

ANFÖRANDE

DATUM: 2026-06-04
TALARE: Riksbankschef Erik Thedéen
PLATS: Nationalekonomiska Föreningens årsmöte vid
Handelsbanken, Stockholm
TID: 12:00
HANTERINGSKLASS: Ö P P E N

Om Riksbankens höga tröskel för värdepappersköp*

Tack för inbjudan! De här träffarna brukar vara ett bra tillfälle att ta en paus från det dagsaktuella och diskutera lite mer akademiska och principiella frågor som har med Riksbanken och penningpolitiken att göra. Det kommer jag att göra även i dag.

Det händer oundvikligen att man ibland blir överraskad över hur ekonomin utvecklas. Det gäller även centralbanker, som ändå lägger ner stor möda på att försöka förutsäga vad som kommer att hända. Det kanske tydligaste exemplet under de senaste åren var när inflationen steg mycket kraftigt över hela världen. Men även perioden dessförinnan – som möjligen börjar falla lite i glömska efter allt som har hänt – var i viss mån överraskande. Då var det i stället under lång tid svårt att få *upp* inflationen till målet. Styrräntorna sänktes därför till mycket låga nivåer och många centralbanker behövde börja bedriva penningpolitik med andra, mer okonventionella metoder.

Jag tänkte fokusera på en av de åtgärderna, nämligen värdepappersköpen, eller de så kallade kvantitativa lättnaderna. Ett skäl till det är att Riksbanken i december förra året i allt väsentligt avslutade försäljningen av de värdepapper

* Jag vill tacka Mikael Apel, Anton Johnsson och Frida Widholm för hjälp med talet och presentationen, Jakob Almerud, Marianna Blix Grimaldi, Aino Bunge, Carl Andreas Claussen, Charlotta Edler, Marie Hesselman, Göran Hjelm, Caroline Jungner, Anders Kvist, Stefan Laséen, Henrik Lundvall, Åsa Olli Segendorf, Anna Seim, Ulf Söderström och David Vestin för värdefulla synpunkter samt Elizabeth Nilsson för översättningen till engelska.

som vi tidigare hade köpt.¹ Vår balansräkning är nu tillbaka på en mer normal storlek, efter en lyckad och friktionsfri avveckling. Vid mitt anförande här på Nationalekonomiska Föreningen 2023 konstaterade jag dessutom att det behövdes mer analys av värdepappersköpens konsekvenser.² Det har nu gått några år och det har hunnit publiceras en del forskning om den politik som centralbankerna bedrev. Det kan därför vara ett bra läge att försöka sammanfatta kunskapsläget idag och en del av de slutsatser vi har dragit av de erfarenheter vi fått – kort sagt att göra ett sorts bokslut.

Fokus på värdepappersköp som penningpolitiskt instrument

Det kan kanske tyckas lite märkligt att diskutera detta ämne i dag, när styrräntorna är tillbaka på mer normala nivåer och man i flera länder snarast har problem med att få inflationen tillbaka *ner* till målet. Styrräntan är alltså återigen centralbankernas huvudsakliga verktyg – vi är på det sättet tillbaka till ”business as usual”. Men lika lite som vi förutsåg den långa perioden med mycket låg inflation och låga styrräntor kan vi veta hur läget kommer att vara om, säg, tio år. Och det är i just forum som Nationalekonomiska Föreningen som det finns skäl att lyfta den typen av mer långsiktiga och principiella frågor.

Jag skulle vilja börja med en avgränsning. Jag kommer att skilja på åtgärder som gjordes i mer traditionellt penningpolitiskt syfte för att få upp inflationen och de som gjordes för att förhindra en kris. Exempelvis köpte Riksbanken olika typer av värdepapper för att stabilisera de finansiella marknaderna i samband med coronapandemins akuta fas i början av 2020. Dessa åtgärder kommer jag inte att diskutera. När en kris hotar så tar man till vad man har, men under en förhållandevis begränsad tid. Att köpa värdepapper i kristider för att stabilisera marknader upplevs oftast inte heller som lika kontroversiellt som att göra det när det inte är någon kris.³ Jag kommer alltså att avgränsa mig till ”vanlig” – men okonventionell – penningpolitik. Uttryckt i medicinska termer kommer jag att ta upp politik som bedrivs vid ”kroniska tillstånd” men inte ”akuta skador”.

För svensk del innebär det perioderna mellan 2015 och 2019 och från ungefär slutet av 2020 till slutet av 2021. Under den första perioden var det uttalade syftet

¹ Riksbanken beslutade i november 2024 att på sikt upprätthålla ett innehav med ett riktvärde för omfånget på nominellt 20 miljarder kronor – inom ett intervall på 18–22 miljarder kronor – för att bibehålla en god operativ förmåga att snabbt kunna handla med statsobligationer om det skulle behövas. Riksbanken har också ett visst innehav av reala statsobligationer som vi fortsätter att avveckla.

² Thedéen (2023).

³ Man bör dock vara medveten om risken för så kallad ”moral hazard”. Om marknadsaktörerna räknar med att centralbanken alltid kliver in och stöttar marknaden så fort det uppstår ett stressat läge, så finns incitament att ta mer risk i förväg.

med värdepappersköpen att stimulera ekonomin och få upp inflationen till målet. Under den andra perioden utökades värdepappersköpen och fick ett större inslag av breda stimulansåtgärder i samband med Coronapandemin klingade av.⁴

Oklart hur det normala ränteläget kommer att utvecklas

Trots att det har gått ett antal år diskuterar man inom forskningen fortfarande många av de frågor som väcktes i samband med låginflations- och lågränteperioden. Den kanske allra mest centrala diskussionen gäller vad som kommer att hända med det allmänna ränteläget framöver. Ett skäl till att styrräntorna var så låga under flera år – och att centralbankerna började köpa värdepapper – var att det man kallar den neutrala räntan var historiskt låg världen över.⁵ Den neutrala räntan är den ränta som gör att penningpolitiken varken är stimulerande eller åtstramande, det vill säga räntan i en sorts normalläge. För enkelhets skull kommer jag fortsättningsvis att prata om ”det normala ränteläget”. Det fångar ganska väl vad det i grunden handlar om.

Vad som är ett normalt ränteläge ligger i allt väsentligt utanför centralbankernas kontroll. Det bestäms av mer djupgående strukturella drivkrafter, som benägenheten att spara i världen i förhållande till benägenheten att investera.

Det finns för närvarande två läger inom forskningen. Ett menar att det normala ränteläget har stigit sedan pandemin och kommer att fortsätta ligga högre än när det var som lägst på 2010-talet. Om så skulle vara fallet minskar sannolikheten att styrräntan återigen behöver sänkas till mycket låga nivåer och att centralbankerna behöver ta till andra åtgärder, som värdepappersköp. Det andra lägret menar att de krafter som tidigare pressade ner ränteläget fortfarande är starka. Om ränteläget har stigit är det därför inte säkert att det blir varaktigt. Det finns alltså ingen konsensus, vilket det i och för sig sällan gör i den här typen av frågor.⁶

Låt oss anta att vi inte kan utesluta att vi i någon gång framöver återigen kommer att hamna i en situation med ett mycket lågt globalt normalt ränteläge. Då behöver vi ha en uppfattning om väl hur värdepappersköpen, eller de så kallade kvantitativa lättnaderna, som centralbankerna genomförde förra gången fungerade och vilka för- och nackdelar de hade. Forskningen har nu haft några år

⁴ Flodén (2022) och Ravn och Wilkins (2026) gör ungefär samma periodindelning.

⁵ Andra begrepp med ungefär samma betydelse är naturlig ränta eller r^* (eller r -star).

⁶ Se bl.a. Schnabel (2023) för en diskussion om hur ökade investeringsbehov, geopolitisk fragmentering och större offentliga underskott kan bidra till ett högre långsiktigt reallränteläge än tidigare. Se även Rogoff (2023). Christensen och Mouabbi (2025) finner empiriskt stöd för att r^* har ökat i euroområdet. Exempelvis Blanchard (2023) och Obstfeld (2023) menar att en varaktig uppgång i det normala ränteläget inte är given.

på sig att utvärdera dem och jag tänkte gå igenom hur jag tolkar kunskapsläget idag. Jag kommer också att göra några personliga reflektioner om vad jag tycker är de viktigaste lärdomarna, väl medveten om att det är just mina personliga bedömningar och att andra kan ha en annan uppfattning.

Kvantitativa lättnader verkar genom olika kanaler

Låt mig för enkelhets skull i fortsättningen använda den ganska etablerade termen QE för värdepappersköp eller kvantitativa lättnader – den engelska förkortningen för "quantitative easing".

QE fungerar i teorin genom flera olika kanaler.⁷ En sådan är portföljbalanskanalen: genom att köpa obligationer driver centralbanken ner de långa räntorna och riskpremierna, vilket får investerare att omfördela sina portföljer mot mer riskfyllda tillgångar. Det pressar ner riskpremier brett i ekonomin, driver upp tillgångspriser och gör det billigare att låna och mer attraktivt att investera, vilket i sin tur kan stimulera ekonomin. Stigande tillgångsvärden innebär också att värdet ökar på de säkerheter som hushåll och företag kan behöva ställa för att få kredit, vilket underlättar deras upplåning. I krislägen kan köpen dessutom stärka bankernas finansiella ställning och vilja att låna ut.

Högre tillgångspriser ökar också hushållens förmögenhet och kan uppmuntra till mer konsumtion. Om QE resulterar i lägre räntor i relativt omvärlden tenderar dessutom att försvaga valutan vilket gynnar exporten och bidrar till högre inflation, dels genom ökad aggregerad efterfrågan, dels genom högre importpriser.

Slutligen finns en signaleringskanal. Genom att göra omfattande obligationsköp signalerar centralbanken att den planerar hålla penningpolitiken expansiv under en längre tid.⁸ Marknaden tolkar in denna signal i sina förväntningar om framtida räntor, vilket via förväntningshypotesen om räntestrukturen pressar ned långa räntor redan i dag. Ett konkret exempel på hur signaleringen kan verka är att marknadsaktörer räknar med att centralbanken inte kommer att höja styrräntan så länge QE-programmet pågår.

⁷ För en mer detaljerad genomgång, se Andersson m.fl. (2022).

⁸ Se t.ex. Bernanke (2020), som argumenterar för att detta är en av QE:s viktigaste transmissionsmekanismer.

Mer empirisk forskning om QE har publicerats

Det är den teoretiska biten. Vad säger då den empiriska forskningen om effekterna av QE, så här efter några år? Min tolkning är att den sammantaget pekar på att QE har tydliga och välbelagda effekter på finansiella variabler – priser på obligationer, aktier, fastigheter och andra tillgångar stiger – men att effekterna på BNP och inflation är lite mer osäkra och beror på omständigheterna.⁹

De tidiga studierna, som ofta baseras på eventstudier av de första QE-programmen under finanskrisen, tenderade att vara relativt optimistiska. Senare forskning har gett en mer nyanserad bild: effekterna på realekonomin tycks vara starkast när QE används som ett akut krisverktyg i lägen med dysfunktionella marknader, och svagare när det används under mer normala förhållanden vid den nedre gränsen för styrräntan.¹⁰ Det finns också indikationer på att effekterna kan avta över tid när marknaden vant sig vid centralbankens närvaro som köpare. Man skulle kunna sammanfatta detta som att QE fungerar – men under mer begränsade omständigheter än vad de tidiga studierna antydde, och med effekter på inflationen och realekonomin som är svårare att belägga empiriskt än effekterna på finansiella priser.

När det gäller Sverige har jag tagit särskilt intryck av en analys av min tidigare kollega i direktionen Martin Flodén (2022). Hans genomgång tyder på att köpen av statsobligationer fram till pandemin ledde till att räntorna på statsobligationer längs hela avkastningskurvan föll med minst 30 baspunkter. Denna effekt är låg i förhållande till köpens omfattning och det finns inte några tydliga tecken på att Riksbankens köp av statsobligationer under 2015–2019 sänkte hushållens och företagens finansieringskostnader. Mer specifikt väcker han frågor kring hur viktig portföljbalanskanalen är i Sverige. Tanken med kanalen är att när centralbanken köper statsobligationer minskar utbudet på marknaden, vilket tvingar investerare att söka sig till andra värdepapper — exempelvis säkerställda obligationer och företagsobligationer. Det pressar ner räntorna även på dessa. Då sjunker

⁹ Bhattarai och Neely (2022) ger i en bred genomgång av litteraturen stöd för att okonventionell penningpolitik påverkade tillgångspriser och finansiella variabler i önskad riktning, och att kalibrerade modeller antyder positiva makroekonomiska effekter – om än med reservation för att dessa primärt identifieras via modellbaserade analyser snarare än direkt empirisk identifikation. Andersson m.fl. (2022) menar värdepappersköp visserligen bidrar till en mer expansiv penningpolitik även i mer normala tider, men att det finns utrymme för olika synsätt om hur köpen fungerar, och vad de har haft för makroekonomiska effekter.

¹⁰ Fabo m.fl. (2021) finner att effekterna i genomsnitt skattas som större i studier producerade av centralbanker än i oberoende akademiska studier, vilket antyder att de makroekonomiska effekterna kan vara mer osäkra än den tidiga litteraturen indikerade. Bhattarai och Neely (2022) rekommenderar trots sina relativt positiva slutsatser att okonventionell penningpolitik reserveras för kriser och/eller när den nedre gränsen för styrräntan begränsar konventionell penningpolitik.

bankernas och företagens finansieringskostnader, och i förlängningen blir det billigare att låna för hushåll och företag.

Flodén menar att denna kedja bröts redan i ett tidigt led i Sverige. Visserligen föll räntorna på statsobligationer, men räntorna på säkerställda obligationer – bankernas viktigaste finansieringskälla för bolån – föll inte i motsvarande mån. Det borde de ha gjort om portföljbalanskanalen fungerat väl. Dessutom lånar svenska hushåll och många företag primärt till rörliga räntor med korta bindningstider, vilket gör dem mer känsliga för styrräntan än för långa obligationsräntor. Även om portföljbalanskanalen hade fungerat och pressat ner längre räntor hade genomslaget på hushållens och företagens faktiska lånekostnader därför sannolikt varit begränsat.

Flodén menar också att Riksbankens köp var viktiga under coronakrisen och bidrog till att finansmarknaderna åter började fungera, att ekonomin återhämtade sig snabbt och att en utdragen lågkonjunktur kunde undvikas. Däremot är han tveksam till att Riksbanken senare utökade och förlängde köpprogrammet i ett läge där ekonomin återhämtade sig snabbt och finansmarknaderna åter fungerade.

Flodén finner alltså lite stöd för att köpen påverkade hushållens och företagens finansieringskostnader via räntekanalerna. Både teorier och den empiriska forskningen om QE fokuserar i betydande grad på stora ekonomier, särskilt USA. Att köpen i Sverige haft delvis andra effekter än de förväntade kan ha att göra med att vi är ett litet land vars kapitalmarknader i stor utsträckning påverkas av internationella aktörer. Portföljbalanskanalen kan förstås också fungera på annat sätt än via räntorna på banklån. Sett över hela perioden 2015–2021 visar data från de svenska finansräkenskaperna att utländska investerare sålde en betydande andel av de statsobligationer, kommunobligationer och säkerställda obligationer som Riksbanken köpte.¹¹

Under samma period viktade därmed utländska investerare om sin portfölj av svenska tillgångar, bort från obligationer utgivna av stat och banker, i riktning mot mer riskfyllda tillgångar som företagsobligationer men också aktier, utgivna av svenska icke-finansiella företag, bland annat fastighetsföretag. Det går inte att besvara frågan om hur stor del av som detta var ett direkt resultat av portföljsubstitution till följd av Riksbankens värdepappersköp och hur stor del som var resultatet av en allmän jakt på avkastning i en global lågräntenivå, det som kallats ”hunt for yield”.

¹¹ Beechey Österholm (2022).

Ny forskning tyder också på att QE:s växelkurskanal kan ha spelat en viktigare roll än vad man tidigare trott.¹² Resultaten indikerar att Riksbankens QE och kommunikationen kring den under 2015 och åren därefter bidrog till att räntorna på svenska statspapper blev lägre och till att kronans växelkurs blev svagare, jämfört med om Riksbanken aldrig hade sjösatt QE. Det är rimligt att anta att de lägre räntorna, via det så kallad ränteparitetssambandet, påverkade kronans växelkurs så att den blev svagare. Men QE kan ha påverkat växelkursen även via andra mekanismer, exempelvis via kapitalflöden som drivs av fluktuerande riskpremier och olika placeringsstrategier på valutamarknaden.¹³ En svagare växelkurs stimulerar inflation och produktion.

En reflektion man nog bör göra i detta sammanhang är att växelkursen också kan påverkas av strukturella faktorer som har ganska lite med penningpolitiken att göra. Växelkursrörelser har visat sig vara erkänt svåra att prognostisera. QE:s växelkurskanal verkar därmed i praktiken tillsammans med en mängd andra faktorer, som kan dominera under långa perioder och motverka växelkursens genomslag.¹⁴

Signaleringskanalen har omvärderats

En erfarenhet är också att QE:s signaleringskanal har fått omvärderas en del. Man skulle kortfattat kunna säga att signaleringskanalen är teoretiskt elegant men empiriskt bräcklig. Idén är att QE-program kommunicerar ett implicit åtagande om att korträntan förblir låg under lång tid. Enligt förväntningshypotesen speglar långa räntor förväntade framtida korträntor, vilket innebär att en QE skickar en signal om att korträntorna kommer att bli låga framöver som direkt pressar ner långa räntor – utan att centralbanken för den skull behöver göra alltför omfattande köp.¹⁵

Signaleringskanalen kräver att centralbanken genom QE kommunicerar ett tillräckligt tydligt och specifikt åtagande om den framtida räntebanan. Den kräver

¹² Kolasa m.fl. (2025) och Laséen och Lindé (2025).

¹³ En teori för hur riskpremier på valutamarknaden påverkar växelkursen beskrivs i Itskhoki och Mukhin (2021). Se även "Kronan kommer att stärkas på sikt", fördjupning i PPR september 2023.

¹⁴ En annan reflektion är att om växelkursen är central så borde ett alternativ kunna vara att i stället påverka denna direkt via valutainterventioner. Kolasa m.fl. (2025) noterar att en valutaintervention ger mycket snarlika effekter som QE (i frånvaro av friktioner på valutamarknaden).

¹⁵ Flodén (2022) betonar en lite annan signaleringsmekanism för svensk del. Under 2013 och 2014 blev det allt vanligare att olika aktörer i den svenska debatten undrade om Riksbanken lade tillräcklig vikt vid att få upp inflationen mot tvåprocentmålet. Flodén menar att kombinationen av tillgångsköp och negativ styrränta framstod som mycket kraftfull, och ändrade bilden av Riksbankens prioriteringar. Det signalerade att Riksbanken var beredd att ta till alla medel ("whatever it takes") för att slå vakt om inflationsmålet's trovärdighet. Han frågar sig också varför marknadsaktörerna skulle lita mer på centralbankens kommunikation om framtida tillgångsköp än på deras kommunikation om framtida räntebeslut.

också att marknaden tror att åtagandet verkligen håller. Den första förutsättningen har centralbanker haft blandad framgång med – QE-program har typiskt kommunicerats i termer av volymer och tidsramar, vilket gör det svårt för marknaden att utläsa vad programmet egentligen signalerar om den framtida räntebanan.

Det andra villkoret undergrävs av tidskonsistensproblemet: om centralbanken avviker från det implicita löftet när förhållandena ändras lär sig marknaden att neddiskontera signalen redan från start. Det var vad som skedde när inflationen steg kraftigt 2021–2022 och centralbankerna höjde räntorna snabbt och kraftigt. Detta är alltså inte bara ett teoretiskt problem utan har materialiserat sig i praktiken. Räntehöjningarna visade att signaleringskanalens premisser om en utdragen period av låga räntor inte höll när förhållandena förändrades. De stora räntehöjningarna innebar också betydande förluster på centralbankernas obligationsinnehav, eftersom obligationspriserna föll när räntorna steg. Jag ska prata mer om detta senare.

Så långt om de *avsedda* effekterna av QE. Forskning och praktiska erfarenheter tyder också på att QE:s *sidoeffekter* kan behöva beaktas i större utsträckning än vad man kanske tidigare räknade med. Det handlar dels om effekter som var kända redan från början, dels om sådana som kanske inte förutsågs – i varje fall inte fullt ut. Jag kommer att diskutera några av dessa sidoeffekter och vad de senaste årens forskning har kommit fram till.

Stora värdepappersköp kan försämra marknads funktionssätt

Vissa av de mer uppenbart negativa sidoeffekterna är att QE kan skapa störningar på de marknader som är centrala för statens och bankernas lånefinansiering, och som är en förutsättning för att QE ska fungera.

Ett konkret uttryck för hur detta kan gå till ges i en empirisk studie på svenska data.¹⁶ Den visar att Riksbankens obligationsköp initialt förbättrade likviditeten på statsobligationsmarknaden. Men en knapphetseffekt tog successivt över i takt med att Riksbankens innehav växte: med färre obligationer tillgängliga för privata aktörer försämrades marknads djup och prissättningsförmåga.

Detta betecknas ofta som materialbrist och kan skapa en rad samverkande problem. Spreadarna mellan köp- och säljkurser kan vidgas, kursvolatiliteten öka och handelsvolymen falla. Det blir dyrare att köpa och sälja obligationer och

¹⁶ Blix Grimaldi, Crosta och Zhang (2026).

marknadsgaranter drar sig tillbaka när det finns för lite att handla med. Repomarknaden – det vill säga marknaden för kortfristig upplåning mot säkerhet i värdepapper – störs också när tillgången på statsobligationer som säkerhet minskar. Det försvårar kortfristig likviditetshandling för banker och andra finansiella aktörer.

Statsobligationsräntor är ju också den riskfria räntan på olika löptider och ligger därmed indirekt till grund för en stor mängd andra finansiella kontrakt, som bolån, företagsobligationer och derivat. Även för andra tillgångar som aktier och fastigheter är den riskfria räntan en central referenspunkt, eftersom den ingår i de avkastningskrav som marknadsaktörerna använder när framtida kassaflöden från tillgångarna ska nuvärdesberäknas och marknadspriser. Mer generellt – och inte specifikt dokumenterat för Sverige – kan störningar i statsobligationsmarknadens prissättning därmed riskera att sprida sig till hela det finansiella systemet, så att riskfyllda tillgångar övervärderas baserat på att den riskfria avkastningskurvan är ”dopad”. Kapitalallokeringen blir då ineffektiv och i ett läge med redan stigande tillgångspriser och en oro för att övervärderingar så ökar risken för framtida priskorrigeringar, eventuellt med kraftiga värdefall. I ett dåligt scenario kan alltså effekterna av QE på tillgångsvärderingar bli extra problematiska.

Ett ytterligare potentiellt problem, som också är av mer generell karaktär, är att både centralbanken och det politiska systemet på sikt kan förlora viktig information. En fungerande obligationsmarknad aggregerar kontinuerligt marknadsaktörernas förväntningar om framtida inflation, tillväxt, offentligt sparande och centralbankens räntebana. Centralbanken använder denna information för att utforma sin politik. Om marknadsfunktionssätt försämras tillräckligt mycket kan räntekurvan i den meningen sluta vara informativ, så att det blir svårare för centralbanken att bedöma hur väl avvägd penningpolitiken är.¹⁷

På motsvarande sätt kan marknads signaler om finanspolitikens långsiktiga hållbarhet försvagas om långa räntor alltmer påverkas av QE. På en fungerande obligationsmarknad stiger räntorna på statsobligationer om underskotten och den offentliga skulden riskerar att bli alltför stora. Högre räntor skapar i sin tur incitament för de politiska beslutsfattarna att minska budgetunderskotten och reparera trovärdigheten. På engelska brukar man använda uttrycket ”bond market vigilance” om denna korrigerande mekanism. Om QE bidrar till att den

¹⁷ QE kan även störa marknaden på andra sätt. Blix Grimaldi, Schneider och Vestin (2026) visar att knappheten på statsobligationer till följd av Riksbankens köp drev upp efterfrågan på Riksgäldens värdepappersutlåningsfacilitet (SLF), via vilken primärhandlare kan låna statsobligationer tillfälligt. Detta pressade repomarknadsräntan ner mot SLF-räntans nivå, där den fastnade som ett golv – under vad styrräntan motiverade. Samma mekanism noteras av Erikson (2021).

mekanismen försvagas finns en risk att centralbankens agerande i förlängningen leder till stigande statsskulder och alltmer ohållbara statsfinanser.

Det är värt att notera att de här problemen främst uppstår när QE används under lång tid och inte primärt som ett krisinstrument, alltså för att försöka bota ett "kroniskt tillstånd" och inte en "akut skada", för att använda min tidigare liknelse. I ett akut krisläge – när marknaderna redan är dysfunktionella och prissättningen allvarligt hämmad – är bilden en annan. Centralbanken kan då återställa en marknad som redan har slutat fungera snarare än att försämra funktionen hos en marknad som i grunden fungerar väl.

Risk att fastna med ett stort värdepappersinnehav

Det finns även en annan negativ sidoeffekt av QE med koppling till obligationsmarknaden: att centralbanken kan få svårt att avveckla det värdepappersinnehav den har byggt upp. Om centralbanken ökar sitt innehav vid varje QE utan att avveckla däremellan så blir den till slut fast med en mycket stor stock. Det har vi lyckats undvika i Sverige. Vi har följt en konsekvent avvecklingsstrategi från 2022 och framåt, och bantningen av innehavet har, som jag noterade tidigare, gått både snabbt och smidigt.

Så har det inte varit i alla länder. I exempelvis USA har den stora värdepappersstock som Federal Reserve ackumulerat under QE-politiken blivit föremål för en ganska intensiv debatt. Kritiker menar att Fed har målat in sig i ett hörn, bland annat genom att marknaden har blivit beroende av den likviditet som värdepappersköpen har skapat.¹⁸ Varje försök att krympa balansräkningen riskerar att utlösa störningar på marknaden. Det så kallade "taper tantrum" 2013 – när enbart signalering om framtida nedtrappning av Feds köp utlöste kraftiga ränterörelser utan att en enda obligation hade sålts – illustrerar hur känslig marknaden kan bli för signaler om att centralbanksstödet ska minska. Det finns därmed en asymmetri inbyggd i QE som instrument. Det är lättare att sjösätta ett program än att avveckla det, och ju längre och mer omfattande programmet är desto svårare och mer kostsam blir avvecklingen.¹⁹

Debatten i USA har också handlat om att omfattande tillgångsköp medför en institutionell risk i form av ökad politisering. När Fed eller andra centralbanker blir dominerande aktörer på specifika marknader kan deras beslut uppfattas som

¹⁸ Acharya m.fl. (2024) visar empiriskt att banker under QE-perioden minskade sina egna likviditetsbuffertar till följd av den överskottslikviditet som centralbankens tillgångsköp skapade.

¹⁹ Federal Reserve minskade sin balansräkning mellan mars 2022 och december 2025 med 6,5 biljoner dollar. Detta var dock bara hälften så mycket som den ökade under coronapandemin (Labonte, 2025).

politiska. Gränsen mellan penningpolitik och finanspolitik riskerar därmed att bli otydlig, vilket i sin tur kan hota centralbankens oberoende.

Riksbankens relativt snabba minskning av värdepappersinnehavet och Feds alltså stora balansräkning avspeglar delvis olika strukturella förutsättningar, men förmodligen i viss mån också principiellt olika synsätt på centralbankens roll. På den strukturella sidan har Sveriges låga statskuld och den begränsade statsobligationsmarknaden varit viktiga komponenter. De har inneburit att Riksbanken relativt snabbt nådde gränsen för vad som var möjligt att köpa utan att påverka marknadens funktion negativt. Incitamenten att krympa balansräkningen var därför redan starka av praktiska skäl. Fed opererar på världens största obligationsmarknad och har aldrig mött samma begränsning.

Men skillnaden är förmodligen inte enbart strukturell. Riksbanken har under senare år tydligt signalerat en ambition att återgå till styrräntan som det primära penningpolitiska instrumentet. Värdepappersköp ska i stället främst betraktas som ett krisverktyg med en hög tröskel för användning som ett rent penningpolitiskt instrument. Den synen på centralbankens roll är konsistent med hur det svenska penningpolitiska ramverket ursprungligen utformades.²⁰ Fed har under ganska lång tid rört sig i en annan riktning: QE har gradvis normaliserats som ett standardverktyg och balansräkningen har vuxit vid varje kris utan att fullt ut normaliseras däremellan – från finanskrisen via pandemin till i dag.²¹ Den debatt som nu pågår i USA om Feds balansräkning kan i den meningen sägas handla om en princip som Riksbanken redan har omsatt i praktiken.

Viktigt men svårt med exitstrategi

Att avsluta ett QE-program och avveckla värdepappersinnehavet kan möta motstånd från marknadsaktörer som kanske ser fördelar med centralbankens närvaro, politiker som vill ha låga finansieringskostnader och debattörer som varnar för åtstramningseffekter.

Även tidskonsistensproblemet är inbyggt. Centralbanken kan lova en smidig exit från QE-programmet, men när den sedan ska genomföras kan centralbanken vara i ett makroekonomiskt läge där det är rationellt att skjuta upp den. Marknaden förstår detta i förväg och diskonterar löftet – vilket är en av förklaringarna till det

²⁰ Se till exempel Sveriges riksbank (2026). I Thedéen (2025) betonar jag vikten av att centralbanken håller sig inom ett väl formulerat och avgränsat mandat och undviker "mission creep" eller "mandate creep", det vill säga att den successivt utvidgar sina uppgifter eller ansvarsområden utöver sitt ursprungliga mandat, och utan formellt stöd för det i lagstiftningen.

²¹ Den nyutträdde Fedchefen Kevin Warsh (2025) kritiserar just detta mönster och förespråkar en strategi som påminner om Riksbankens (utan att explicit nämna Riksbanken): en permanent mindre balansräkning, en högre tröskel för framtida QE och en återgång till styrräntan som det centrala instrumentet.

taper tantrum som jag nämnde tidigare. Marknaden hade aldrig fullt ut trott på Feds implicita löfte om normalisering.

Exitstrategin måste designas med hänsyn till dessa förhållanden – och det är ingen lätt uppgift. En viktig lärdom från de senaste årens erfarenheter är icke desto mindre att exitstrategin bör utformas och kommuniceras så långt det är möjligt i samband med att programmet sjösätts.²² Om exitvillkoren är specificerade på förhand – vad som utlöser avveckling, i vilken takt och via vilka instrument – minskar risken för att politiska och institutionella incitament förlänger det utöver vad som är makroekonomiskt motiverat. En tydlig exitstrategi har dessutom kommunikativa fördelar. Den minskar risken för taper tantrum-liknande överreaktioner eftersom marknaden inte överraskas av signaler om avveckling utan har kunnat prissätta exitprocessen i förväg.

Vilka villkor som bör utlösa en avveckling beror på QE-programmets syfte. Om tillgångsköp används som ett penningpolitiskt verktyg vid den effektiva nedre gränsen för styrräntan kan exiten knytas till den makroekonomiska utvecklingen. Om köpen däremot motiveras som ett krisverktyg för att återställa marknadens funktion, bör exitvillkoren i stället relateras till indikatorer på marknadens funktionssätt, såsom likviditet, riskpremier och storleken på handeln.²³ Att inte tydligt särskilja dessa syften riskerar att fördröja avvecklingen, eftersom makroekonomiska mål och marknadsfunktion normaliseras vid olika tidpunkter.

Underförstått i det jag har sagt här – och en lärdom från QE-perioden, som jag ser det – är att det inte är någon bra idé att specificera ett QE-program som att centralbanken förbinder sig att köpa en viss summa värdepapper under en viss tid. Under den tiden kan mycket hända som kan göra det lämpligt att avbryta programmet. Precis som räntebanan bör ett QE-program vara en prognos, inte ett löfte.

Oväntat stora förluster på värdepapperen

Jag nämnde inledningsvis att centralbankerna överraskades av den snabba uppgången i inflationen för några år sedan. Många centralbanker satt då med betydande värdepappersstockar som byggts upp under de QE-program som redan hade genomförts. När räntorna steg föll obligationspriserna, och centralbankerna

²² I sin utvärdering av Riksbankens politik 2015–2024 rekommenderar Ravn och Wilkins (2026) att Riksbanken i förväg specificerar principer för exit från QE-program.

²³ Enligt riksbankslagen får Riksbanken vid en allvarlig störning i det finansiella systemet, och om det finns synnerliga skäl, köpa finansiella instrument i syfte att tillfälligt stödja systemviktiga marknadens funktionssätt. Avveckling bör alltså ske när marknadens funktionssätt återställts och synnerliga skäl inte längre föreligger.

drabbades av förluster – antingen löpande eftersom räntekostnaderna för att finansiera innehavet översteg ränteintäkterna på obligationerna, eller på en gång via fallande marknadsvärden på obligationsinnehavet.

De förluster som Riksbanken gjorde var i och för sig inte särskilt stora i ett internationellt perspektiv.²⁴ Däremot gjorde Riksbankens redovisningsprincip – att obligationsinnehavet redovisas till marknadsvärde – att förlusterna bokfördes omedelbart i Riksbankens resultaträkning och påverkade det egna kapitalet direkt. Det innebär att det egna kapitalet blev negativt och Riksbanken behövde göra en framställning till riksdagen om ett kapitaltillskott.²⁵

Många andra centralbanker värderar i stället sina obligationsinnehav till anskaffningsvärde, det vill säga till det pris de betalade när de köpte obligationerna. Så länge de inte säljer obligationerna utan håller dem till förfall syns ingen kapitalförlust i redovisningen, eftersom förlusten är orealiserad. Det innebär att trots att andra centralbanker hade större underliggande värdeförluster på sina QE-portföljer när räntorna steg, så syntes de inte i resultaträkningen på samma omedelbara och dramatiska sätt. I stället uppstod resultatbelastningen över tid i form av ett utdraget negativt räntenetto när högre styrräntor ökade finansieringskostnaden för obligationerna.

En ganska viktig aspekt i sammanhanget är också att Riksbankens intjäningsförmåga är svag eftersom kontanter används i så liten utsträckning i Sverige jämfört med de flesta andra länder. Det så kallade seignioraget – avkastningen på de sedlar och mynt som Riksbanken ger ut – är litet. Det gör att det tar längre tid att bygga upp det egna kapitalet igen vid förluster. I den meningen är Riksbanken mer sårbar.

Man kan se förlusterna som en negativ sidoeffekt av QE. Det faktum att centralbanker kan göra förluster på sitt värdepappersinnehav är förstås ingen överraskning. Däremot hade förmodligen få räknat med att förlusterna skulle bli så stora.

Mindre forskning om politisk ekonomi-aspekter av QE

Ett område där det inte verkar ha forskats speciellt mycket empiriskt, men som jag menar är både intressant och relevant, är vad man kan kalla politisk ekonomi-aspekterna av QE. Politisk ekonomi är kortfattat ett forskningsområde som

²⁴ Se Nordström och Vredin (2022) för en jämförelse med andra länder och vad centralbankens resultat och egna kapital betyder för möjligheten att bedriva penningpolitik.

²⁵ Sveriges riksbank (2024) och Finansutskottet (2024).

fokuserar på hur politik och ekonomi samspelar och påverkar varandra.²⁶ Mer specifikt tänker jag här på i vilken mån användningen av QE kan få centralbankens uppdragsgivare – regeringar eller parlament och ytterst allmänheten – att omvärdera sin syn på vilka uppgifter och mandat centralbanken bör ha.

Att det inte finns så mycket empirisk forskning på det här området är kanske inte speciellt konstigt. Politisk ekonomi-effekterna är ofta svåra att kvantifiera och effekterna är långsiktiga och institutionella på ett sätt som inte passar standardmodellerna för makroekonomisk forskning.

Det innebär inte att det inte har funnits någon diskussion kring den typen av frågor. Som jag redan varit inne på pågår en ganska livlig debatt i USA om Federal Reserves stora innehav av värdepapper som successivt byggts upp via olika QE-program. Den nye chefen för Federal Reserve, Kevin Warsh, menar att detta innehav bör minskas ganska drastiskt. Han menar bland annat att Fed genom sina omfattande obligationsköp har involverats alltmer i finanspolitiken och underlättat uppbyggnaden av USA:s stora statsskuld.²⁷ Warsh hävdar att Fed medvetet har valt den vägen och förespråkar att den återgår till mer traditionella uppgifter, för att kunna bibehålla sitt förtroende. Många bedömare är dock tveksamma till om det går att krympa Feds balansräkning särskilt snabbt, utan betydande störningar på marknaden.²⁸ Oavsett vilket blir det intressant att följa hur detta kommer att utvecklas de kommande åren.

Vi har inte behövt någon sådan diskussion om störningar på obligationsmarknaden i samband med avvecklingen i Sverige. Riksbanken har i allt väsentligt kunnat avveckla sitt värdepappersinnehav utan negativa effekter. Det finns tecken på att statsobligationsmarknaden fungerar bättre när det som kallas "free float" har ökat, det vill säga att det finns mer papper som det är möjligt att omsätta. Banksystemets överskottslikviditet är också på god väg att minska som en konsekvens av Riksbankens portföljavveckling, och utan större påfrestningar på den korta penningmarknaden.

Som jag delvis varit inne på har vi på sätt och vis haft nytta av vår internationellt låga statsskuld som begränsat utbudet av statsobligationer. Det innebär att Riksbanken snabbt nådde en gräns där marknadslikviditeten försämrades – och

²⁶ Den engelska och kanske mer välkända termen är "political economy".

²⁷ I Warsh (2025) uttrycker han det som att "[t]he line between the central bank and the ostensible fiscal authority has grown harder to identify".

²⁸ Kritiker pekar också på problem med Warshs tanke om "QT-for-Cuts" – att Fed ska kunna sänka styrräntan för att kompensera för "quantitative tightening" (QT), dvs. en avveckling av obligationsinnehavet som höjer långa räntor. Inflationen i USA har länge överstigit målet och är snarast på väg upp igen (vilket dock förefaller vara en lämplig förutsättning för QT). Många bedömare menar att det i det läget är orealistiskt att styrräntan ska kunna sänkas.

därmed också en naturlig begränsning av hur stor portföljen kunde bli. Det är centralt att vårt finanspolitiska ramverk även framöver bidrar till att hålla statskulden på en hanterlig nivå. Ju större statskuld, desto större blir oundvikligen centralbankens portfölj vid obligationsköp – och desto svårare blir det att upprätthålla en penningpolitik som är oberoende av statens finansieringsbehov. Att i stället köpa till exempel säkerställda obligationer, där den utestående volymen är större än för statsobligationer, ser jag inte som ett lämpligt alternativ i penningpolitiskt syfte. Jag ska strax återkomma till min syn på köp av privata värdepapper.

Svårt att utvärdera QE samhällsekonomiskt

En diskussion som vi däremot *har* haft är den om de förluster som Riksbanken gjorde på sina värdepapper när inflationen och räntorna steg för några år sedan.

Här kan man börja med att konstatera att förlusterna illustrerar en asymmetri som är analytiskt intressant, men också svårhanterlig. Kostnaderna av QE, det vill säga förlusterna på obligationsportföljen, är konkreta, kvantifierbara och bokförs vid en väldefinierad tidpunkt. Vinsterna är av en helt annan karaktär. De är diffusa, fördröjda och kontrafaktiska – de ska ses i förhållande till ett scenario som aldrig inträffade. För att göra en rättvisande värdering måste man försöka uppskatta hur ekonomin och inflationen hade utvecklats *utan* QE-programmet.

Den här asymmetrin spelar en central roll i exempelvis Riksrevisionens utvärdering av Riksbankens värdepappersköp.²⁹ Där drogs slutsatsen – baserat på bland annat de bokförda förlusterna – att tillgångsköp varit ett dyrt och ineffektivt försök att påverka inflationen, som kommer att belasta statens finanser flera år framöver. Men det gjordes inte någon samlad, kvantifierad analys av vilka effekter och kostnader som Riksbankens QE fick.

I den mig veterligt enda studie som adresserar den frågan görs olika simuleringar i en modell kalibrerad med rimliga och mycket försiktiga värden.³⁰ Man undersöker tillgångsköpen 2015–2019 och finner att de ackumulerat haft en inte obetydlig effekt på BNP och inflationen – och att de därmed spelat en roll för att stabilisera ekonomin och förbättra måluppfyllelsen. Det främsta skälet är växelkurskanalen, som jag tidigare noterade är viktig för små öppna ekonomier. Penningpolitiska

²⁹ Riksrevisionen (2023).

³⁰ Kolasa m.fl. (2025) och Laséen och Lindé (2025).

stimulanser försvagar växelkursen och höjer inflationen via både högre efterfrågan och ökade importpriser.³¹

I studien konstaterar man dock också att tiden efter pandemin visar att okonventionell penningpolitik i form av tillgångsköp innebär betydande risker för centralbankens balansräkningar – särskilt när stark efterfrågan och negativa utbudstörningar ger snabb återhämtning och hög inflation.

Politisk ekonomi-aspekter av förluster måste beaktas

En förutsättning för att penningpolitiken ska få legitimitet och trovärdighet är att den kan förklaras på ett pedagogiskt och övertygande sätt. QE är svårt att kommunicera redan från början. När Riksbanken ändrar räntan kan svenskar läsa om det i tidningen och vad det kan tänkas betyda för deras privatekonomi. Ränteändringar påverkar lånekostnaderna för både hushåll och företag ganska direkt. Det är betydligt mer oklart vad det innebär att Riksbanken köper värdepapper för sig och så mycket. Det underlättar förstås inte heller om det bästa sättet att illustrera fördelarna med QE-politiken är att göra det i efterskott, med hjälp av kontrafaktiska simuleringar i ekonometriska modeller. Det är därför sannolikt svårt att med hjälp av den typen av analyser nyansera bilden av att QE inte var speciellt effektivt, och att Riksbanken och indirekt staten förlorade pengar på kuppen. QE har med andra ord en ganska stor kommunikativ utmaning som det knappast går att bortse ifrån.

Det är här politisk ekonomi-aspekter kommer in. Ett grundläggande villkor för centralbankens operationella oberoende är i längden att den inte ska vara beroende av staten för att finansiera sin verksamhet. Finansiellt oberoende är inte ett mål i sig utan en förutsättning för trovärdighet – en centralbank som riskerar att behöva be staten om pengar kan inte fullt ut garantera att dess beslut fattas uteslutande utifrån prisstabilitetsmålet snarare än utifrån hänsyn till statens finanser eller politiska önskemål. I varje fall kan det inte uteslutas att sådana misstankar kan uppstå.

Som jag konstaterade tidigare gjorde Riksbanken en förlust 2022 och behövde göra en framställning till riksdagen om ett kapitaltillskott. Även om problemen med detta inte ska överdrivas så är det inte okontroversiellt.

³¹ En annan simulering i samma studie undersöker vad det hade kostat statskassan om i stället finanspolitiken hade använts för att generera samma BNP-utveckling som Riksbankens QE och negativa styrränta 2015–2019. Här uteblir effekten på växelkursen från en expansiv penningpolitik. Finanspolitik stärker i stället växelkursen genom ökade ränteskillnader och ger lägre importpriser. Studien finner att kostnaden hade varit högre än kostnaden för Riksbankens okonventionella penningpolitik. Statsskulden hade varit högre i slutet av perioden, som andel av BNP, och inflationen hade varit väsentligt lägre.

På ett mer allmänt plan finns flera potentiella problem. Ett är att en centralbank som offentligt behöver be om pengar kan ha svårare att upprätthålla bilden av kompetens och oberoende som är centralt för dess trovärdighet. Exempelvis kan marknader och allmänhet börja ifrågasätta om centralbanken verkligen vågar fatta beslut som är politiskt obekväma om den vet att den kan behöva be om pengar.

Ett annat och kanske större problem är att centralbanken blir beroende av den politiska processen och politikernas "goda vilja". Om det handlar om en engångsföreteelse behöver det inte vara särskilt problematiskt. Men om det skulle upprepas kan läget bli ett annat. Nästa gång centralbanken fattar ett beslut som uppfattas som kontroversiellt och leder till förluster kan politikerna vara mindre välvilligt inställda.³² Det är tänkbart att det politiska systemet i ett sådant läge skulle villkora det finansiella stödet till centralbanken, något som skulle stå i motsatsförhållande till oberoendet.

Jag vill därmed inte säga att jag tror att det här är några direkt akuta problem för Riksbankens och Sveriges del. Som en konsekvens av Riksbankens framställning om kapitaltillskott beslutade Riksdagen 2024 om ändringar i riksbankslagen som förbättrar Riksbankens självfinansiering genom möjligheten att besluta om räntefri inlåning för kreditinstitut. Min bästa gissning är att kapitaltillskottet efter den stora förlusten faktiskt var just en engångsföreteelse eller i varje fall något som inte kommer att upprepas inom överskådlig tid. Riskerna i Riksbankens balansräkning är idag väsentligt mindre än 2022. Men med tanke på att vi så ofta har överraskats under de senaste åren är det här en politisk ekonomi-aspekt som man gör klokt i att åtminstone ha i bakhuvudet, om vi skulle hamna i ett läge där QE återigen skulle kunna bli aktuellt.

Det är centralt att både Riksbankens ledning och riksdagen och dess finansutskott är fullt medvetna om de ökade förlustrisker som oundvikligen uppstår med QE. Det kan också finnas skäl att se över om Riksbanken eventuellt tillfälligt behöver öka sina riskbuffertar.

Hög tröskel för QE

Mot bakgrund av det jag har gått igenom hittills har Riksbanken sagt att den numera har en hög tröskel för QE.³³ Vi har använt uttrycket under några år – bland annat gjorde jag det här i Nationalekonomiska Föreningen 2023. Jag tycker att

³² I sin framställning till riksdagen (Sveriges riksbank, 2024) konstaterar Riksbanken (s. 19) att "[u]pprepade återställningar skulle vara problematiska, eftersom en situation där Riksbanken regelbundet behöver begära kapitaltillskott från staten i framställningar kan anses strida mot oberoendet."

³³ Se till exempel Sveriges riksbank (2026).

erfarenheter och forskning sedan dess understryker att det var en ganska klok formulering.

Vad menar vi då med det? Det vi *inte* menar är att QE *aldrig* bör användas – att QE helt bör sorteras ut ur den penningpolitiska verktygslådan. Som jag konstaterade tidigare kan vi inte utesluta att vi någon gång i framtiden hamnar i ett läge med varaktigt mycket låg inflation, trots att vi sänkt styrräntan så långt vi bedömer att det är möjligt. Då behöver vi göra *någoting*, och QE är trots allt inte verkningslöst.

För privata värdepapper – företagsobligationer och säkerställda obligationer – bör dock tröskeln vara särskilt hög, i synnerhet när det gäller köp i penningpolitiskt syfte. När centralbanken köper privata värdepapper väljer den i praktiken vilka emittenter och sektorer som gynnas, och det är en roll som marknaden normalt har och bör ha. Riksbankslagen drar också en tydlig gräns mellan statspapper, som ses som ett relativt normalt penningpolitiskt verktyg, och andra finansiella instrument. För köp av privata värdepapper krävs att det finns synnerliga skäl.

Den höga tröskeln för QE kan bäst tolkas som ett sätt att säga att vi idag överlag är mer medvetna om QE:s begränsningar och sidoeffekter. Det talar för att Riksbanken bör ha ett något större tålamod när inflationen understiger målet och styrräntan har nått sin nedre gräns.

I kombination med en genomtänkt och tydlig kommunikation bör det vara möjligt att avvakta en tid innan QE sjösätts. Det ställer dock relativt höga krav på kommunikationen. Riksbanken måste tydligt signalera att tålamodet är villkorat av att inflationsmålet är oförändrat, att vi aktivt följer inflationsförväntningarna och är beredda att agera om de visar tydliga tecken på avankring. Det bör också göras helt klart att det faktum att vi avvaktar inte beror på brist på instrument eller vilja, utan på att vi bedömer att det är ekonomiskt rimligt. I synnerhet om ekonomin samtidigt inte utvecklas uppenbart svagt bör en sådan strategi vara fullt möjlig, som jag ser det.

Personligen tror jag att det krävs en hel del innan de långsiktiga inflationsförväntningarna drar iväg nedåt på ett sätt som skulle hota inflationsmålets trovärdighet i ett läge där ekonomin växer i god takt – givetvis beroende på de exakta omständigheterna. Men vi är fem ledamöter i direktionen som alla kan göra lite olika bedömningar. Av samma skäl är det svårt att operationalisera "tålamodet" i någon form av regel, exempelvis att Riksbanken ska börja med QE när inflationen understigit målet si och så mycket under ett visst antal månader. Men om QE skulle bli aktuellt igen är det hur som helst viktigt att vi så tydligt som möjligt redovisa köpens potentiella kostnader, finansiella risker och sidoeffekter. Vi vet som sagt lite mer om detta idag. Dessutom är det viktigt

att i förväg kommunicera hur vi tänker kring varaktigheten för köpen och principerna för avveckling.

I det här sammanhanget kan det vara värt att notera att det de senaste åren förts en diskussion om att finanspolitiken bör understödja penningpolitiken när den börjar få slut på ammunition. Det verkar numera vara ganska allmänt accepterat.³⁴ Det är positivt, men det finns en liten oklarhet kring detta som jag menar kan vara värd att uppmärksamma. I de flesta framställningar föreslås finanspolitiken ge understöd till penningpolitiken i lågkonjunkturer som orsakas av större negativa efterfrågestörningar. Men inflationen kan understiga målet under långa perioder – och inflationsförväntningarna riskera att avankras – utan att efterfrågan och konjunkturen är särskilt svag. I sådana lägen är det inte uppenbart att finanspolitiken kommer att ingripa, och i så fall är QE alltså kanske det val som ligger närmast till hands för Riksbanken. Det här är en fråga som jag menar att det finns skäl att fortsätta att diskutera.

Sammanfattning

Låt mig runda av och sammanfatta. Jag har gått igenom hur jag tolkar det aktuella empiriska forskningsläget när det gäller QE, dess effekter och konsekvenser. Jag har tagit upp både svenska och internationella studier. Det står klart att QE i stort sett har haft förväntade effekter på finansiella variabler som långräntor och riskpremier av olika slag. Det gör det till ett lämpligt verktyg för att stabilisera finansiella marknader vid oro och kriser. Effekterna på real ekonomin och inflationen är generellt sett inte lika tydliga — även om nya forskningsresultat om Riksbankens QE tyder på att växelkurskanalen varit betydelsefull. I Sverige lånar hushåll och företag primärt till rörliga räntor, vilket innebär att QE:s direkta effekt på lånekostnader är svagare än i länder där lån till fast ränta är betydligt vanligare. Sammantaget uppstår en del frågetecken om hur lämpligt och verkningsfullt QE är som ett rent penningpolitiskt verktyg när det inte finns någon uppenbar kris.

Jag har också pratat om sidoeffekter av QE. De empiriskt belagda negativa sidoeffekter som jag tagit upp är att QE kan göra att de marknader där centralbankerna gör sina köp kan börja fungera sämre, att centralbanken kan fastna med en mycket stor värdepappersstock som är svår att avveckla och att centralbankerna kan göra betydande kapitalförluster på innehavet av värdepapper om räntan snabbt behöver höjas.

Stora värdepappersstockar och omfattande förluster kan i sin tur skapa politisk ekonomi-relaterade problem. Om centralbanken efter hand bygger upp ett

³⁴ Se till exempel Regeringen (2025).

mycket stort värdepappersinnehav – vilket vi i Sverige har agerat aktivt för att undvika – menar kritiker att det bidrar till att hålla nere statens finansieringskostnader på ett sätt som minskar trycket på finanspolitisk disciplin. Gränsen mellan de två politikområdena kan därmed bli otydlig. Marknadsaktörer kan dessutom gradvis vänja sig vid centralbankens närvaro på marknaden och motsätta sig en normalisering, vilket skapar ett politiskt tryck mot avveckling.

Förluster på värdepappersstocken som gör att centralbanken behöver begära kapitaltillskott från staten skapar potentiellt en institutionell sårbarhet: centralbanken riskerar att bli beroende av den politiska processen som på sikt kan nagga dess oberoende i kanten, eller åtminstone uppfattas göra det. Det är viktigt att öppet kommunicera kring riskerna för förluster till följd av QE redan innan förlusterna uppstår.

Jag tog slutligen upp Riksbankens numera höga tröskel för QE. Den ska ses som ett uttryck för att vi idag är mer medvetna om QE:s begränsningar och sidoeffekter. Det bör finnas utrymme för att ha lite mer tålamod med att börja använda QE om inflationen skulle understiga målet trots en låg styrränta. Min egen syn är att man därigenom åtminstone på marginalen kan minska dramatiken i politikomläggningarna när förhållandena ändras – att pendeln inte nödvändigtvis behöver gå från den ena ytterligheten till den andra.

Om det återigen blir aktuellt att använda värdepappersköp som ett penningpolitiskt instrument återstår att se. Och i så fall står vi bättre rustade än förra gången, tack vare den konstruktiva kritik vi fått i olika utvärderingar och genom de erfarenheter av QE som vi fått under perioden 2015 och fram till i dag.

Referenser

Acharya, Viral V., Rahul S. Chauhan, Raghuram Rajan och Sascha Steffen (2024), "Liquidity Dependence and the Waxing and Waning of Central Bank Balance Sheets", NBER Working Paper No. 31050.

Andersson, Björn, Meredith Beechey Österholm och Peter Gustafsson (2022), "Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022", Riksbanksstudie, nr 2, 2022, Sveriges riksbank.

Beechey Österholm, Meredith (2022), "The Riksbank's bond purchases: who sold bonds to the Riksbank?", Penning- och valutapolitik 2022, nr. 2, s. 79–104.

Bernanke, Ben S. (2020), "The New Tools of Monetary Policy", *American Economic Review* 110 (4), s. 943–83.

Bhattacharai, Saroj och Christopher J. Neely (2022), "An Analysis of the Literature on International Unconventional Monetary Policy", *Journal of Economic Literature* 60(2), s. 527–597.

Blanchard, Olivier (2023), *Fiscal Policy under Low Interest Rates*, MIT Press, <https://direct.mit.edu/books/oa-monograph/5522/Fiscal-Policy-under-Low-Interest-Rates>

Blix Grimaldi, Marianna, Alberto Crosta and Dong Zhang (2026), "The Liquidity of the Government Bond Market – What Impact Does Quantitative Easing Have? Evidence from Sweden", *Journal of Money, Credit and Banking*, online version, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/jmcb.70061>.

Blix Grimaldi, Marianna, Fabienne Schneider och David Vestin (2026), "The Usage of Security Lending Facilities under Unconventional Monetary Policy: Evidence from Sweden", Sveriges Riksbank Working Paper Series no. 462.

Christensen, Jens H.E. och Sarah Mouabbi (2025), "A Rising Star: The Natural Interest Rate in the Euro Area", FRBSF Economic Letter 2025-11.

Erikson, Henrik (2021), "Central bank bond purchases and premiums – the Swedish experience", Staff memo, December 2021.

Fabo, Brian, Martina Jančoková, Elisabeth Kempf och Ľuboš Pástor (2021), "Fifty shades of QE: Comparing findings of central bankers and academics", *Journal of Monetary Economics* 120, s. 1–20.

Finansutskottet (2024), "Riksbankens framställning om återställning av eget kapital – ändring i statens budget för 2024", Finansutskottets betänkande 2023/24:FiU28, <https://data.riksdagen.se/fil/E76B88A4-4898-43F8-9595-4A70443F39F6>

Flodén, Martin (2022), "Mina tankar kring Riksbankens tillgångsköp", anförande vid Handelsbanken, 14 december, Sveriges riksbank.

Itskhoki, Oleg och Dmitry Mukhin (2021), "Exchange Rate Disconnect in General Equilibrium", *Journal of Political Economy* 129(8), 2183–2232.

Kolasa, Marcin, Laséen, Stefan och Jesper Lindhé (2025), "Unconventional Monetary Policies in Small Open Economies", IMF Working Paper WP/25/66.

Labonte, Marc (2025), "The Federal Reserve's Balance Sheet", In Focus, Congressional Research Service.

Laséen, Stefan och Jesper Lindé (2025), "Riksbankens okonventionella penningpolitik 2015–19 – en god affär för svenska statskassan", *Ekonomisk Debatt* nr. 5, s. 6–19.

Nordström, Amanda och Anders Vredin (2022), "Har centralbankens eget kapital någon betydelse för penningpolitiken?", Staff memo, December 2022, Sveriges riksbank.

Obstfeld, Maurice (2025), "Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future", *IMF Economic Review* 73, s. 339–392.

Ravn, Morten O. och Carolyn A. Wilkins (2026), "Riksbank Evaluation, 2015–2024", Finansutskottet, Sveriges riksdag.

Regeringen (2025), *Det finanspolitiska ramverket*, Regeringens skrivelse 2025/26:76.

Riksrevisionen (2023), "Riksbankens tillgångsköp – dyrköpta erfarenheter", Riksrevisionen Granskningsrapport, RiR 2023:21.

Rogoff, Kenneth (2023), "Higher Interest Rates Are Here to Stay", *Project Syndicate*, 5 december.

Schnabel, Isabel (2025), "No longer convenient? Safe asset abundance and r^* ", anförande vid Bank of England's 2025 BEAR Conference.
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250225~49a8dd911a.en.html>

Sveriges riksbank (2024), "Återställning av eget kapital", Framställning till riksdagen, 2023/24:RB4, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/nyheter--pressmeddelanden/pressmeddelanden/2024/240402/framstallning-till-riksdagen--2023-2024-rb4---atertsaallning-av-eget-kapital.pdf>

Sveriges riksbank (2026), Direktionens yttrande angående Utvärdering av Sveriges penningpolitik 2015–2024, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/remisser/ovriga-yttranden/svenska/2026/yttrande-angaende-utvardering-av-sveriges-penningpolitik-20152024-direktionen.pdf>

Thedéén, Erik (2023), "Kopplingarna mellan penningpolitik, finansiell stabilitet och finanspolitik", anförande vid Nationalekonomiska Föreningen, 23 maj.

Thedéén, Erik (2025), "Oberoendet måste förtjänas varje dag", anförande vid Sveriges riksbank, 1 december.

Warsh, Kevin (2025), "Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads", G30 Spring Lecture 2025 at the International Monetary Fund,
<https://www.hoover.org/sites/default/files/research/docs/Commanding%20Heights%20April%2025%202025%20DC.pdf>