigt mål.	Lagstadgad	Nej	Ja	1998, 2021

Anm. Tabell 1 innehåller endast numeriska finanspolitiska regler. Exempelvis har den amerikanska "Pay-as-you-go"-regeln uteslutits eftersom den inte fastställer några numeriska gränser. Tabellen innehåller också endast regler som rör den offentliga sektorn eller staten.

Källor: IMF Fiscal Rules Dataset 1985-2021 (2022), Regeringskansliet (2025), Europaparlamentet (2025), Fiscal Responsibility Act (2023), Vie Publique (2021), Haut Conseil des Finances Publiques (2025), Programme de stabilité 2024-2027 (2024), Congressional Research Service (2022) och Bundesrat (2025).

Utöver antalet regler och deras utformning skiljer sig ramverken i dessa länder även åt vad gäller reglernas rättsliga status, övervakning och tillämpningsmekanismer. Att ett land har fler regler eller striktare målnivåer innebär därför inte nödvändigtvis att dess finanspolitik är hårdare reglerad. Till exempel är visserligen de flesta regler i de europeiska länderna lagstadgade och föremål för övervakning av oberoende institut, men endast ett fåtal av dem omfattas av en formell mekanism för att säkerställa efterlevnad. I det avseendet kan EU:s gemensamma regler anses striktare, eftersom medlemsländer kan utsättas för sanktioner om de konsekvent undviker att försöka korrigera avvikelser från målnivåerna. Sanktionerna kan bland annat innefatta böter om upp till 0,05 procent av föregående års BNP som ska betalas var sjätte månad (Europaparlamentet, 2025). Tillämpningsmekanismen för den amerikanska utgiftsregeln (så kallad "*sequestration*") kan möjligtvis anses ännu striktare än så, eftersom den innefattar automatiska och generella nedskärningar i offentliga utgifter så fort en utgiftsgräns överskrids. Samtidigt bör det dock noteras att dessa gränser

ofta har höjts genom efterföljande lagstiftning för att undgå tillämpningsmekanismen och möjliggöra ökade utgifter.⁹

Den centrala frågan är förstås om de finanspolitiska reglerna har varit ett effektivt verktyg för att kontrollera offentliga skuldnivåer och finansiellt sparande, och om vissa regler varit mer ändamålsenliga än andra. Bland de ovan nämnda ekonomierna har utvecklingen av budgetpolitiska variabler varierat avsevärt sedan reglernas införande, och de respektive ramverken har i regel bedömts därefter. I Sverige och Tyskland, där skuldnivåerna har fallit sedan nationella regler infördes, har oberoende granskningar ofta dragit slutsatsen att ramverken varit effektiva. Internationella valutafonden (IMF) har exempelvis i sina senaste artikel IV-konsultationer bedömt att det svenska finanspolitiska ramverket effektivt bidrar till långsiktig hållbarhet i de offentliga finanserna (IMF, 2024a), och att den tyska regeln för finansiellt sparande har fungerat som ett stabiliserande ankare för sunda offentliga finanser (IMF, 2023a). I USA och de flesta EU-länderna har skuldnivåerna istället ökat och ramverken har i högre grad blivit föremål för kritik. Kritiken mot det amerikanska ramverket har ofta handlat om att det inte är tillräckligt omfattande och att målnivåerna är otillräckliga (IMF, 2012 och 2024b), medan invändningarna mot EU:s ramverk istället har handlat om brister i implementeringen, vilket delvis har tillskrivits svaga tillämpningsmekanismer (Arnold m.fl. 2022).¹⁰

Om man blickar bortom de ovan nämnda ekonomierna finns det generellt sett starka empiriska belägg i den akademiska litteraturen för att finanspolitiska regler tenderar att sammanfalla med större budgetdisciplin. Till exempel presenterar Debrun m.fl. (2008) samt Badinger och Reuter (2017) panelskattningar som indikerar att regler är förknippade med mer positiva budgetsaldon. Den senare studien visar dessutom att sambandet är starkare när reglerna är mer ”strikt” med hänsyn till rättslig status, övervakning och tillämpningsmekanismer. Andra studier har också visat att regeltypen har betydelse. Regler för finansiellt sparande och utgifter visas ofta vara de som är mest förknippade med budgetdisciplin, bland annat i Nerlich och Reuter (2013), Fall m.fl. (2015) och Bergman m.fl. (2016). En möjlig förklaring är att dessa regler är mer ”operativa”, vilket innebär att de i större utsträckning kan användas som konkreta verktyg i budgetprocessen (Brändle och Elsener, 2024). Slutligen har vissa studier också visat att den institutionella kontexten har betydelse för regelverkens effektivitet. Exempelvis bidrar von Hagen (2006) med empiriska belägg för att finanspolitiska regler haft större genomslag i länder där finansministern har en stark ställning, där fleråriga finanspolitiska program tillämpas, och där målnivåer för budgetvariabler uttryckligen förankrats i politiska koalitionsavtal.

Det finns alltså ett tydligt samband mellan finanspolitiska regler och större budgetdisciplin, men det innebär inte nödvändigtvis att sambandet är kausalt. Som ofta påpekas i den akademiska litteraturen är det möjligt att finanspolitiska regler istället tenderar att införas i större utsträckning i länder där finanspolitisk hållbarhet redan är en prioriterad politisk fråga. Med andra ord kan såväl förekomsten av

⁹ För en fullständig lista över revideringar av utgiftsgränser under 2011-2019, se Congressional Research Service (2022).

¹⁰ För USA, se även U.S. Department of the Treasury (2025b) och U.S. Government Accountability Office (2024).

finanspolitiska regler som budgetdisciplin orsakas av väljarnas preferenser för sunda offentliga finanser, snarare än att det ena orsakar det andra. Det är också möjligt att orsakssambandet är omvänt. Beslutsfattare kan vara mer benägna att införa eller skärpa regler i tider då de offentliga finanserna redan är sunda eller i färd att förbättras, exempelvis under perioder av ekonomisk tillväxt (Brändle och Elsener, 2024; Calmfors, 2023). En metastudie av Heinemann m.fl. (2018), som analyserar 30 studier om sambandet mellan finanspolitiska regler och budgetutfall, visar att förhållandet mellan de två försvagas avsevärt ju mer sofistikerade metoder som används för att hantera potentiell endogenitet. Liknande resultat återfinns i Caselli och Reynaud (2020), som först finner att regler är förknippade med mindre budgetunderskott, men sedan visar att sambandet försvinner när de tar hänsyn till endogenitet. Författarna finner dock att sambandet kvarstår för striktare regler.¹¹

3 Skuldutvecklingen

Global offentlig skuld har ökat markant under 2000-talet, trots det omfattande införandet av finanspolitiska regler (se figur 1). Ökningen har varit särskilt stor i avancerade ekonomier, där den aggregerade skuldnivån har stigit från 70 till 110 procent av BNP (IMF, 2025a).¹² Samtidigt har de offentliga skuldkvoterna utvecklats mycket olika i dessa länder och uppvisar idag en större spridning än vid millennieskiftet.¹³ I vissa länder, såsom USA och Frankrike, har skuldkvoten ungefär fördubblats under de senaste tre decennierna. I andra, exempelvis Tyskland, har ökningen varit mer begränsad och uppgår till endast några få procentenheter. Det finns även några få anmärkningsvärda fall, såsom Sverige, där skuldkvoten i stället har fallit.¹⁴

¹¹ För en översikt av andra nyligen genomförda studier som försöker hantera endogenitetsproblemet, se Calmfors (2023).

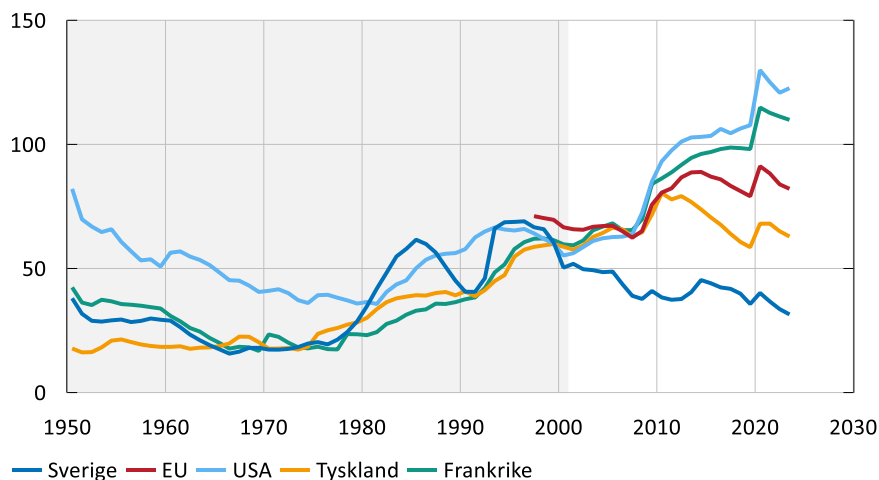
¹² "Avancerade ekonomier" enligt IMF (2025) inkluderar Andorra, Australien, Belgien, Cypern, Danmark, Estland, Finland, Frankrike, Grekland, Hongkong, Irland, Island, Israel, Italien, Japan, Kanada, Kroatien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Macao, Malta, Nederländerna, Norge, Nya Zeeland, Portugal, Puerto Rico, San Marino, Schweiz, Singapore, Slovakien, Slovenien, Spanien, Storbritannien, Sverige, Sydkorea, Taiwan, Tjeckien, Tyskland, USA och Österrike.

¹³ Mellan 2000 och 2024 har skillnaden mellan den högsta och lägsta offentliga skuldkvoten bland de avancerade ekonomierna ökat från 131 till 227, och variansen har mer än fördubblats (IMF, 2025a).

¹⁴ De andra avancerade ekonomierna som har upplevt en minskning av den offentliga skuldkvoten är Belgien, Danmark, Island, Israel, Malta, Nederländerna och Schweiz (IMF, 2025a).

Figur 1. Offentlig skuld

Procent av BNP



Anm. Offentlig skuld avser det nominella värdet av total utestående skuld i offentlig sektor (statlig och lokal nivå samt socialförsäkringsfonder) i slutet av perioden och konsoliderat mellan de offentliga undersektorerna. EU avser aggregatet av alla medlemsländer (EU27).

Källa: AMECO.

Skuldökningen i avancerade ekonomier under denna period är delvis en följd av finanspolitiska reaktioner på olika kriser och lågkonjunkturer, särskilt den globala finanskrisen och covid-19-pandemin. Båda kriserna minskade kraftigt den ekonomiska aktiviteten i flera länder och satte därmed press på offentliga finanser genom *automatiska stabilisatorer*, såsom minskade skatteintäkter och ökade utgifter för arbetslöshetsersättning. Många regeringar valde dessutom att implementera stora finanspolitiska stimulansåtgärder för att stödja tillväxten och mildra diverse kris-specifika effekter, såsom oron i finanssektorn under den globala finanskrisen och belastningen på hälso- och sjukvårdssystemen under pandemin.¹⁵ De resulterande primära budgetunderskotten, i kombination med minskad BNP, orsakade i flera länder de största årsvisa ökningarna i skuldkvoten sedan andra världskriget (se figur 1). Till skillnad från utvecklingen efter den globala finanskrisen sjönk dock skuldkvoterna delvis tillbaka efter det första pandemiåret. Denna snabba återgång kan delvis förklaras av en stark global ekonomisk återhämtning, men också av den stora globala ökningen i inflationen (IMF, 2023b). Övuntade inflationsökningar tenderar att minska skuldkvoten genom att BNP stiger i nominella termer (vilket påverkar kvotens nämnare), medan den utestående skulden (som upptas i ett fast nominellt värde) förblir oförändrad. Dessutom tenderar budgetsaldot att förbättras när inflationen stiger oväntat, eftersom den nominella skattebasen växer snabbt (exempelvis via

¹⁵ De diskretionära finanspolitiska stimulanserna var dock i många fall större under pandemin än under den globala finanskrisen (IMF, 2020; Heimberger, 2023). För landspecifika detaljer om finanspolitiska åtgärder under pandemin, se IMF (2021). För en översikt av G20-ländernas finanspolitiska svar på den globala finanskrisen, se IMF (2010). Semeano och Ferdinandusse (2018) redovisar hur euroländernas skuldkvoter påverkades av stödåtgärderna till finanssektorn under den globala finanskrisen.

ökade momsintäkter) medan många offentliga utgifter vanligtvis förblir fasta inom ramen för gällande budgettak.¹⁶

Krisernas påverkan på de offentliga skuldkvoterna illustreras för respektive exempelekonomi i figur 2, som visar bidrag till förändringar i deras skuldkvoter från några centrala komponenter: primärt sparande, räntebetalningar, BNP-tillväxt och så kallade stock- och flödesjusteringar.¹⁷ Med undantag för Sverige (där den offentliga skulden ökade kraftigt 2014 på grund av en ovanligt stor stock- och flödesjustering) utgör kriserna de främsta perioderna av skuldökning i samtliga ekonomier.¹⁸ Under krisernas inledande år drevs ökningen i skuldkvoterna huvudsakligen av en kraftig försämring av det primära sparandet (vilket reflekterar automatiska stabilisatorer och diskretionära stimulansåtgärder) samt en negativ BNP-tillväxt. Efter det första pandemiåret minskade dock skuldkvoterna igen, främst till följd av stora bidrag på nedsidan från ökad nominell BNP-tillväxt (förstärkt av högre inflation).

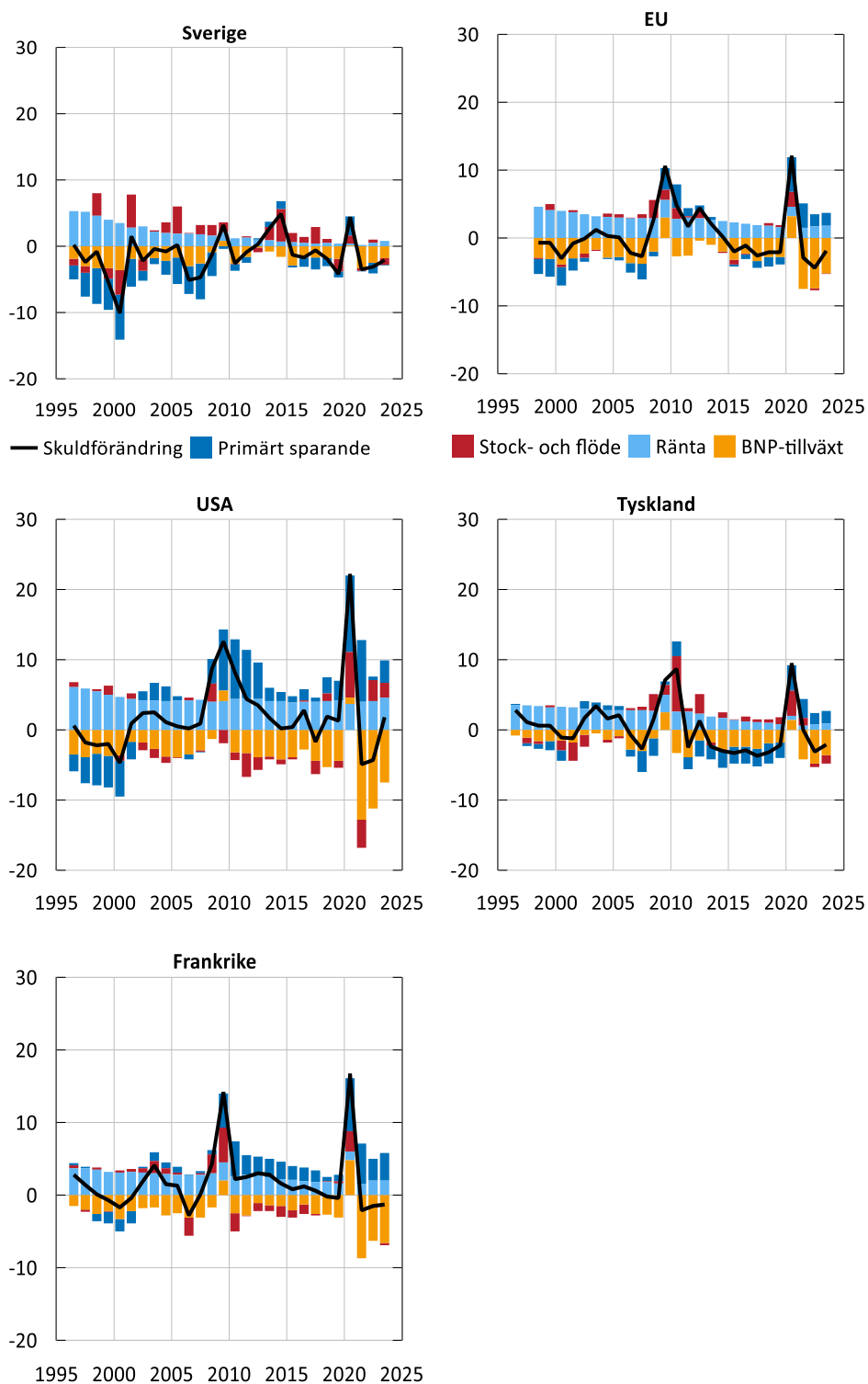
¹⁶ Observera att inflationens effekter på de offentliga finanserna såsom de diskuteras här endast gäller *oväntade* ökning. Ökade inflationsförväntningar är förknippade med en mindre ökning av nominell BNP och snabbare ökning av de primära utgifterna och ränteutgifterna (IMF, 2023b).

¹⁷ Stock- och flödesjustering (engelska: "stock-flow adjustment") är skillnaden mellan förändringen i den (nominella) offentliga skulden och det nominella finansiella sparandet för ett visst år. Sådana skillnader kan uppstå av flera skäl. Skuld som är utställd i utländsk valuta kan till exempel öka eller minska till följd av växelkursfluktuationer, vilka inte återspeglas i det finansiella sparandet. För mer information, se Eurostat (2019).

¹⁸ Ökningen i Sverige berodde delvis på att tillgångsförvaltande myndigheter fick hålla 70 miljarder kronor i repor över årsskiftet 2014/2015 (Ekonomistyrningsverket, 2019), samt en betydande växelkursförsvagning (IMF, 2015).

Figur 2. Förändringar i offentlig skuld och bidrag från olika faktorer

Procent respektive procentenheter



Anm. Skuldförändring avser årliga förändringar i den offentliga skuldkvoten. Uppgifterna om stock- och flödeskomponenten är ett resultat av egna beräkningar (se fotnot 17). Bidrag beräknas som den förändring som skulle ha inträffat om enbart en av komponenterna upplevde sin årliga förändring.

Källor: AMECO och egna beräkningar.

Figur 2 visar att ländernas skuldökningar i samband med kriserna generellt sett drevs av samma faktorer, men också att ökningarna varierade kraftigt i storlek. Detsamma gäller även för skuldminskningarna efter pandemins akuta fas. Eftersom en del av variationen kan tillskrivas primärt sparande så är det möjligt att den kan förklaras av effektivitetsskillnader i ländernas finanspolitiska regelverk, eller möjligtvis av deras förhållningssätt till regelverken i kristider. Exempelvis höll sig Sveriges finansiella sparande inom ramarna för EU:s regel under den globala finanskrisen men inte Tysklands eller Frankrikes. Till skillnad från Sverige valde också Tyskland att tillfälligt upphäva sin nationella regel för finansiellt sparande under pandemin och gick också med ett större primärt underskott. Vad gäller reglernas effektivitet kan det också noteras att USA:s primära underskott under båda kriserna (som var betydligt större än de andra ekonomiernas) inte stod i strid med landets finanspolitiska regelverk, vilket de hade gjort under exempelvis EU:s regler. Faktum är att amerikansk finanspolitik inte ens omfattades av en regel under det första året av den globala finanskrisen (se tabell 1).

Skillnader i offentligfinansiella svar på kriser kan dock inte enbart förklaras av graden av ambition vad gäller budgetdisciplin, utan beror även på faktorer såsom makroekonomiska förhållanden och nationella behov. Som framgår av figur 2 varierade skuldökningarna under kriserna delvis till följd av att vissa ekonomier drabbades hårdare än andra. Exempelvis var Sveriges nominella BNP i stort sett oförändrad mellan 2019 och 2020, medan EU:s aggregerade BNP sjönk med nästan fyra procent. En kraftigare negativ påverkan på tillväxten bidrar till en högre skuldkvot både direkt (genom en minskning av kvotens nämnare), och indirekt (genom automatiska stabilisatorer och behovet av ytterligare diskretionärt stöd). Dessutom skilde sig de krisspecifika effekterna åt mellan länder, vilket medförde olika stora behov av diskretionära åtgärder. Vissa länder behövde exempelvis ägna mer resurser än andra åt att stabilisera sin finanssektor under finanskrisen (Semeano och Ferdinandusse, 2018), och under pandemin krävdes större stödåtgärder i de länder som drabbades av fler sjukdomsfall och hade en äldre befolkning (Elgin m.fl. 2020; Chen m.fl. 2021). Slutligen valde också vissa länder att ge en större del av sitt finanspolitiska stöd under pandemin via åtgärder som inte direkt påverkade skuldkvoten, såsom statliga lån eller lånegarantier (Hudson m.fl. 2021).

Om man blickar bortom krisperioderna har även andra perioder av skuldökning oftast sammanfallit med lågkonjunkturer. Detta illustreras i figur 3, som visar det primära sparandet, BNP-gapet och skuldökningsperioderna för respektive exempelekonomi.¹⁹ Med undantag för ett fåtal fall har skuldkvoterna bara ökat under år då BNP-gapet varit strikt negativt, i balans eller strikt negativt året därpå.²⁰ Figuren visar också att detta delvis beror på det primära sparandet, som uppvisar en relativt stark korrelation med BNP-gapet i varje ekonomi. Detta mönster är som sagt delvis en naturlig följd av

¹⁹ BNP-gapet är skillnaden mellan faktisk BNP och potentiell BNP, vilket är en uppskattning av den produktion som teoretiskt sett skulle ha ägt rum om de tillgängliga produktionsfaktorerna i ekonomin (kapital och arbetskraft) utnyttjades fullt ut. BNP-gapet är ett vanligt förekommande mått på konjunkturcykeln och indikerar en högkonjunktur när gapet är positivt och en lågkonjunktur när det är negativt. Det är dock också ett osäkert mått eftersom potentiell BNP inte kan observeras utan måste uppskattas.

²⁰ Vi definierar "balans" som +/- 0.5 procent av potentiell BNP. Undantagen är Tyskland år 1998, Frankrike år 2001, 2004 och 2005, och USA år 2005 och 2018.

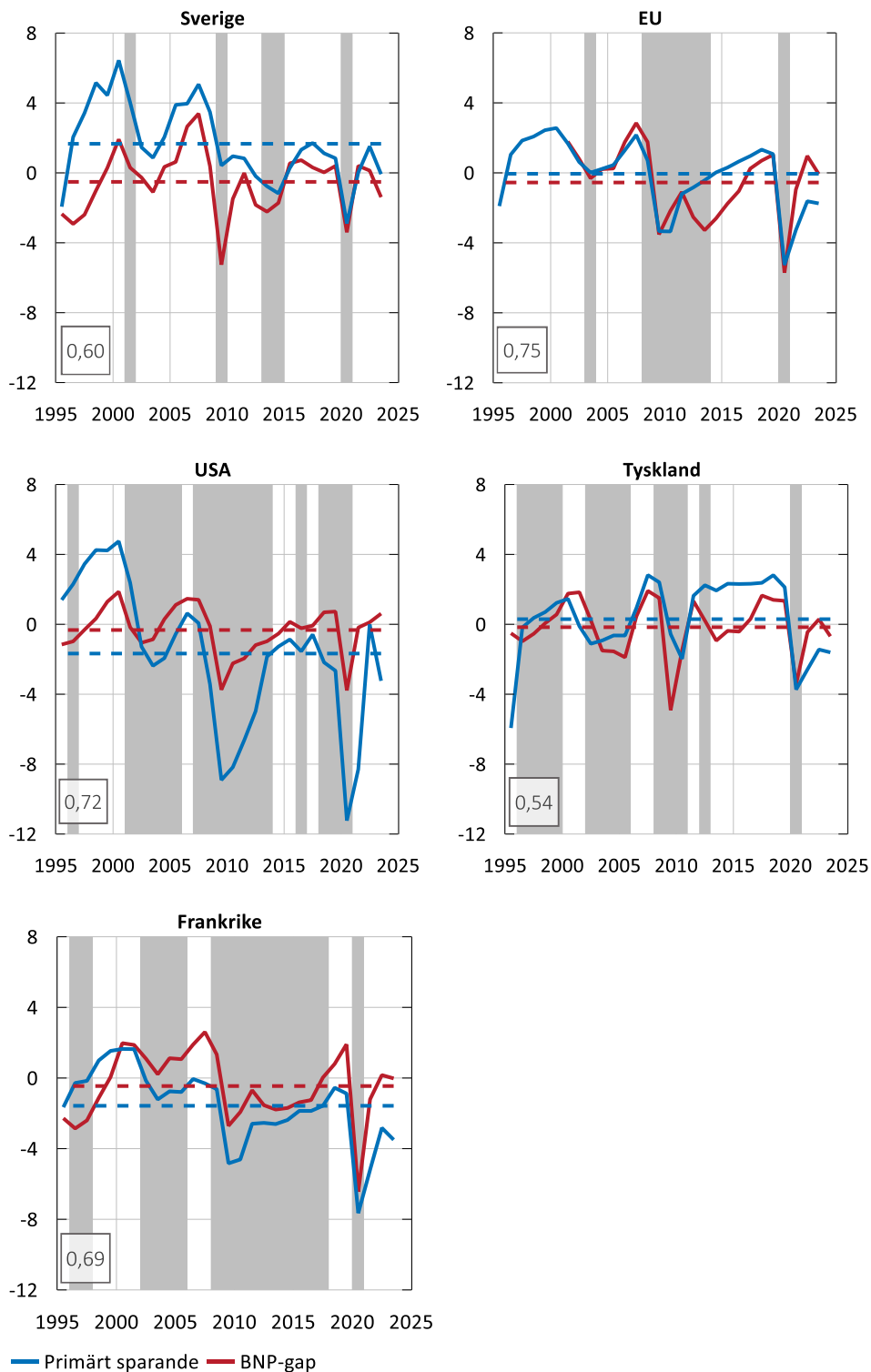
automatiska stabilisatorer. Korrelationen är dock något svagare i Tysklands fall, vilket verkar förklaras av perioden mellan den globala finanskrisen och pandemin, då landet konsekvent gick med primära budgetöverskott oavsett konjunkturläget. Intressant nog sammanfaller denna förändring i budgetbeteende med införandet av landets nationella regel för finansiellt sparande. Å andra sidan infördes en liknande medelfristig regel i Frankrike bara tre år senare (se tabell 1), men Frankrike gick fortsatt med primära underskott under perioden mellan de två kriserna.

Figur 3 visar att det primära sparandet i alla exempelekonomier tenderar att fluktuera med konjunkturcykeln. Samtidigt visar det också att konjunkturcyklerna varit anmärkningsvärt lika i dessa länder, och att det ändå finns betydande skillnader i deras genomsnittliga primära sparande. Exempelvis har Sverige i regel uppvisat primära överskott, medan USA och Frankrike tenderat att gå med underskott. Återigen är en möjlig förklaring till detta mönster att det finns effektivitetsskillnader i de finanspolitiska regelverken eller skillnader i ländernas inställning gentemot dem. Det finns också några praktiska förklaringar. I USA:s fall kan de stora primära underskotten under början av 2000-talet delvis förklaras av utgiftsökningar relaterade till Irakkriget (IMF, 2003). En annan faktor är demografiska förändringar. *Försörjningskvoten*, det vill säga andelen äldre i förhållande till befolkningen i arbetsför ålder, har ökat markant i de avancerade ekonomierna under de senaste decennierna. I OECD-länderna har denna kvot stigit från 22,5 till 35 procent sedan år 2000 (OECD, 2025). Denna utveckling har medfört en ökad belastning på de offentliga välfärdssystemen i många länder, men i synnerhet i de ekonomier som har relativt generösa system, såsom Frankrike (IMF, 2019a).²¹ Yared (2019) visar att det finns ett samband mellan förändringar i skuldkvoterna och förändringar i försörjningskvoten under de senaste decennierna.

Om man bortser från primärt sparande har även förhållandet mellan ekonomisk tillväxt och räntebetalningar på offentlig skuld varit en viktig faktor bakom skuldökningar under lågkonjunkturer. Figur 2 visar att för de flesta av exempelekonomierna har det största bidraget till ökningar i skuldkvoten under perioder utan kris ofta kommit från räntebetalningar. I de flesta fall har dessa bidrag motverkats av större bidrag på nedsidan från ekonomisk tillväxt, men när tillväxttakten avtar i samband med en lågkonjunktur så försvagas det balanserande förhållandet och kan resultera i ett bidrag på uppsidan. I vissa fall har detta till och med orsakat en skuldökning även utan ett primärt underskott, exempelvis i USA år 2001 och i EU år 2003. Eftersom en skuldökning i sin tur bidrar till ökade räntebetalningar, vilket ytterligare försämrar förhållandet mellan tillväxt och räntor, är detta förhållande förknippat med en så kallad "snöbollseffekt". Denna effekt kan också verka i motsatt riktning. Som illustreras i figur 2 minskade räntebetalningarna i Sverige i början av perioden, vilket underlättade skuldminskningar, vilket bidrog till att räntebetalningarna avtog ytterligare, och så vidare.

²¹ Detta väntas bli en av de stora långsiktiga utmaningarna för finanspolitiken i Europa, se Moshhammer (2024).

Figur 3. Offentliga sektorns primära sparande och konjunkturcykeln (BNP-gap)
 Procent av BNP (primärt sparande) och potentiell BNP (BNP-gap)



Anm. Grå områden indikerar perioder med skuldökningar större än 0,5 procent av BNP. Streckade linjer anger medelvärdet för respektive variabel för perioden 1995–2023. Siffran i det nedre vänstra hörnet avser korrelationen mellan BNP-gapet och det primära sparandet. Källor: AMECO och egna beräkningar.

Vi kan jämföra de olika komponenternas bidrag till skuldökningarna i tabell 2, som redovisar de kumulativa bidragen under perioden 1995–2023 för var och en av exempelekonomierna. I både USA och Frankrike har bidragen från det primära sparandet tydligt överstigit bidragen från såväl stock- och flödeskomponenten som från skillnaden mellan räntebetalningar och tillväxt. För Frankrikes del kan cirka 30 procent av det samlade bidraget från primärt sparande hänföras till åren 2009–2010 och 2020. I USA är motsvarande andel över 50 procent. I övriga exempelekonomier utgör däremot stock- och flödesjusteringar den största källan till skuldökning. I Tysklands fall förklaras en stor del av dessa bidrag av stödåtgärder till finanssektorn under den globala finanskrisen som inte påverkade det primära sparandet. För svensk del förklaras dessa bidrag av mer tekniska anledningar (se fotnot 18).

Tabell 2. Bidrag till offentlig skuld mellan 1995 och 2023

Procentenheter

	Primärt sparande	Stock- och flödesjustering	BNP-tillväxt	Räntor	Total förändring
Sverige	- 53,1	20,0	- 54,6	50,4	-37,3
EU	1,5	9,4	- 69,9	70,0	11,0
USA	49,1	- 3,7	- 109,5	121,3	57,4
Tyskland	-15,3	14,4	- 52,5	61,5	8,1
Frankrike	44,2	3,7	- 67,0	71,2	52,1

Anm. Avvikelser till följd av avrundningsfel har fördelats jämnt mellan komponenterna. Data för EU finns endast mellan 1997 och 2023.

Källor: AMECO och egna beräkningar.

Utöver de mer praktiska förklaringarna till varför skuldkvoterna har ökat, såsom kriser, recessioner, en ogynnsam utveckling i förhållandet mellan räntor och tillväxt samt demografiska förändringar, erbjuder litteraturen om underskottstendensen också en del ekonomisk-politiska förklaringar.²² Vanliga exempel inkluderar företeelser som *finanspolitisk illusion*, där både väljare och beslutsfattare tenderar att överskatta fördelarna med dagens offentliga utgifter i förhållande till de framtida kostnaderna i form av skatter. Ett annat exempel är det så kallade *common pool*-problemet, som uppstår när olika intressegrupper konkurrerar om offentliga resurser utan att internalisera de samlade kostnaderna för det offentliga.²³ Dessa mekanismer är dock i någon mån ständigt närvarande, vilket begränsar deras förklaringsvärde när det gäller varför den offentliga skulden har ökat mer under de senaste decennierna eller i vissa ekonomier.

Yared (2019) menar att ökningen av den offentliga skulden i avancerade ekonomier under de senaste decennierna delvis kan förklaras av tre ekonomisk-politiska faktorer. Den första är att befolkningarna blir allt äldre. Äldre väljare väntas ha svagare preferenser för budgetdisciplin (vilket delvis också stöds av enkätdata, se Parker, 2012) eftersom det i första hand är framtida generationer kommer att bära

²² Se till exempel Nordhaus (1975), Rogoff och Sibert (1988) och Rogoff (1990) för tidig litteratur om hur finanspolitiken påverkas av politiska faktorer såsom val, regeringens ideologi och makroekonomiska förhållanden.

²³ Se Calmfors (2023) och Brändle och Elsener (2024) för en översikt av fler vanliga exempel.

skattebördan. Den andra faktorn är ökad politisk polarisering, vilket bland annat yttrar sig i att en växande andel av rösterna i avancerade ekonomier tillfaller partier långt ut på den politiska höger- eller vänsterkanten.²⁴ Teoretiskt sett kan ökad polarisering leda till skuldackumulering genom en variant av *allmänningens tragedi*, där politiker överspenderar eftersom de inte kan koordinera effektivt och inser att alla partier kommer bära den framtida skuldbördan gemensamt (se exempelvis Velasco, 2000). Att ökad polarisering är förknippat med större budgetunderskott har också visats empiriskt (se Crivelli m.fl. 2016). Den tredje faktorn är att segermarginalerna i politiska val har blivit allt mindre i avancerade ekonomier. Teoretiskt sett leder detta till en närtidspreferens hos beslutsfattare eftersom de inte kan vara säkra på att få behålla regeringsmakten. De väljer därför att öka utgifterna medan de fortfarande kan gynnas av det och har möjlighet att påverka sina efterträdares finanspolitiska handlingsutrymme (se exempelvis Alesina och Tabellini, 1990; Persson och Svensson, 1989). Att val är kopplade till skuldackumulering har dessutom stöd i empiriska studier, exempelvis Alt och Lassen (2006).

4 Finanspolitisk hållbarhet

Den kraftiga skuldökningen i vissa avancerade ekonomier under de senaste decennierna har orsakat oro för den *finanspolitiska hållbarheten*. Finanspolitisk hållbarhet (eller "skuldhållbarhet") kan i bred mening definieras som att staten har en hög sannolikhet att förbli solvent, vilket innebär att den kan uppfylla sina nuvarande och framtida finansiella åtaganden utan att behöva vidta oönskade eller ohållbara åtgärder (Debrun m.fl. 2019). Att bedöma denna sannolikhet är dock svårt. För att förstå varför kan vi utgå från statens budgetrestriktion:

$$G_t + r_t D_{t-1} = T_t + (D_t - D_{t-1}),$$

där G_t betecknar statens primära utgifter, r_t är räntan på statsobligationer, T_t motsvarar skatteintäkterna, och D_t respektive D_{t-1} representerar den offentliga skuldstocken i aktuell respektive föregående period. Enkelt uttryckt innebär restriktionen att de totala utgifterna under en viss period måste finansieras antingen genom skatteintäkter eller genom upplåning. Utifrån detta kan budgetrestriktionen skrivas om till ett uttryck för den offentliga skulden:

$$D_t = (1 + r_t)D_{t-1} - PB_t,$$

där $PB_t = T_t - G_t$ betecknar det primära sparandet. Uttrycket visar att den offentliga skulden i den aktuella perioden är lika med skulden i den föregående perioden, plus räntebetalningarna och minus det primära sparandet. Genom att dividera samtliga termer med BNP får vi ett uttryck för skuldkvoten:

$$d_t = \left(\frac{1 + r_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} - pb_t,$$

²⁴ Se diagram 4 i Yared (2019), som bygger på data från Funke m.fl. (2016).

där d representerar skuldkvoten, pb är det primära sparandet i förhållande till BNP och g är tillväxttakten i BNP. Uttrycket visar att skuldkvoten bestäms av det primära sparandet och relationen mellan räntebetalningar och ekonomisk tillväxt, som vi har diskuterat i avsnitt 3.²⁵ Om räntan på statsobligationer överstiger tillväxttakten i BNP kommer skuldkvoten att öka automatiskt, om detta inte motverkas av ett större eller lika stort primärt överskott. För att staten långsiktigt ska kunna fullgöra sina finansiella åtaganden (det vill säga betala av skulden) får den nuvarande skuldnivån därför inte överstiga nuvärdet av alla framtida primära överskott. Med andra ord är det svårt att bedöma huruvida staten med hög sannolikhet är solvent, eftersom solvensen beror på framtida primärt sparande, räntor och ekonomisk tillväxt, vilka är faktorer som omgärdas av stor osäkerhet.

På grund av denna inneboende svårighet råder det ingen konsensus om hur finanspolitisk hållbarhet bäst bör utvärderas, och flera olika metoder har föreslagits i den akademiska litteraturen. Ett vanligt tillvägagångssätt är att fokusera på det historiska budgetbeteendet genom att skatta så kallade *finanspolitiska reaktionsfunktioner*, vilka modellerar det primära sparandet som en funktion av den offentliga skuldens utveckling och av makroekonomiska förhållanden. Metoden introducerades i en uppmärksam studie av Bohn (1998), som visade att ett tillräckligt villkor för att finanspolitiken ska vara konsekvent med den intertemporala budgetrestriktionen (i en allmän jämviktsmodell) är att det primära sparandet reagerar positivt på en stigande skuldnivå, förutsatt att man kontrollerar för tillfälliga variationer i andra bestämningsfaktorer såsom produktion. Tidigare studier hade typiskt sett också fokuserat på historiskt budgetbeteende, men studerade ofta obetingade förändringar i offentlig skuld och primärt sparande. Bohn argumenterade dock att dessa kan vara missvisande indikatorer på hållbarhet i en stokastisk miljö. En stigande skuldnivå kan exempelvis vara en naturlig konsekvens av en ekonomisk kris, ett krig eller en negativ tillväxtchock, och behöver inte nödvändigtvis tyda på en ohållbar finanspolitik så länge staten på sikt motar ökningen med primära överskott. Ett positivt, betingat samband mellan primärt sparande och skuld visar att staten historiskt sett agerat så, och kan därmed fungera som en indikator för framtida beteende.

Utifrån detta resonemang definierade Bohn en finanspolitisk reaktionsfunktion där det primära sparandet bestäms av skuldkvoten, konjunkturcykeln och tillfälliga offentliga utgifter, och skattade funktionen med hjälp av Ordinary Least Squares (OLS). Senare forskning har vidareutvecklat både modellspecifikationen och skattningstekniken något. Exempelvis har *felkorrigeringsmodeller* använts för att hantera problemet att skuldkvoter och primärt sparande ofta inte är stationära tidsserier, men tenderar att vara kointegrerade. Dessutom har specifikationerna i allt högre grad inkluderat ytterligare bestämningsfaktorer för det primära sparandet, såsom inflation och räntor på statsobligationer. Som vi har diskuterat i avsnitt 3 har inflation en direkt inverkan på det primära sparandet eftersom det snabbt ökar statens intäkter, medan de offentliga utgifterna i regel justeras med viss fördröjning. Räntenivåerna har istället en mer indirekt effekt på det primära sparandet genom att de påverkar statens incitament att minska skulden. Högre räntenivåer är förknippade

²⁵ Med undantag för de mer tekniska stock- och flödesjusteringarna.

med större räntebetalningar, vilka staten kan vilja minska igen genom att sänka skuldnivån med hjälp av förbättrade primärsaldon (se till exempel Mauro m.fl. 2015).

Nedan presenterar vi skattningar av en finanspolitisk reaktionsfunktion för respektive exempelekonomi. Metoden är hämtad från Berti m.fl. (2016) och var tidigare en integrerad del av EU-kommissionens ramverk för att utvärdera finanspolitisk hållbarhet. Modellen är en felkorrigeringsmodell, vilket hanterar stationaritetsproblem och möjliggör skattningar av ett långsiktigt, systematiskt samband mellan den offentliga skulden och det primära sparandet i varje ekonomi, och därmed fångar om staten tenderar att på sikt motverka skuldökningar med primära överskott. I den ursprungliga studien skattades modellen för ett flertal europeiska länder, däribland Sverige, Tyskland och Frankrike, under perioden 1950–2013. I denna analys använder vi nyare data och inkluderar även skattningar för USA. Vi exkluderar också en interaktionsterm som användes i den ursprungliga modellen för att undersöka huruvida det långsiktiga sambandet mellan skuld och primärt sparande förändrades efter den globala finanskrisen. I stället skattar vi modellen för två olika tidsperioder (1950–1990 och 1990–2023) för att undersöka om det långsiktiga sambandet förändrats i samband med att finanspolitiska regler började införas i dessa ekonomier (se tabell 1).

Modellen är specificerad som:

$$\Delta PB_t = \beta_1 + \beta_2 \cdot (PB_{t-1} - \beta_3 \cdot Debt_{t-2}) + \beta_4 \cdot \Delta Debt_{t-1} + \beta_5 \cdot \Delta Debt_{t-2} + \beta_6 \cdot GG_t + \beta_7 \cdot YG_t + \beta_8 \cdot \Delta ref_t + \beta_9 \cdot \Delta infl_t + \varepsilon_t$$

Som tidigare nämnt är vi i första hand intresserade av det långsiktiga och systematiska sambandet mellan det primära sparandet som andel av BNP ("saldokvoten", PB_{t-1}) och skuldkvoten ($Debt_{t-2}$). Problemet är att dessa tidsserier ofta är icke-stationära, vilket innebär att direkta skattningar med standardtekniker riskerar att ge missvisande resultat. Om serierna däremot är kointegrerade finns det en linjär kombination av dem (här $PB_{t-1} - \beta_3 \cdot Debt_{t-2}$) som är stationär. I så fall kan vi skatta den årliga förändringen i saldokvoten (ΔPB_t , som också är stationär) som en funktion av den linjära kombinationen och därifrån härleda det långsiktiga förhållandet (β_3).

Koefficienten β_2 mäter hur känslig saldokvoten är för avvikelser från detta samband. I likhet med Berti m.fl. (2016) finner vi (med hjälp av vanliga stationaritetstester, se tabell A1 i appendix A) att skuldkvoten i varje ekonomi är icke-stationär, men att saldokvoten är stationär i hälften av fallen och tvetydigt icke-stationär i den andra hälften. Vanliga kointegrationstester (se tabell A5 i appendix A) tyder dock på att serierna är kointegrerade i varje ekonomi.

Felkorrigeringsmodellen tar också hänsyn till kortsiktig dynamik som orsakar avvikelser från det långsiktiga förhållandet. Årliga förändringar i saldokvoten förklaras dels av årliga förändringar i skuldkvoten ($\Delta Debt_{t-1}$ och $\Delta Debt_{t-2}$), men också av variationer i de ytterligare bestämningsfaktorer som diskuteras ovan. GG_t representerar utgiftsgapet och definieras som skillnaden mellan nuvarande och trendmässiga primära offentliga utgifter. Gapet är tänkt att fånga tillfälliga och oväntade utgifter, exempelvis militärutgifter i händelse av krig. YG_t representerar BNP-gapet och är tänkt att fånga konjunkturfluktuationer. Som vi har diskuterat i

avsnitt 3 är konjunkturcykeln nära kopplad till det primära sparandet, delvis på grund av automatiska stabilisatorer. Som tidigare nämnt ingick ett mått på konjunkturcykeln och tillfälliga offentliga utgifter också i Bohns (1998) ursprungliga finanspolitiska reaktionsfunktion, och båda har förblivit vanliga kontrollvariabler sedan dess. Δr_{eff_t} representerar årliga förändringar i den implicita realräntan (räntebetalningar på skulden i förhållande till skuldkvoten) och $\Delta infl_t$ representerar årliga förändringar i inflationstakten. Vanliga tester visar att alla dessa serier är stationära (se tabell A2-A4 i appendix A). Mer information om hur variablerna har konstruerats samt diagram över varje tidsserie finns i appendix B.

Tabell 3. Skattade finanspolitiska reaktionsfunktioner

		DE	FR	SE	USA
(A)	Intercept	0,207	1,814**	-1,243**	-2,312***
1950-1990		(0,536)	(0,714)	(0,508)	(0,584)
	$\Delta Debt_{t-1}$	-0,068*	0,100	-0,332**	-0,134**
		(0,047)	(0,147)	(0,142)	(0,060)
	$\Delta Debt_{t-2}$	0,139***	0,151***	0,412***	0,016
		(0,047)	(0,053)	(0,103)	(0,044)
	PB_{t-1}	-0,301*	-0,689***	-0,185	-0,924***
		(0,148)	(0,139)	(0,144)	(0,167)
	$Debt_{t-2}$	0,000	-0,055**	0,038***	0,061***
		(0,019)	(0,026)	(0,013)	(0,013)
	GG_t	0,085	-0,213***	-0,292	-0,001
		(0,165)	(0,055)	(0,180)	(0,153)
	YG_t	-0,448	0,362**	0,069	0,131
		(0,537)	(0,177)	(0,105)	(0,091)
	$\Delta infl_t$	-0,048**	0,038	-0,045	0,201***
		(0,017)	(0,029)	(0,034)	(0,052)
	$\Delta reff_t$	-0,083	0,062	-0,131	-0,490
		(0,176)	(0,291)	(0,116)	(0,500)
	Justerad R2	0,079	0,517	0,393	0,616
(B)	Intercept	-2,591**	-0,595	-4,267***	-1,507
1990-2023		(0,082)	(0,916)	(1,387)	(1,893)
	$\Delta Debt_{t-1}$	0,163*	0,154	0,043	0,254
		(0,082)	(0,120)	(0,066)	(0,156)
	$\Delta Debt_{t-2}$	-0,054	0,146**	-0,089	0,266**
		(0,047)	(0,060)	(0,095)	(0,126)
	PB_{t-1}	-0,503*	-0,159	-0,698***	-0,202
		(0,245)	(0,274)	(0,228)	(0,264)
	$Debt_{t-2}$	0,043**	-0,006	0,118***	0,007
		(0,016)	(0,014)	(0,033)	(0,023)
	GG_t	-1,140***	-0,910***	0,030	-1,341***
		(0,080)	(0,245)	(0,133)	(0,295)
	YG_t	0,055	0,153	0,597***	-0,199
		(0,108)	(0,164)	(0,194)	(0,340)
	$\Delta infl_t$	0,076	0,270*	0,126	0,406**
		(0,156)	(0,152)	(0,099)	(0,170)
	$\Delta reff_t$	-0,195	-0,442	0,550*	-0,384
		(0,704)	(0,492)	(0,277)	(0,668)
	Justerad R2	0,834	0,705	0,748	0,615

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1. Alla skattningar är OLS med årliga data. Robusta standardfel inom parentes (Newey-West, lagfönster av storlek 3).

Långsiktig skuldkoefficient (β_3)

	DE	FR	SE	USA
1950-1990	0,000	-0,080*	0,205	0,066*
1990-2023	0,085*	-0,038	0,269*	0,035

Koefficienterna har härletts som minus förhållandet mellan den skattade koefficienten för laggad skuld och den skattade felkorrigeringstermen. "*" Indikerar att båda dessa koefficienter är statistiskt signifikanta.

I tabell 3 presenteras resultaten för varje land. Panel A redovisar skattningarna för den tidigare tidsperioden (1950-1990) och panel B för den senare tidsperioden (1990-2023). Skattningar av det långsiktiga sambandet mellan skuldkvoten och saldokvoten (β_3) redovisas för varje land under varje period längst ned i tabellen. Dessa skattningar tyder på att USA (med ett signifikant positivt β_3 på 0,066) under den tidigare perioden var det enda land som systematiskt reagerade på skuldackumulering genom att så småningom redovisa primära överskott. Bohn (1998) når ett liknande resultat för USA:s finanspolitik under 1900-talet. Skattningarna för Sverige och Tyskland under samma period är däremot insignifikanta, vilket tyder på en brist på en systematisk reaktion, och den franska skattningen är till och med signifikant negativ. Berti m.fl. (2016) når ett liknande resultat för Frankrike under perioden 1950-2013. Eftersom det dock verkar osannolikt att en regering skulle aktivt försöka möta skuldökningar med primära underskott så bör den negativa koefficienten förmodligen tolkas som avsaknad av långsiktig skuldförvaltning, snarare än som aktiv politik.

Under den senare perioden, då finanspolitiska regler införs, är skattningarna av de långsiktiga sambanden väsentligt annorlunda. Under denna period tyder β_3 -estimaterna på att både Sverige och Tyskland systematiskt reagerade på skuldökningar genom att så småningom redovisa primära överskott. Koefficienternas storlek (0,269 i Sverige och 0,085 i Tyskland) tyder också på att dessa reaktioner var relativt kraftfulla jämfört med de amerikanska under den tidigare perioden, särskilt i Sverige. Den amerikanska skattningen är istället betydligt mindre under den senare perioden än under den tidigare och statistiskt insignifikant, vilket tyder på en brist på en systematisk reaktion. Den franska koefficienten är fortfarande negativ, men är också mindre och insignifikant. En jämförelse mellan de två tidsperioderna skulle därför indikera att svensk och tysk (och i viss mån fransk) finanspolitik i allt högre grad har rört sig mot skuldförvaltning, medan den amerikanska politiken har rört sig i motsatt riktning. Eftersom dessa förändringar sammanfaller med införandet av regler är det möjligt att dessa utgör en förklaring. I så fall skulle också de svenska och tyska reglerna framstå som mer effektiva än de amerikanska och franska. Som diskuteras i avsnitt 2 finns det dock skäl att vara försiktig med att anta kausalitet mellan regler och budgetutfall, även när man mer explicit modellerar ett samband mellan de två.

Skiftet mot ökad skuldförvaltning som till synes ägt rum i Sverige och Tyskland är i viss mån också tydlig i utvecklingen av den kortsiktiga dynamiken mellan deras skuldkvoter och primära sparande. Under den tidigare perioden uppvisar både den tyska och svenska finanspolitiken en något oregelbunden reaktion på skuldökningar under de första två åren efter att de inträffat (se raderna $\Delta Debt_{t-1}$ och $\Delta Debt_{t-2}$). Skattningarna tyder på att det primära sparandet i båda länderna tenderar att försämrats under det första året efter en skuldökning, för att sedan förbättras mer kraftfullt året därpå. Något sådant mönster finns inte under den senare perioden. Istället tenderar det tyska primära sparandet att förbättras omedelbart efter en skuldökning, medan det svenska sparandet inte uppvisar någon kortsiktig respons alls. Avsaknaden av en svensk kortsiktig reaktion illustrerar dock också att den kortsiktiga dynamiken är mindre viktig i sammanhanget. Som tidigare diskuterat är det centrala att regeringen *över tid* motverkar en skuldökning med primära överskott, vilket är vad den långsiktiga koefficienten är tänkt att fånga. Det faktum att svensk finanspolitik

under den senare perioden inte visar någon kortsiktig respons men en signifikant positiv långsiktig respons illustrerar att en sådan motverkan inte behöver ske direkt.²⁶

Vad gäller de övriga kortsiktiga bestämningsfaktorerna för det primära sparandet verkar det som om utgiftsgapet (GG_t) har blivit en viktigare faktor i de flesta ekonomier. Under den tidigare perioden har gapet bara en signifikant effekt i Frankrike, medan det under den senare perioden har en signifikant effekt i samtliga länder utom Sverige. Detta är sannolikt en reflektion av de kraftiga finanspolitiska reaktionerna på kriserna under 2000-talet, som vi har diskuterat i avsnitt 3. Samtidigt verkar dock BNP-gapet (YG_t) vara en mindre viktig bestämningsfaktor, med en signifikant och positiv koefficient (vilket indikerar en kontracyklisk tendens) under den senare perioden endast för Sverige och under den tidigare perioden endast för Frankrike.²⁷ Detta är något förvånande med tanke på den starka korrelationen mellan BNP-gap och primärt sparande under den senare perioden (se figur 3). Det är dock möjligt att utgiftsgapet fångar upp en del av effekten av BNP-gapet (eller vice versa i Sveriges fall) eftersom dessa serier också är starkt korrelerade.²⁸ Vidare verkar förändringar i inflationstakten ($\Delta infl_t$) ha den förväntade positiva effekten på det primära sparandet i USA och Frankrike under den senare perioden och i USA under den tidigare perioden. Något förvånande är dock att den har en negativ effekt i Tyskland under den tidigare perioden.²⁹ Slutligen har förändringar i den implicita räntan (Δref_f_t) den förväntade positiva effekten i Sverige under den senare perioden, men förblir insignifikant i alla andra fall.

Sammanfattningsvis uppvisar svenskt och tyskt primärt sparande under de senaste tre decennierna ett positivt villkorat svar på skuldökningar och uppfyller därmed Bohns hållbarhetsvillkor. Det gör inte franskt eller amerikanskt primärt sparande. Det är dock värt att nämna att det finns några praktiska svagheter med detta sätt att utvärdera hållbarheten. För det första är ett positivt villkorat svar ett *tillräckligt* villkor för hållbarhet, inte ett nödvändigt. Med andra ord gör skattningarna det möjligt att karakterisera den svenska och tyska finanspolitiken som hållbar under den aktuella perioden, men inte att karakterisera den franska och amerikanska politiken som ohållbar (se Bohn, 1998). För det andra baseras bedömningen på historiskt beteende, vilket innebär att varje slutsats om hållbarhet framöver bygger på antagandet att det skattade beteendet inte kommer förändras. Som framgår av våra skattningar för USA, där finanspolitiken systematiskt reagerade på skuldökningar under den tidigare perioden men inte under den senare, är det möjligt att sådana beteendeförändringar

²⁶ Som tidigare nämnt mäter β_2 hur känsligt det primära sparandet är för avvikelser från dess långsiktiga förhållande till skulden, dvs. hur snabbt förhållandet återställs efter en kortsiktig störning från en annan bestämningsfaktor. Dessa skattningar ligger i intervallet $[-1, 0]$ (-1 är den snabbaste reaktionen) och redovisas i PB_{t-1} -raderna. Under den senare perioden uppvisar Sverige en snabbare reversion än Tyskland. Under den tidigare perioden verkar USA:s reversion ha varit anmärkningsvärt snabb.

²⁷ Att svensk finanspolitik skulle ha varit kontracyklisk under denna period är i linje med tidigare utvärderingar, till exempel av Lyhagen och Shahnazarian (2023) som finner att finanspolitiken i Sverige har varit kontracyklisk mellan 2000 och 2022, och med Calmfors m.fl. (2022) som också finner att detta helt beror på automatiska stabilisatorer snarare än aktiv finanspolitik.

²⁸ Under den senare perioden är korrelationen $-0,62$ i USA, $-0,77$ i Frankrike, $-0,59$ i Tyskland och $-0,53$ i Sverige.

²⁹ Berti m.fl. (2016) får också negativa inflationskoefficienter för vissa länder. En möjlig förklaring skulle kunna vara att utgifter indexeras med inflationen eller att skattebaserna på något sätt är fördröjda. Vi känner inte till några sådana inslag i den tyska finanspolitiken under slutet av 1900-talet.

kan inträffa. Slutligen erkänner inte metoden att det finns en gräns för hur stora primära överskott kan vara, och därmed en gräns bortom vilken skulden är för stor för att regeringen på ett *trovärdigt* sätt kan åta sig att hantera den med överskott. Trovärdighet är en viktig del av hållbarhet eftersom en förlust av trovärdigheten bland annat kan leda till *statsfinansiell stress* (engelska: *sovereign stress*), vilket innebär att räntor på statsobligationer ökar kraftigt och ytterligare minskar statens förmåga att uppfylla sina finansiella åtaganden.

Andra sätt att analysera hållbarhet försöker hantera dessa frågor genom att göra framåtblickande bedömningar som väger in trovärdighetsfrågor. Sådana metoder innebär ofta att man gör basprognoser för skuldutvecklingen utifrån aviserad politik och prognoser för de faktorer som påverkar skulden, bedömer riskerna för basprognosen och kombinerar resultaten med bedömningar av kvalitativa faktorer som påverkar trovärdigheten, till exempel kvaliteten på landets institutioner. I tabell 4 sammanfattas några övergripande bedömningar, identifierade risker och förmildrande faktorer från sådana utvärderingar som nyligen gjorts av IMF och EU-kommissionen för respektive exempelekonomi. Den övergripande slutsatsen är att hållbarhets- och stressriskerna överlag är låga i samtliga länder (åtminstone på kort sikt) och att detta delvis beror på faktorer såsom ländernas goda tillgång till finansiering, institutionella styrka och skuldsammansättning.³⁰ Det är dock värt att minnas att sådana prognoser naturligtvis är osäkra, och att trovärdighetsfaktorer är svåra att kvantifiera och mäta.

³⁰ Liknande faktorer används ofta även i andra bedömningar av finanspolitisk hållbarhet, se till exempel Edelberg m.fl. (2025) och Congressional Budget Office (2025). Även om den senare utvärderingen anser att skulden är hållbar baserat på dessa faktorer, betonar den också att en stor och växande skuld kan få andra negativa konsekvenser, till exempel minskade privata investeringar och långsammare produktionstillväxt på grund av högre räntor.

Tabell 4. IMF:s och EU-kommissionens utvärderingar av skuldållbarhet per maj 2025

	IMF Debt Sustainability Analysis	EC Debt Sustainability Monitor
Sverige	<p>Risker: -</p> <p>Förmildrande faktorer: Låg skuldnivå, historisk skuldhantering, robust finanspolitiskt ramverk.</p> <p>Bedömning: Överlag låg risk för statsfinansiell stress och anger uttryckligen att skulden är hållbar.</p>	<p>Risker: Hög andel kortfristiga skulder, risker kopplade till stor privat skuldsättning.</p> <p>Förmildrande faktorer: Finansmarknadens uppfattning, gynnsam tillväxt- och ränteutveckling, oförändrade åldersrelaterade utgifter, stabila finansieringskällor.</p> <p>Bedömning: Låg risk överlag.</p>
Frankrike	<p>Risker: Hög skuldnivå, skulddynamiken känslig för framtida ränte- och tillväxtutveckling, långsiktigt utgiftstryck till följd av demografiska förändringar och den gröna omställningen.</p> <p>Förmildrande faktorer: Planerade konsolideringsåtgärder, stor institutionell investerarbas, djup och likvid skuldmarknad.</p> <p>Bedömning: Överlag låg risk för statsfinansiell stress.</p>	<p>Risker: Skulden väntas öka, ogynnsam utveckling av räntor och tillväxt, ansvarsrisker kopplade till den privata sektorn.</p> <p>Förmildrande faktorer: Finansmarknadens uppfattning, stabila finansieringskällor, förlängda löptider på skuld under senare år.</p> <p>Bedömning: Låg risk på kort sikt, hög på medellång sikt, medelhög på lång sikt.</p>
Tyskland	<p>Risker: Ökade utgifter relaterade till åldrande befolkning, bl.a. pensioner och hälsovård.</p> <p>Förmildrande faktorer: Starka institutioner, stabil investerarbas, relativt lång genomsnittlig löptid på statsobligationer, majoriteten av skulden utställd i euro.</p> <p>Bedömning: Överlag låg risk för statsfinansiell stress och det anges uttryckligen att skulden är hållbar.</p>	<p>Risker: Förväntad skuldökning, åldersrelaterade utgifter, hög andel kortfristig skuld.</p> <p>Förmildrande faktorer: Finansmarknadens uppfattning, gynnsam tillväxt- och ränteutveckling, stabila finansieringskällor, förlängda löptider på skuld under senare år.</p> <p>Bedömning: Låg risk på kort sikt, medelhög på medellång och lång sikt.</p>
USA	<p>Risker: Skulden förväntas öka under flera år, åldersrelaterat utgiftstryck på hälso- och sjukvård samt socialförsäkring.</p> <p>Förmildrande faktorer: Starka institutioner, djup investerarpool, dollarns internationella ställning.</p> <p>Bedömning: Överlag låg risk för statsfinansiell stress och anger uttryckligen att skulden är hållbar.</p>	-

Anm. Översikt över risker, förmildrande faktorer och bedömningar som gjorts i IMF:s och EU-kommissionens senaste skuldållbarhetsutvärderingar. För mer information, se de faktiska rapporterna.

Källor: IMF (2024b, 2024c, 2024d, 2025b), Europeiska kommissionen (2024).

5 Avslutande kommentarer

Under de senaste åren har förhållandet mellan penning- och finanspolitik och det potentiella behovet av större samordning mellan de två uppmärksammats allt mer. Samtidigt pekar den senaste tidens utveckling mot en mer expansiv finanspolitik under de kommande åren, med lanseringar av betydande ökningar i offentliga utgifter och lättnader i de finanspolitiska reglerna. Dessa faktorer gör det troligt att finanspolitiken kommer få ökad betydelse i den penningpolitiska analysen framöver. För att bidra till en bättre förståelse av finanspolitikens utveckling har denna artikel gett en översikt av finanspolitiska regler, utvecklingen av de offentliga skuldnivåerna under de senaste decennierna samt finanspolitisk hållbarhet, med särskilt fokus på några utvalda ekonomier.

Sedan millennieskiftet har det skett en omfattande implementering av finanspolitiska regler som syftar till att förbättra de offentliga finanserna. Ändå har de offentliga skuldnivåerna fortsatt att stiga i de flesta avancerade ekonomier, och orsakssambandet mellan regler och budgetdisciplin är alltjämt omdiskuterat. Det är möjligt att typen av regel och dess utformning har betydelse för disciplinen, men det är också möjligt att de båda istället avgörs av väljarnas inställning till de offentliga finanserna. Bristen på tydlighet när det gäller reglernas effekter gör det svårare att förutse konsekvenserna av att lätta på dem.

Den senaste tidens lanseringar av ökade offentliga utgifter för exempelvis försvar och infrastruktur kommer sannolikt att leda till ytterligare ökning av offentlig skuld. Men ekonomier måste också ta hänsyn till de faktorer som orsakat skuldökningar under tidigare decennier. Kriser, recessioner och ekonomisk-politisk dynamik är faktorer som är svåra att förutse, men åldrande befolkningar och räntebördor kommer fortsatt sätta press på offentliga finanserna. Att räntenivåerna har stigit globalt de senaste åren förvärrar problemet, vilket återigen belyser sambandet mellan finans- och penningpolitik.

Stigande skuldnivåer fortsätter att utgöra en risk för den finanspolitiska hållbarheten, som dock är fortsatt svår att utvärdera. Våra skattningar av en finanspolitisk reaktionsfunktion ger belägg för att svensk och tysk finanspolitik i allt högre grad har rört sig mot skuldförvaltning sedan införandet av finanspolitiska regler, medan fransk och amerikansk finanspolitik inte har gjort det. Även om sådana skattningar kan fungera som en användbar indikator på framtida beteende finns det ingen garanti för att beteendet står sig. De ger inte heller någon vägledning om vid vilken nivå skulden inte längre är hållbar. Sådana bedömningar måste baseras på trovärdighet, vilket alltjämt är svårt att mäta.

Referenser

- Alesina, Alberto och Guido Tabellini (1990), "A positive theory of fiscal deficits and government debt", *The Review of Economic Studies*, vol. 57, nr. 3, s. 403–414.
- Alt, James E. och David Dreyer Lassen (2006), "Transparency, political polarization, and political budget cycles in OECD countries", *American Journal of Political Science*, vol. 50, nr. 3, s. 530-550.
- Arnold, Nathaniel G., Ravi Balakrishnan, Bergljot B. Barkbu, Hamid R Davoodi, Waikai R. Lam, Paulo A. Medas, Julia Otten, Louise Rabier, Christane Roehler, Asghar Shahmoradi, Mariano Spector, Sebastian Weber, Jeromin Zettelmeyer (2022), "Reforming the EU fiscal framework: strengthening the fiscal rules and institutions", *Departmental Papers*, 014 (2022).
- Ascari, Guido, Dennis Bonam och Andrea Smadu (2025), "Fiscal policy as a driver of inflation in the euro area", SUERF policy brief nr. 1082, The European Money and Finance Forum, februari 2025.
- Badinger, Harald och Wolf Heinrich Reuter (2017), "The case for fiscal rules", *Economic Modelling*, vol. 60, s. 334-343, januari 2017.
- Barro, Robert och Francesco Bianchi (2023), "Fiscal influences on inflation in OECD countries, 2020–2023", NBER Working Paper, nr. 13838, National Bureau of Economic Research.
- Bergman, Michael U., Michael M. Hutchison och Svend E. Hougaard Jensen (2016), "Promoting sustainable public finances in the European Union: the role of fiscal rules and government efficiency", *European Journal of Political Economy*, vol. 44, s. 1-19, september 2016.
- Berti, Katja, Eugeniu Colesnic, Cyril Desponts, Stéphanie Pamies och Etienne Sail (2016), "Fiscal reaction functions for European Union countries", Discussion Paper, nr. 028, European Commission.
- Blanchard, Olivier (2021), "In defence of concerns over the \$1.9 trillion relief plan", Peterson Institute for International Economics, blogginlägg, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/defense-concerns-over-19-trillion-relief-plan>, [Tillträde 15 maj 2025].
- Bohn, Henning (1998), "The behaviour of U.S. public debt and deficits", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, nr. 3, s. 949–963.
- Brändle, Thomas och Marc Elsener (2024), "Do fiscal rules matter? A survey of recent evidence", *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol. 160, nr. 11, september 2024.
- Bundesrat (2025), "Bundesrat macht Weg frei für Sondervermögen und Lockerung der Schuldenbremse", <https://www.bundesrat.de/DE/plenum/bundesrat-kompakt/25/1052/34.html?nn=4352768#top-34> [Tillträde 14 maj 2025].

Calmfors, Lars (2010), "The role of independent fiscal policy institutions", CESifo Working Paper, nr. 3367.

Calmfors, Lars (2023), "Nytt ramverk för finanspolitiken", Bilaga 7 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:92.

Calmfors, Lars, John Hassler och Anna Seim (2022), "Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik", Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi, nr. 2022:3.

Caselli, Francesca och Julian Reynaud (2020), "Do fiscal rules cause better fiscal balances? A new instrumental variable strategy", *European Journal of Political Economy*, vol. 63, juni 2020.

Chen, Can, Yu Shi, Ping Zhang och Chengri Ding (2021), "A cross-country comparison of fiscal policy responses to the Covid-19 global pandemic", *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, vol. 23, nr. 2, s. 262–273.

Cochrane, John (2022), "Fiscal histories", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 36, nr. 4, s. 125–146.

Congressional Budget Office (2025), "The long-term budget outlook: 2025 to 2055", mars 2025.

Congressional Research Service (2022), "Expiration of discretionary spending limits: frequently asked questions", <https://www.congress.gov/crs-product/R46752> [Tillträde 4 juni 2025].

Congressional Research Service (2025), "The debt limit", https://www.congress.gov/crs_external_products/IF/PDF/IF10292/IF10292.19.pdf [Tillträde 15 maj 2025].

Crivelli, Ernesto, Sanjeev Gupta, Carlos Mulas-Granados och Carolina Correa-Caro (2016), "Fragmented politics and public debt", IMF Working Paper, nr. 190 (2016), Internationella valutafonden.

Davoodi, Hamid R., Alexandra Fotiou, Paul Elger, Daniel Garcia-Macia, Xuehui Han, Andresa Lagerborg, W. Raphael Lam och Paul Medas (2022), "Fiscal rules and fiscal councils: recent trend and performance during the COVID-19 pandemic", IMF Working Paper, nr. 11 (2022), Internationella valutafonden.

de Brouwer, Gordon, Renee Fry-McKibbin och Carolyn Wilkins (2023), "An RBA fit for the future", utvärdering av Reserve Bank of Australia, Australiens regering, mars 2023.

Debrun, Xavier, Jonathan D. Ostry, Tim Willems och Charles Wyplosz (2019), "Debt sustainability", i Abbas, S. Ali, Alex Pienkowski och Kenneth Rogoff (red.), *Sovereign debt: a guide for economists and practitioners*, New York: Oxford University Press, s. 151–191.

Debrun, Xavier, Laurent Moulin, Alessandro Turrini, Joaquim Ayuso-i-Casals och Manmohan S. Kumar (2008), "Tied to the mast?", National fiscal rules in the European Union, *Economic Policy*, vol. 23, nr. 54, s. 298-362.

Edelberg, Wendy, Benjamin Harris och Louise Scheiner (2025), "Assessing the risks and costs of the rising US federal debt", Economic Studies at Brookings.

Ekonomistyrningsverket (2019), "Statens budget och de offentliga finanserna", juni 2019.

Elgin, Ceyhun, Gokce Basbug och Abdullah Yalaman (2020), "Economic policy responses to a pandemic: developing the covid-19 economic stimulus index", *Covid Economics*, nr. 3, april 2020.

Europaparlamentet (2025), "The EU framework for fiscal policies", <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/89/the-eu-framework-for-fiscal-policies> [Tillträde 15 maj 2025].

Europeiska Kommissionen (2024), "Debt sustainability monitor 2024", Institutional Papers, nr. 306, mars 2025.

Europeiska Kommissionen (2025), "Commission unveils the white paper for European defence and the ReArm Europe plan/Readiness 2030", https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/ip_25_793/IP_25_793_EN.pdf [Tillträde 15 maj 2025].

Eurostat (2019), "Stock-flow adjustment for the member states, the euro area (EA-19 and the EU-28, for the period 2015–2018)", oktober 2019.

Fall, Falilou, Debra Bloch, Jean-Marc Fournier och Peter Hoeller (2015), "Prudent debt targets and fiscal frameworks", OECD Economic Policy Paper nr. 15.

Fiscal Responsibility Act (2023). Washington DC: CRS.

Funke, Manuel, Moritz Schularick och Christoph Trebesch (2016), "Going to extremes: politics after financial crises, 1870-2014", *European Economic Review*, vol. 88, s. 227–260, september 2016.

Haut Conseil des Finances Publiques (2025), "Missions", <https://www.hcfp.fr/en/node/71> [Tillträde 8 augusti 2025].

Heimberger, Philipp (2023), "This time truly is different: The cyclical behaviour of fiscal policy during the Covid-19 crisis", *Journal of Macroeconomics*, vol. 76, nr. 103522.

Heinemann, Friedrich, Marc-Daniel Moessinger och Mustafa Yeter (2018), "Do fiscal rules constrain fiscal policy? A meta-regression analysis", *European Journal of Political Economy*, vol. 51, s. 69–92.

- Hudson, Callum, Benjamin Watson, Alexandra Baker och Ivailo Arsov (2021), "The global fiscal response to COVID-19", Reserve Bank of Australia, juni 2021.
- IMF (2003), "United States: 2003 Article IV Consultation", Staff Report, augusti 2003.
- IMF (2010), "Fiscal Monitor, November 2010: fiscal exit: from strategy to implementation", Staff Report, november 2010.
- IMF (2012), "United States: 2012 Article IV Consultation", Staff Report, augusti 2012.
- IMF (2015), "Sweden: 2015 Article IV Consultation", Staff Report, december 2015.
- IMF (2019), "France: 2019 Article IV Consultation", Staff Report, juli 2019.
- IMF (2020), "World Economic Outlook: the great lockdown", Staff Report, april 2020.
- IMF (2021), Fiscal monitor database of country fiscal measures in response to the COVID-19 pandemic.
- IMF (2022), "Fiscal Rules Dataset 1985–2021", Internationella valutafonden, januari 2022.
- IMF (2023a) "Germany: 2023 Article IV Consultation", Staff Report, juli 2023.
- IMF (2023b), "Fiscal Monitor: on the path to policy normalization", Staff Report, april 2023.
- IMF (2024a), "Sweden: 2024 Article IV Consultation", Staff Report, mars 2024.
- IMF (2024b), United States: 2024 Article IV Consultation", Staff Report, juli 2024.
- IMF (2024c), "France: 2024 Article IV Consultation", Staff Report, maj 2024.
- IMF (2024d), "Germany: 2024 Article IV Consultation", Staff Report, juni 2024.
- IMF (2025a), World Economic Outlook (april 2025).
- IMF (2025b), "Sweden: 2025 Article IV Consultation", Staff Report, april 2025.
- Leeper, Eric M. (2018), "Sweden's fiscal framework and monetary policy", *Penning- och valutapolitik*, nr. 2, s. 16–48.
- Leiner-Killinger, Nadine och Carolin Nerlich (2019), "Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions", ECB Economic Bulletin, Issue 3/2019.
- Lyhagen, Johan och Hovick Shahnazarian (2023), "Samspelet mellan finans- och penningpolitik i Sverige", Bilaga 5 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:90.
- Mauro, Paulo, Rafael Romeu, Ariel Binder och Asad Zaman (2015), "A modern history of fiscal prudence and profligacy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 76, s. 55-70.

Moshammer, Edmund (2024), "Longer-term challenges for fiscal policy in the euro area", ECB Economic Bulletin, Issue 4/2024.

Nerlich, Carolin och Wolf Heinrich Reuter (2013), "The design of national fiscal frameworks and their budgetary impact", ECB Working Paper nr. 1588.

Nordhaus, William (1975), "The political business cycle", *Review of Economic Studies*, vol. 44, s. 169–190.

OECD (2025), "Old-age dependency ratio", <https://www.oecd.org/en/data/indicators/old-age-dependency-ratio.html#:~:text=Old-age%20dependency%20ratio%20is%20the%20number%20of%20individuals,those%20aged%20between%2020%20to%2064%20years%20old.> [Tillträde 15 maj 2025].

Parker, Kim (2012), "The big generation gap at the polls is echoed in attitudes on budget tradeoffs", Pew Research Center, december 2012.

Persson, Torsten och Lars E.O. Svensson (1989), "Why a stubborn conservative would run a deficit: policy with time-inconsistent preferences", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, s. 325–345.

Programme de stabilité 2024-2027 (2024). Paris: Cabinet des finances.

Regeringskansliet (2025), "Det finanspolitiska ramverket", <https://www.regeringen.se/sveriges-regering/finansdepartementet/statens-budget/det-finanspolitiska-ramverket/> [Tillträde 5 augusti 2025]

Reinhart, Carmen M. och Kenneth S. Rogoff (2010), "From financial crash to debt crisis", NBER Working Paper, nr. 15795, National Bureau of Economic Research.

Rogoff, Kenneth S. (1990), "Equilibrium political budget cycles", *American Economic Review*, vol. 80, s. 21–36.

Rogoff, Kenneth S. och Anne Sibert (1988), "Elections and macroeconomic policy cycles", *Review of Economic Studies*, vol. 55, s. 1–16.

Semearo, João Domingues och Marien Ferdinandusse (2018), "The fiscal impact of financial sector support measures: where do we stand a decade on from the financial crisis?", ECB Economic Bulletin, Issue 6/2018.

Shukla, Sebastian (2025), "Germany's Merz wins vote to massively expand borrowing and super-charge military spending", CNN, 18 mars, <https://edition.cnn.com/2025/03/18/business/germany-merz-borrowing-military-spending-intl> [Tillträde 4 april 2025].

Sims, Christopher A. (2016), "Fiscal policy, monetary policy and central bank independence", i Esther L. George (red.), *Designing resilient monetary policy frameworks for the future*, Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 313–325.

SOU 2024:76. "Från överskottsmål till balansmål", november 2024.

U.S. Department of the Treasury (2025a), "Debt limit", <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-markets-financial-institutions-and-fiscal-service/debt-limit> [Tillträde 15 maj 2025].

U.S. Department of the Treasury (2025b), "Financial report of the United States government – fiscal year 2024", januari 2025.

U.S. Government Accountability Office (2024), "The nation's fiscal health: road map needed to adress projected unsustainable debt levels", februari 2024.

Velasco, Andrés (2000), "Debts and deficits with fragmented fiscal policymaking", *Journal of Public Economics*, vol. 76, s. 105-125.

Vie Publique (2021), "Loi organique du 28 décembre 2021 relative à la modernisation de la gestion des finances publiques", <https://www.vie-publique.fr/loi/281020-loi-28-decembre-2021-loi-modernisation-gestion-des-finances-publiques> [Tillträde 8 augusti 2025].

von Hagen, Jürgen (2006), "Fiscal rules and fiscal performance in the EU and Japan", *Monetary and Economic Studies*, vol. 24, s. 25–60, mars 2006.

Yared, Pierre (2019), "Rising government debt: causes and solutions for a decades-old trend", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, nr. 2, s. 115–140.

Appendix A – Stationaritets- och kointegrationstester

Tabell A1. ADF-test för enhetsrot i offentlig skuld och det primära sparandet, urvalsperiod 1950-2023

	PB_{t-1}		$Debt_{t-2}$		Slutsats
	ADF-test	Phillips-Perron-test	ADF-test	Phillips-Perron-test	
	H0: Slumpvandring, inga restriktioner		H0: Slumpvandring, inga restriktioner		
Sverige	-4,247*** (2 laggade differenser)	-3,153*	-2,169 (1 laggad differens)	-2,034	<ul style="list-style-type: none"> • PB_{t-1} är I(0) med ADF-testet, men svag signifikans med Phillips-Perron-testet. • $Debt_{t-2}$ är I(1).
Tyskland	-4,669*** (0 laggade differenser)	- 4,652***	-3,415 ** (1 laggad differens)	-3,008	<ul style="list-style-type: none"> • PB_{t-1} är I(0). • $Debt_{t-2}$ är I(0) med ADF-testet men inte med Phillips-Perron-testet.
Frankrike	-2,988 (2 laggade differenser)	- 4,217***	-2,580 (0 laggade differenser)	-2,582	<ul style="list-style-type: none"> • PB_{t-1} är I(1) med ADF-testet, men inte med Phillips-Perron-testet. • $Debt_{t-2}$ är I(1).
USA	-4,795*** (1 laggad differens)	-3,893**	-2,084 (0 laggade differenser)	-2,062	<ul style="list-style-type: none"> • PB_{t-1} är I(0). • $Debt_{t-2}$ är I(1).

Notera. ***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1. Laglängden för ADF-testet har valts med hjälp av AIC.

Tabell A2. ADF-test för enhetsrot i offentliga skulder och primärt sparande i första differensen, urvalsperiod 1950-2023

	ΔPB_t		$\Delta Debt_{t-1}$		Slutsats
	H0: Slumpvandring, inga restriktioner		H0: Slumpvandring, inga restriktioner		
	ADF-test	Phillips-Perron-test	ADF-test	Phillips-Perron test	
Sverige	-5,860*** (0 laggade differenser)	-5,829***	-4,983*** (0 laggade differenser)	-5,010***	<ul style="list-style-type: none"> ΔPB_t är I(0). $\Delta Debt_{t-1}$ är I(0).
Tyskland	-8,345*** (1 laggad differens)	-10,960***	-6,207 *** (0 laggade differenser)	-6,160***	<ul style="list-style-type: none"> ΔPB_t är I(0). $\Delta Debt_{t-1}$ är I(0).
Frankrike	-9,443*** (1 laggad differens)	-10,345***	-8,005*** (0 laggade differenser)	-8,002***	<ul style="list-style-type: none"> ΔPB_t är I(0). $\Delta Debt_{t-1}$ är I(0).
USA	-5,941*** (3 laggade differenser)	-8,118***	-7,594*** (0 laggade differenser)	-7,570***	<ul style="list-style-type: none"> ΔPB_t är I(0). $\Delta Debt_{t-1}$ är I(0).

Notera. ***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1. Laglängden för ADF-testet har valts med hjälp av AIC.

Tabell A3. ADF-test för enhetsrot i utgiftsgapet och BNP-gapet, urvalsperiod 1950-2023

	GG_t		YG_t		Slutsats
	H0: Slumpvandring, inga restriktioner		H0: Slumpvandring, inga restriktioner		
	ADF-test	Phillips-Perron-test	ADF-test	Phillips-Perron test	
Sverige	-6,179*** (3 laggade differenser)	-6,513***	-4,702*** (3 laggade differenser)	-5,069***	<ul style="list-style-type: none"> GG_t är I(0). YG_t är I(0).
Tyskland	-7,807*** (2 laggade differenser)	-8,709***	-5,974 *** (3 laggade differenser)	-6,667***	<ul style="list-style-type: none"> GG_t är I(0). YG_t är I(0).
Frankrike	-6,132*** (3 laggade differenser)	-8,675***	-5,014*** (0 laggade differenser)	-4,999***	<ul style="list-style-type: none"> GG_t är I(0). YG_t är I(0).
USA	-6,737*** (3 laggade differenser)	-6,223***	-5,696*** (2 laggade differenser)	-5,506***	<ul style="list-style-type: none"> GG_t är I(0). YG_t är I(0).

Notera. ***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1. Laglängden för ADF-testet har valts med hjälp av AIC.

Tabell A4. ADF-test för enhetsrot i inflationstakten och den implicita räntan, urvalsperiod 1950-2023

	$\Delta infl_t$		$\Delta reff_t$		Slutsats
	H0: Slumpvandring, inga restriktioner				
	ADF-test	Phillips-Perron-test	ADF-test	Phillips-Perron test	
Sverige	-6,819*** (3 laggade differenser)	-11,897***	-7,688*** (0 laggade differenser)	-7,703***	<ul style="list-style-type: none"> $infl_t$ är I(0). $reff_t$ är I(0).
Tyskland	-6,924*** (3 laggade differenser)	-26,658***	-5,811*** (3 laggade differenser)	-10,643***	<ul style="list-style-type: none"> $infl_t$ är I(0). $reff_t$ är I(0).
Frankrike	-6,635*** (2 laggade differenser)	-12,002***	-5,619*** (3 laggade differenser)	-8,041***	<ul style="list-style-type: none"> $infl_t$ är I(0). $reff_t$ är I(0).
USA	-6,697*** (3 laggade differenser)	-8,465***	-5,583*** (0 laggade differenser)	-5,563***	<ul style="list-style-type: none"> $infl_t$ är I(0). $reff_t$ är I(0).

Notera. ***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1. Laglängden för ADF-testet har valts med hjälp av AIC.

Tabell A5. Test för kointegration mellan PB_{t-1} och $Debt_{t-2}$, urvalsperiod 1952-2022

	Engle-Granger-test		Johansen-test	Slutsats
	Med ADF	Med Phillips-Perron		
Sverige	-4,203*** (2 laggade differenser)	-3,176*	Rank 1, trace-statistik 3,6027	Kointegrerad.
Tyskland	-4,651*** (0 laggade differenser)	-4,634***	Rank 1, trace-statistik 0,0938	Kointegrerad.
Frankrike	-4,786*** (1 laggad differens)	-4,881***	Rank 1, trace-statistik 2,2063	Kointegrerad.
Förenata staterna	-4,373*** (1 laggad differens)	-3,601**	Rank 1, trace-statistik 0,0341	Kointegrerad.

Notera. ***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1. Laglängden för ADF-testet har valts med hjälp av AIC.

Appendix B – Data

I tabell B1 nedan presenteras datakällor och transformationer för varje variabel som används i vår finanspolitiska reaktionsfunktion. Dessa följer nära dem i Berti m.fl. (2016), som en stor del av vår metod bygger på.

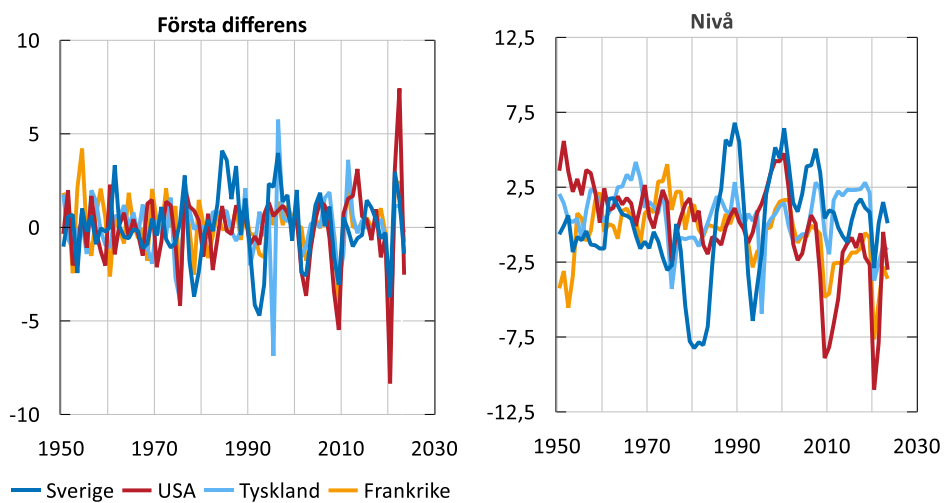
PFMH-datasetet (Public Finances in Modern History) avser 2024 års version. Valet mellan 2024 och 2025 års version spelar ingen roll för de flesta av våra variabler, eftersom revideringarna främst gäller senare år och vi inte använder några PFMH-data efter 2001. Undantaget är tidsserierna för amerikanska primära utgifter och primärt sparande. I 2024 års version av PFMH-datasetet finns det ett stort hopp i såväl primära utgifter som intäkter mellan 1959 och 1960 på grund av att man byter datakälla mellan de två åren. Eftersom källbytet gäller både utgifter och inkomster finns det dock inget hopp i serien för det primära sparandet. I 2025 års version av PFMH-datasetet har däremot amerikanska primära utgifter för 1929-2000 reviderats avsevärt för att säkerställa att uppgifterna överensstämmer med Federal Reserve Economic Data (FRED). Denna revidering tog bort hoppet i statens primära utgifter men inte i primära intäkter, vilket resulterar i ett hopp i det primära sparandet. Eftersom primärt sparande är en nyckelvariabel i vår analys och samstämmighet med FRED är av mindre betydelse för oss har vi valt att använda 2024 års version av PFMH-datasetet.

Tabell B1. Datakällor och omvandlingar

	Källor	Omvandling
Primärbalans (% av BNP)	IMF:s Public Finances in Modern History (PFMH) och AMECO	För varje land har AMECO-serien förlängts bakåt från 1995 med hjälp av årliga förändringar i PFMH-serien.
Offentlig skuld (% av BNP)	PFMH och AMECO	För varje land har AMECO-serien förlängts bakåt från 1995 med hjälp av årliga förändringar i PFMH-serien.
Utgiftsgap (GG)	PFMH och AMECO	Först skapar vi en serie för offentliga utgifter för varje land genom att förlänga AMECO-serien bakåt från 1995 med hjälp av årliga förändringar i PFMH-serien. Sedan skattar vi en trend i de länkade serierna med hjälp av ett Hodrick-Prescott-filter. Den slutliga serien skapas genom att subtrahera trenden från den faktiska serien.
Produktionsgap (YG)	AMECO och Maddison Project-databasen för 2023	För varje land erhålls serien för produktionsgapet genom att AMECO:s mått på produktionsgapet förlängs bakåt med hjälp av årliga förändringar i vårt eget mått på produktionsgapet. Vårt eget mått härleds på följande sätt: Först hämtar vi historiska BNP-data för varje land från Maddison Project Database. Sedan skattar vi en trend i serien med hjälp av ett Hodrick-Prescott-filter. Sedan subtraherar vi trenden från den faktiska serien. Slutligen kopplas AMECO-måttet och vårt eget mått samman vid den närmaste punkten mellan de två serierna inom fem år från starten av AMECO-serien.
Inflationstakt	AMECO och Reinhart och Rogoff (2010) dataset (tillgängligt på: https://carmenreinhart.com/data/)	För varje land har AMECO-serien förlängts bakåt från 2001 med hjälp av Reinhart och Rogoffs serie. Inflationen uttrycks i första differenser för att säkerställa stationäritet.
Implicit ränta	AMECO, PFMH och IMF:s Global Debt Database	För varje land erhålls den implicita ränteserien genom att AMECO-serien förlängs bakåt från 1996 med hjälp av årliga förändringar i vårt eget mått. Vårt eget mått härleds på följande sätt: Först hämtar vi historiska uppgifter om offentlig skuld som andel av BNP, samt räntebetalningar på skulden som andel av BNP, från PFMH-databasen. Vi hämtar också BNP-data i löpande priser från Global Debt Database och konstruerar ett BNP-värde för år 1949 med hjälp av den reala BNP-tillväxttakten från PFMH-databasen. Sedan multiplicerar vi serierna för skulder och räntebetalningar med BNP-serierna. Slutligen beräknar vi den implicita ränteserien genom att dividera varje räntebetalningsvärde med skuldvärdet från föregående år. Den implicita räntan uttrycks i första differenser för att säkerställa stationäritet.

Figur B1. Primärt sparande i första differens och nivå

Procent av BNP

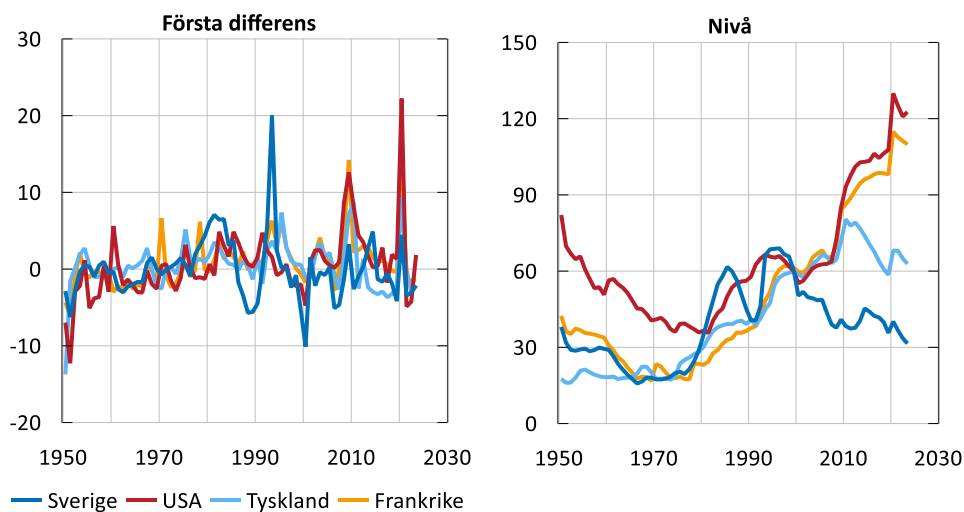


Anm. Se tabell B1 för detaljer om transformationer.

Källor: AMECO, IMF och egna beräkningar.

Figur B2. Offentlig skuld i första differens och nivå

Procent av BNP

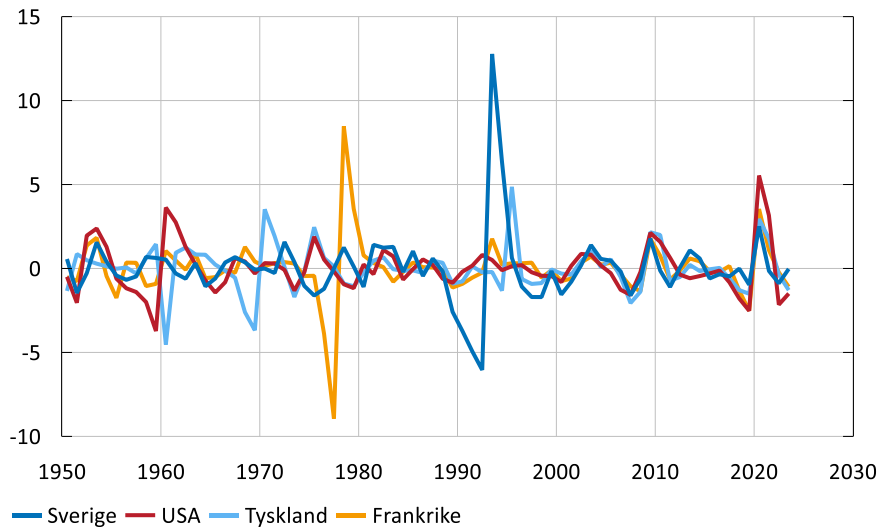


Anm. Se tabell B1 för detaljer om transformationer.

Källor: AMECO, IMF och egna beräkningar.

Figur B3. Utgiftsgap

Procent av BNP

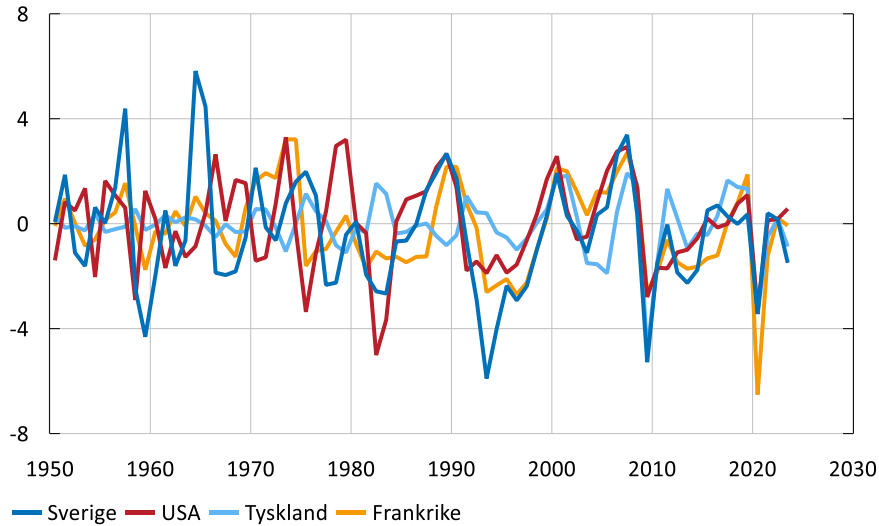


Anm. Se tabell B1 för detaljer om transformationer.

Källor: AMECO, IMF och egna beräkningar.

Figur B4. BNP-gap

Procent av BNP

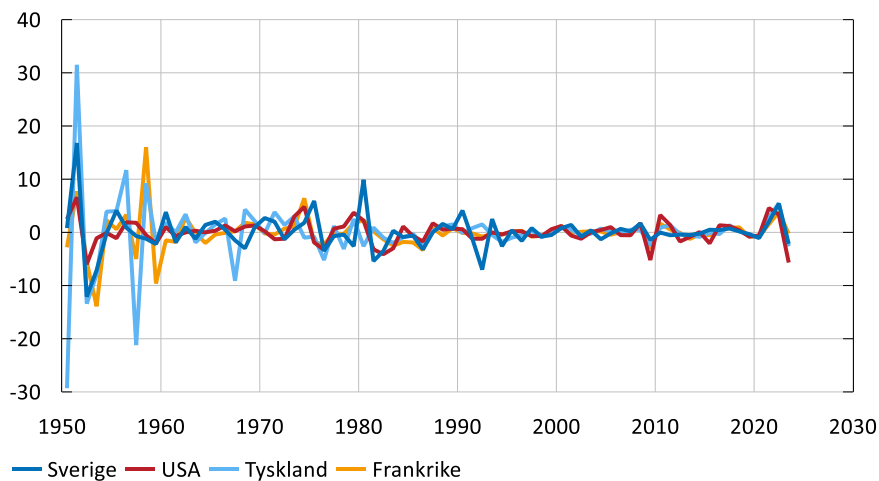


Anm. Se tabell B1 för detaljer om transformationer.

Källor: AMECO, Maddison Project-databasen 2023 och egna beräkningar.

Figur B5. Inflationstakt

Årlig procentuell förändring, första differensen

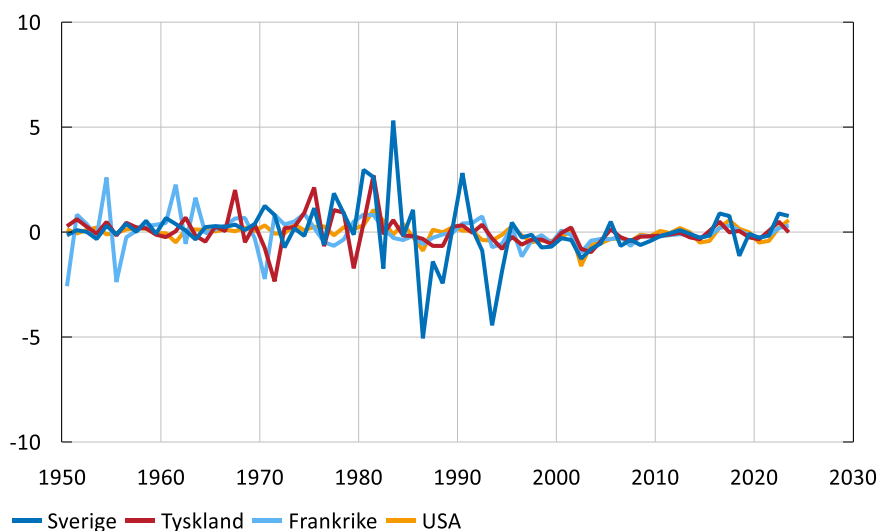


Anm. Se tabell B1 för detaljer om transformationer.

Källor: AMECO, Reinhart och Rogoff (2010) samt egna beräkningar.

Figur B6. Implicit ränta

Procent, första differensen



Anm. Se tabell B1 för detaljer om transformationer.

Källor: AMECO, IMF och egna beräkningar.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK

ISSN 2000-978X