



ANFÖRANDE

DATUM: 2023-12-20
TALARE: Riksbankschef Erik Thedéen
PLATS: Carnegie Fonder

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

Lärdomar från en turbulent period*

Världen har genomgått en ovanligt turbulent period de senaste åren. Det började med pandemin, som förstås i första hand var ett folkhälsoproblem och en medicinsk utmaning, men som också fick omfattande globala ekonomiska konsekvenser. När så världen börjat återhämta sig från pandemin invaderade Ryssland Ukraina, vilket även det fick världsomspännande ekonomiska följder – utöver det mänskliga lidande och den geopolitiska oro som det har medfört. Tragiskt nog har ett krig också blossat upp mellan Israel och Hamas, vilket ytterligare har spätt på den geopolitiska oron och lett till svåra humanitära påfrestningar. Hur detta kommer att utvecklas och vilka konsekvenserna i slutändan kommer att bli är i nuläget oklart, men det kan knappast uteslutas att även detta kommer att få effekter på världsekonomin på ett eller annat sätt.

Jag kommer här idag att inledningsvis uppehålla mig vid de senaste åren turbulens och vad jag, i egenskap av penningpolitisk beslutsfattare, tycker att vi har lärt oss av den. Hittills, kanske jag ska tillägga, vi är ju ännu inte tillbaka till en situation som kan betecknas som normal. Jag kommer därefter att kommentera den debatt om penningpolitiken som går ut på att Riksbanken har tagit i alldeles för mycket med räntan, eftersom man menar att den höga inflationen berott på faktorer som penningpolitiken inte kan göra något åt. Jag kommer att förklara varför jag inte drar samma slutsats.

Störningar som påverkar utbudet negativt är särskilt svårhanterliga

För ekonomisk-politiska beslutsfattare innebär det en särskild utmaning när ekonomin utsätts för snabba förändringar som är svåra eller omöjliga att förutse. På ekonomspråk brukar man kalla dessa förändringar för störningar och låt mig för

* Jag vill tacka Mikael Apel för arbetet med detta tal, Hanna Armelius, Charlotta Edler, Mattias Erlandsson, Frida Fallan, Stefania Mammos, Åsa Olli Segendorf, Ulf Stejmar, Marianne Sterner och Ulf Söderström för värdefulla synpunkter och Calum McDonald för översättning. De åsikter jag för fram är mina egna och delas inte nödvändigtvis av övriga direktionsledamöter.

enkelhets skull använda detta sammanfattande begrepp.¹ Den uppgift som ekonomisk-politiska beslutsfattare ställs inför är att reagera på störningarna på ett så bra sätt som möjligt utifrån det uppdrag de har.

Hur ofta störningar inträffar och hur stora de är varierar på ett mer eller mindre slumpartat sätt och kan skilja sig från period till period. Det är oftast inte något större problem om störningarna är små och inte inträffar alltför ofta, såsom var fallet under decenniet före den globala finanskrisen 2007–2008. Men de senaste åren har störningarna varit ovanligt stora och drabbat hela världsekonomin. De har dessutom kommit slag i slag.

Störningar brukar delas upp i efterfrågestörningar och utbudsstörningar, beroende på om det är efterfrågan eller utbudet som utvecklas på ett oväntat sätt. Med detta menas om det är hushållens, företagens och den offentliga sektorns efterfrågan på varor och tjänster som påverkas, eller om det är företagens produktion av varor och tjänster som berörs.

Störningar kan vara positiva eller negativa. När det gäller utbudsstörningarna så påverkas BNP och inflationen åt olika håll. En positiv utbudsstörning ökar produktionen och sänker inflationen, medan en negativ utbudsstörning har den motsatta effekten. Det är framför allt negativa utbudsstörningar som orsakar problem – lägre produktion och högre inflation upplevs ju båda som något negativt – och det är dessa jag kommer att fokusera på här.

Negativa utbudsstörningar ställer penningpolitiken inför en svår avvägning: Samtidigt som man vill upprätthålla förtroendet för inflationsmålet och förhindra att inflationen fastnar för högt, så vill man undvika att föra en så åtstramande politik att man alltför mycket förstärker den nedgång i ekonomin som störningen i sig redan har bidragit till.

Både efterfrågan och utbud bakom den höga inflationen

Pandemin påverkade både efterfrågan och utbudet. När länderna stängde ned eller människor på egen hand anpassade sitt beteende efter den nya situationen föll efterfrågan dramatiskt, vilket framgår tydligt i BNP-statistiken världen över. Men pandemin innebar också att internationella distributionskedjor bröts och att företagen fick svårare att upprätthålla produktionen av de produkter som trots allt efterfrågades. Även utbudssidan av ekonomin påverkades alltså. När det sedan visade sig att vacciner kunde framställas överraskande snabbt kunde länderna åter börja öppna upp. Eftersom människor under lång tid hade behövt hålla tillbaka sin konsumtion blev återhämtningen mycket snabb. Inom vissa verksamheter, framför allt besöksnäringarna, steg aktiviteten från att vara så gott som obefintlig till att på kort tid nå närmast rekordnivåer. Återhämtningen understöddes dessutom av finanspolitiska stödpaket, som på en del håll var mycket omfattande.

Situationen förvärrades i februari 2022 när Ryssland invaderade Ukraina. Här var effekterna mer uppenbart relaterade till utbudssidan. Utbudet av rysk olja och gas minskade, liksom av jordbruksvaror från Ukraina, exempelvis vete, och detta fick

¹ En alternativ benämning som också ibland används inom nationalekonomin är chocker.

världsmarknadspriserna på energi och livsmedel att stiga. Inflationen fick därmed en extra skjuts och fortsatte att stiga globalt.

Sedan en tid tillbaka har inflationstoppen passerats och inflationen börjat falla tillbaka igen. Det sker i lite olika takt i olika länder och utvecklingen kan alltjämt komma att påverkas av oväntade händelser. Men även om den här episoden med inflation över målet inte är riktigt över ännu kan det vara värt att försöka summera vilka lärdomar man kan dra av den så här långt.

En slutsats är att både efterfråge- och utbudsfaktorer påverkade inflationen. Exakt *hur mycket* efterfrågan respektive utbudet bidrog till inflationsuppgången är svårare att svara på.² Det handlar om ett ganska komplext samspel. Störningar på utbudssidan har definitivt varit viktiga, i synnerhet de som uppstod i samband med kriget i Ukraina. Men min bedömning är att de knappast skulle ha fått så stort genomslag på inflationen om inte återhämtningen efter pandemin hade varit så stark och snabb som den blev. Återhämtningarna efter 1990-talskrisen och finanskrisen framstår som tämligen blygsamma vid en jämförelse. Utvecklingen vid dessa båda tillfällen har inga större likheter med det djupa men mycket kortvariga hacket i BNP-kurvan i samband med pandemin (se diagram 1). Jag har svårt att tolka detta som något annat än att ett starkt efterfrågetryck hade byggts upp under pandemin, när hushållen under lång tid inte kunde konsumera som de önskade, och att detta släpptes loss när pandemins akuta fas var över.

Svårare att göra prognoser och lätt att fångas av tidsandan

En annan slutsats man kan dra är att det är svårare att göra prognoser för hur inflationen kommer att utvecklas i en miljö med stora störningar. Det är förstas närmast definitionsmässigt på det sättet. Det gäller i synnerhet när det kommer flera stora störningar tätt inpå varandra. Svenska prognosmakare, Riksbanken inkluderad, räknade visserligen så sent som i mars 2022 med att inflationen skulle komma att överstiga målet som genomsnitt under året, mest som en följd av att energipriserna då hade stigit en del. Men man räknade också med att uppgången skulle bli högst tillfällig och att inflationen skulle vara tillbaka på målet 2023, eller till och med lite under. Att Riksbanken skulle behöva höja styrräntan särskilt mycket för att åstadkomma detta – den var då var noll procent – räknade ingen med.

Det är alltid nyttigt att göra sådana här tillbakablickar. Dels är det bra för ödmjukheten att konstatera att man oundvikligen då och då hamnar rejält fel i sina prognoser. Dels är det bra – och möjligen en liten tröst för alla prognosmakare – att påminna sig om att vad som är den allmänna bilden av hur utvecklingen kommer att bli kan ändras ganska drastiskt nästan från den ena dagen till den andra.

En tredje slutsats och en inte oviktig lärdom är just detta – att det är lätt att fångas av tidsandan, eller vad man med en vetenskapsteoretisk term skulle kunna kalla "det rådande paradigmet". Vad detta paradigm sa vid den här tiden var att

² Den amerikanske centralbankschefen Jerome Powell menar att en lärdom från perioden sedan 2020 är att det är svårt att separera utbudsstörningar och efterfrågestörningar i realtid och bedöma hur länge de varar (Powell, 2023). Powells kommentar ska ses i ljuset av att Federal Reserve inledningsvis, i likhet med de flesta andra centralbanker, underskattade inflationstrycket och efter ett tag behövde lägga om politiken ganska drastiskt.

inflationen var mer eller mindre död och förmodligen inte skulle uppstå igen inom överskådlig tid. Inflationen hade när allt kommer omkring mycket länge legat i underkant av målet i många länder och den internationella diskussionen hade före pandemin snarast handlat om risken att den skulle fastna på en för låg nivå. I Riksbankens företagsundersökningar hade företagen också i åratal uppgett att det var mycket svårt att höja priserna, eftersom konkurrensen var hård och man då skulle förlora kunder.

Viktig lärdom att samband kan förändras vid stora störningar

En fjärde slutsats man kan dra – och som vi sett i efterskott kanske borde ha kunnat dra lite tidigare – är att om en störning är tillräckligt stor så måste man som ekonomisk-politisk beslutsfattare vara beredd på att ekonomiska samband som under lång tid har varit ganska stabila kan komma att ändras. Exempelvis kan själva inflationsprocessen delvis komma att ändra karaktär, och det verkar delvis vara vad som händer. Det är kanske den viktigaste lärdomen från den här episoden med hög inflation.

De snabba kostnadsökningarna och den starka återhämtningen förefaller ha skapat förutsättningar för en förändring av prissättningsbeteendet i ekonomin i förhållande till det som hade dominerat under lång tid. Kostnadsökningarna kunde i högre grad än tidigare snabbt föras över till konsumenterna och dessa förefaller också ha accepterat detta i högre grad än tidigare, åtminstone inledningsvis.

Snabba beteendeförändringar av det här slaget är sannolikt ett skäl till att Riksbanken och andra prognosmakare inledningsvis underskattade de indirekta effekterna på inflationen av exempelvis stigande energipriser. Sådana förändringar är förstuds svåra att på förhand införliva i prognoserna om det är oförutsedda störningar som utlöser dem. Men en lärdom är ändå att riktigt stora störningar framöver bör ses som en varningsklocka om att historiska ekonomiska samband kan komma att ändras.

Man kan vara en aning kritisk till att så många fastnade i den tidsanda som rådde och trodde att allt skulle fortsätta mer eller mindre som vanligt. När allt kommer omkring vilar ett särskilt ansvar på beslutsfattare, akademiska forskare och ekonomiska bedömare att i varje fall *påminna* om att världen förändras då och då. Även om det kan vara svårt att på förhand säga exakt när det kommer att ske så gör vetenskapen om att så är fallet att beredskapen är större *när det väl sker*. På det området tror jag att vi kan komma lite längre.

För penningpolitiken kan det mer konkret innebära att vi oftare behöver analysera scenarier med *relativt stora* skillnader i utvecklingen för inflationen, i synnerhet när en större störning inträffar. Även när mycket stora avvikelser från huvudprognosen inte verkar särskilt sannolika kan ett fokus på alternativa scenarier förbättra vår beredskap att hantera en situation där ett sådant scenario ändå realiserar. Om exempelvis Riksbanken i februari 2022 tydligare hade signalerat att ett

sådant scenario inte var helt osannolikt så hade vi på ett bättre sätt bäddat för de räntehöjningar som sedan kom.³

När prissättningen är på väg att ändras är det förstås också bra att få indikationer på detta så snabbt som möjligt. På Riksbanken undersöker vi därför hur man via mer finfördelad data, mikrodata för företagens priser, ska kunna få signaler om att en förändring kan vara på väg.

Debatt om hur utbudsstörningar bör hanteras

Låt mig övergå till en mer principiell diskussion om negativa utbudsstörningar och hur penningpolitiken bör hantera sådana. Ett skäl till att jag vill göra det är att mycket av debatten kring Riksbankens penningpolitik de senaste ett och ett halvt åren har kretsat kring just denna fråga. Mer specifikt menar somliga att eftersom räntehöjningar inte biter på utbudsdriven inflation så är det bästa Riksbanken kan göra att inte agera med räntan, utan helt enkelt låta utbudsstörningarna verka ut.⁴

I ett par avseenden är den här kritiken lite svårtolkad. Argumentet har förts fram i samband med i stort sett varje höjning av styrräntan, från höjningen från 0 till 0,25 procent i maj 2022 och fram till idag. Om man därmed menar Riksbanken över huvud taget inte borde ha höjt räntan är oklart, i varje fall för mig. Men om man menar att inflationen helt och hållet varit utbudsdriven och kommer att falla tillbaka av sig själv är detta definitivt en möjlig tolkning. Man kan hur som helst konstatera att Riksbanken i så fall skulle ha stuckit ut rejält i centralbanksvärlden och det är högst sannolikt att inflationen då skulle ha blivit ännu högre än vad den blivit och förmodligen betydligt svårare att få ned. Eftersom störningarna varit globala och de flesta centralbanker har höjt sina styrräntor i linje med vad Riksbanken har gjort, och i vissa fall betydligt mer, förefaller kritiken dessutom avse den penningpolitik som centralbanker generellt har bedrivit och inte specifikt Riksbankens politik.

För att återgå till den principiella diskussionen. Anta att det inträffar en utbudsstörning som innebär att energipriserna stiger oväntat och sedan ligger kvar på den högre nivån. Detta kommer att medföra att inflationen, som den mäts, stiger. Om detta är allt som händer i ekonomin kommer inflationen att automatiskt falla igen efter ett år och återgå till den tidigare nivån.⁵ Det ser då ut som i diagram 2.

Enligt teoriboken är standardresponserna på en sådan renodlad störning därför att penningpolitiken inte ska reagera på den, utan "se igenom" den, som det brukar kallas. Eftersom inflationen faller tillbaka av sig själv efter ett år, så behöver

³ I "Utvärdering av penningpolitiken 2022" av Hassler, Krusell och Seim (2023) rekommenderas att Riksbanken oftare använder sig av scenarier i sin kommunikation och att detta skulle ha varit speciellt värdefullt i februari 2022. I den penningpolitiska rapporten i februari fanns visserligen ett scenario med högre inflation. Det indikerade att om penningpolitiken inte stramades åt så skulle inflationen komma att överstiga inflationsmålet under hela prognosperioden, men inte med speciellt mycket. Utvärderarna menar också att Riksbanken tidigare borde ha insett att de utbudsstörningar som fortfarande låg kvar efter pandemin, tillsammans med den starka efterfrågan när restriktionerna lyftes, samverkade för att skapa en kraftig inflationsimpuls. Lärodomar som kan dras av inflationsuppgången redovisas även i avsnitt 2.2. i Riksbankens "Redogörelse för penningpolitiken 2022" (Sveriges riksbank, 2023).

⁴ Se till exempel Almqvist m.fl. (2023).

⁵ Här antas att inflationen mäts som förändringen av prisindexet (till exempel KPIF) över tolv månader, vilket är det vanligaste sättet att räkna.

centralbanken inte höja räntan. Om den ändå gör det så blir effekten bara att efterfrågan dämpas i onödan. Det här är, i varje fall i grova drag, andemeningen i den argumentation som menar att penningpolitiken inte aktivt bör försöka få ned inflationen till målet genom räntehöjningar.

Även inflationsimpulser från utbudssidan kan sprida sig

Men i praktiken är utbudsstörningar sällan så här renodlade och det enda som händer i ekonomin. Som jag konstaterade nyss så spelade den överraskande starka återhämtningen av efterfrågan efter pandemin en viktig roll i inflationsuppgången. Och även om den inledande inflationsimpulsen skulle komma från utbudssidan så kan den spridas i ekonomin, via vad som brukar kallas andrahandseffekter ("second round effects").⁶ När så sker kommer störningen inte att gå tillbaka till målet bara för att störningen som sådan försvinner.

Andrahandseffekterna kan vara av lite olika slag. Inflationen ger till exempel leda till löneökningar om löntagarna vill kompensera sig när reallönerna minskar. I slutändan kan detta leda till den typ av pris-lönespiraler som kännetecknade perioden före 1990-talskrisen. Men den risken verkar i varje fall inte för ögonblicket vara särskilt stor i Sverige. Den senaste lönerörelsen resulterade i ansvarsfulla löneavtal med inflationsmålet som utgångspunkt.

En bättre fungerande lönebildning är en av de reformer som vi genomförde efter 1990-talskrisen och som har gjort att vi idag står ganska väl rustade att hantera perioder med hög inflation. Skillnaderna jämfört med tidigare är betydande: Utöver en väl fungerande lönebildning har vi idag också en Riksbank med explicit uppgift att hålla inflationen låg och stabil och vi har ett ramverk för finanspolitiken som gjort att den inte längre är systematiskt alltför expansiv och i sig bidrar till hög inflation.

Men i den ordningen har alla sitt speciella ansvar – alla länkar måste fungera. Det går inte att tro att om bara en sak har fallit på plats så har allt löst sig. Det räcker exempelvis inte med ansvarsfulla löneavtal, om Riksbanken inte tar sin del av ansvaret utan bedriver en politik som gör att inflationen ändå inte återgår till målet. Förutsättningarna inför nästa lönerunda skulle då se ganska annorlunda ut.

Andrahandseffekter kan även uppstå i prisbildningen i ekonomin. Man skulle kunna se det ändrade prissättningsbeteendet, där företagen upplevt att det varit lättare att höja priserna, som just en sådan andrahandseffekt som får att prisökningarna att sprida sig i ekonomin. Som jag var inne på tidigare så är det troligt att detta utlöstes av att ekonomin träffades av en ovanligt stor störning, eller sekvens av störningar. I sådana fall spelar det sannolikt mindre roll i vilken mån störningen ursprungligen kommer från efterfrågesidan eller utbudssidan. Inflationsprocessen ändrades i vilket fall som helst på ett sätt som innebar att inflationsimpulser lättare kunde få fotfäste och som gjorde inflationen mer bestående. En viktig fråga är därför hur varaktig denna beteendeförändring är.

⁶ Ibland pratar man också om "indirekta effekter" av en inflationsimpuls. Ett exempel är när högre bränslekostnader leder till dyrare transporter och därmed till högre priser på de produkter som transporteras. Indirekta effekter är närmare kopplade till ökningen i bränslepriser än andrahandseffekter, men gränsdragningen dem emellan är inte alltid särskilt tydlig.

Det finns också en annan typ av effekt, som kanske kan upplevas som något teoretisk men som icke desto mindre kan ha praktiska och reala konsekvenser, och som diskuteras internationellt. Det är att utbudsstörningar kan ge en varaktig negativ effekt på den potentiella produktionen.⁷ Med det senare menas ekonomins mer långsiktiga förmåga att producera varor och tjänster. Det handlar då inte bara om att exempelvis energipriserna stiger snabbt under en kort tid, utan om att det uppstår varaktiga problem i produktionen. Sekvensen av störningar till globala försörjningskedjor från 2020 till 2022 tryckte när allt kommer omkring ned produktionen under en ganska lång tid. Om den potentiella produktionen växer långsammare än tidigare så kommer ekonomin att snabbare slå i kapacitetstaket när efterfrågan ökar. Det kan då krävas en restriktiv penningpolitik för att begränsa effekterna på inflationen.

Svår bedömning och för enkelt att bara prata om utbudseffekter

Om inflationen under lång tid ligger över målet kan också den inflation som ekonomins aktörer förväntar sig även på längre sikt komma att justeras uppåt, oavsett vad som har orsakat den högre inflationen. För ögonblicket finns dock inte några uppenbara tecken på att detta är på väg att hända. Men här är det viktigt att komma ihåg att förväntningarna inte formas i ett vacuum. Om aktörerna förväntar sig att inflationen på lång sikt kommer att ligga vid målet så bygger detta på att Riksbanken faktiskt agerar på ett sätt som gör att så blir fallet. Om Riksbanken exempelvis inte alls hade höjt styrräntan så hade de långsiktiga inflationsförväntningarna med all säkerhet legat betydligt över 2 procent.⁸

Det är värt att notera att förekomsten av utbudsstörningar inte heller sågs som ett skäl att avstå från att höja räntan i den utvärdering av penningpolitiken 2022 som gjordes på finansutskottets uppdrag.⁹ En kritik som lyftes fram där var att Riksbanken om något borde ha höjt räntan tidigare och mer resolut än vad som blev fallet.

Mitt syfte med den här genomgången är att peka på två viktiga förhållanden. Dels kan perioden med inflation över målet inte särskilt väl beskrivas som ett resultat av att enbart utbudsfaktorer har pressat inflationen uppåt och att inflationen därför faller tillbaka till målet av sig själv när störningen klingat av. Diagram 2 är med andra ord inte en bra schematisk illustration av vad som har hänt de senaste två åren. Utbudsfaktorer har visserligen bidragit till rörelser i båda riktningarna, men bilden är betydligt mer komplex. Dels är det långtifrån självklart att den bästa penningpolitiska responsen är att "se igenom" en utbudsstörning, ens i det fall en sådan är den huvudsakliga orsaken till en uppgång i inflationen. Inflationen kan ändå bita sig fast för högt om andrahandseffekterna är tillräckligt starka.¹⁰

Jag vill understryka att mitt syfte har varit att föra en *principiell* diskussion om utbudsstörningar och penningpolitik. Det har inte varit att försöka slå fast exakt hur mycket styrräntan behöver höjas för att inflationen ska återgå till målet. Detta är i

⁷ Se till exempel Brainard (2022) och Powell (2023).

⁸ Om inflationen stiger dramatiskt och man befärar att förväntningarna ska driva iväg så är det optimalt att strama åt mer än annars, se Söderström (2002).

⁹ Hassler, Krusell och Seim (2023).

¹⁰ Powell (2023) menar att en lärdom av utvecklingen de senaste åren är att den konventionella synen att centralbanker ska "se igenom" utbudsstörningar behöver omvärderas.

slutänden en bedömningsfråga och något som man kan ha olika åsikter om. Däremot menar jag att man gör det lite för enkelt för sig – och ger en missvisande bild – om man hänger upp sin argumentation på att det mesta handlat om utbudsstörningar som penningpolitiken inte kan motverka.

Kommer utbudsstörningar att bli vanligare i framtiden?

Låt mig så blicka lite framåt. Vad kan man säga om utbudsstörningar och hur dessa kan komma att påverka penningpolitiken i framtiden? En uppfattning som fått ett visst genomslag är att störningar till utbudssidan kommer att bli vanligare än de har varit hittills.¹¹ Hypotesen är förmodligen delvis färgad av observationen att utbudsstörningarna varit ovanligt stora och frekventa de allra senaste åren. Det finns ofta en tendens att extrapolera vad som nyligen hänt till att gälla även utvecklingen framåt. Men det finns också faktorer som talar för att det ligger något i hypotesen.

Ett exempel är de accelererande klimatförändringarna. Om nederbördsmönster och temperaturer förändras så kan detta innebära att naturkatastrofer, som långvarig torka och översvämningar, blir vanligare och att skördar och tillgången på vissa livsmedel minskar.¹² Även den klimatomställning som behöver komma till stånd för att minska klimatförändringarna kan göra utbudsstörningar vanligare, åtminstone under omställningsperioden. Exempelvis kräver övergången till förnybar energi omfattande infrastrukturförändringar och investeringar. Under övergångsperioden kan detta skapa störningar i energitillförseln och öka kostnaderna för energiproduktionen.

Ytterligare ett exempel är att världen tycks genomgå en period av deglobalisering, det vill säga att trenden mot ökad internationell integration och handel har avstannat och eventuellt också vänt. Ett skäl till detta är att många länder har börjat försöka minska sitt beroende av globala leveranskedjor i spåren av bland annat erfarenheterna från pandemin. Även om syftet är att minska risken för produktionsstörningar som drabbar det egna landet så kan effekten av minskad internationell integration bli den motsatta. Om den egna ekonomin drabbas av någon form av störning som gör att inhemsk produktion av någon viktig vara hämmas, så kan det vara svårare att snabbt kompensera detta med import om tidigare internationella leveranskedjor har brutits. Om utbudsstörningar verkligen kommer att bli vanligare återstår givetvis att se, men det är i varje fall ingen orimlig hypotes.

Det blir i så fall svårare att bedriva penningpolitik

Vad skulle detta innebära för penningpolitiken? Lite förenklat är den traditionella tankemodellen för hur ekonomier utvecklas att de växer längs en någorlunda stabil bana och de svängningar som observeras beror till större delen på förändringar i efterfrågan. Högkonjunkturer med hög efterfrågan och inflation avlöses av lågkonjunkturer där efterfrågan och inflationen är lägre. Störningar till utbudet inträffar givetvis också då och då, men har i praktiken inte sedan oljeprischockerna

¹¹ Se till exempel Lagarde (2023).

¹² För en diskussion om implikationerna av klimatförändringar för penningpolitiken, se till exempel Elderson (2023).

på 1970-talet utgjort något större problem för penningpolitiska beslutsfattare, förrän möjligen under den allra senaste tiden.

Som jag konstaterade nyss så ställs centralbanken inför en svårare avvägning om inflationen har stigit till följd av en utbudsstörning än om den stigit av en ökning i efterfrågan. Centralbankerna kan alltså oftare komma att behöva göra sådana svåra avvägningar i framtiden.

Om utbudsstörningarna dessutom kommer tätt inpå varandra blir utmaningen ännu större. Här är tidsaspekten viktig. Ju längre inflationen ligger över målet, desto större är risken att den höga inflationen sätter sig i förväntningarna hos ekonomins aktörer. Om flera negativa utbudsstörningar kommer tätt i följd så räcker det inte om penningpolitiken reagerar ungefär som vanligt på var och en av dem separat. När störningar kommer tätt inpå varandra hinner inflationen inte komma ned till målet innan den åter pressas uppåt. Sammantaget innebär det att perioden ovanför inflationsmålet blir längre, att inflationsförväntningarna riskerar att påverkas och att förankringen vid målet försvagas. För att undvika detta behöver penningpolitiken bli mer restriktiv än normalt.¹³

I en värld med fler utbudsstörningar blir det särskilt viktigt att förväntningarna kan hållas förankrade vid inflationsmålet. Det gör att styrräntan sett över tid behöver höjas mindre – och ekonomin inte bromsas in lika mycket – för att inflationen ska återgå till målet.

Vi är inte i mål – det finns lärdomar kvar att dra

Låt mig avsluta med att återknyta till de lärdomar av de senaste årens väldigt speciella utveckling som jag pratade om tidigare. Eftersom perioden med hög inflation inte är över än så finns det förstås också slutsatser om den som vi ännu inte kan dra. Hela syftet med Riksbankens räntehöjningar har varit att få inflationen tillbaka till målet inom rimlig tid, till så låga kostnader som möjligt i termer av minskad efterfrågan. Hur väl detta kommer att lyckas har vi ännu inte facit på. Det återstår att se både hur realekonomin utvecklas och när inflationen varaktigt är tillbaka på målet. Förhoppningsvis kommer återgången till målet att ske genom en ”mjuklandning”, där inbromsningen i ekonomin blir förhållandevis mild. Det är givetvis vår ambition att det ska bli på sättet.

Slutfasen i arbetet med att få ned inflationen beskrivs ibland med begreppet ”the last mile problem”.¹⁴ Det är en liknelse som jag som hängiven löpare lätt kan relatera till. Den avser att det i långlopp är de sista kilometrarna som är de mest utmanande. Det beror förstås på att man då är rejält sliten, men möjligen också på att man mentalt tycker att man är så gott som i mål men i praktiken upptäcker att man inte är det. Man måste då anstränga sig extra mycket för att faktiskt nå ända fram. När liknelsen används i penningpolitiska sammanhang så menar man att ungefär samma sak gäller för sista biten i en process för att få ned inflationen till målet. Det finns en risk att penningpolitiken slappnar av för tidigt, eftersom allt ändå tycks vara på rätt väg. Inflationen kan då bli kvar på en nivå över målet, eller i

¹³ Se till exempel Beaudry m.fl. (2023) och Bandera m.fl. (2023).

¹⁴ Se till exempel Schnabel (2023).

värsta fall börja stiga igen. Historiskt har det faktiskt ofta förhållit sig på det sättet.¹⁵

Att inflationen måste vara tillbaka på målet "inom rimlig tid", som vi brukar uttrycka det, är viktigt här. Ju längre tid det tar, desto svårare blir det, som jag nyss konstaterade. Vi vill definitivt undvika att vi om ett antal år befinner oss i en situation där inflationen *inte* har kommit ned utan vid nästa stora lönerunda ligger en eller ett par procentenheter över målet. Det skulle med stor säkerhet leda till högre lönekrav och göra en återgång till målet ännu svårare. Jag kan tänka mig att arbetsmarknadens parter och förstås även allmänheten i stort skulle vara ganska besvikna på Riksbanken i en sådan situation.

Låt mig kort sammanfatta mina viktigaste budskap. De senaste åren har varit utmanade på många sätt, inte minst för oss penningpolitiska beslutsfattare. Även om läget ännu inte riktigt har återgått till det normala finns det en del lärdomar att dra. En viktig sådan är att det är lätt att fastna i en världsbild som man tror kommer att vara, om inte för evigt så åtminstone mycket länge. Det är därför också viktigt att försöka ha detta i åtanke och, så gott det går, ha beredskap för att världen snabbt kan ändras. Ett annat budskap är att utvecklingen de senaste åren har varit betydligt mer komplex än att världsekonomin har träffats av ett antal utbudsstörningar som penningpolitiken bara kan "se igenom". Centralbanker världen över har behövt höja sina styrräntor och ambitionen hos alla dessa är förstås att inflationen varaktigt ska återgå till målet genom en förhållandevis mild inbromsning i ekonomin. Det är också möjligt att utbudsstörningar kan komma att bli vanligare i framtiden och att bedriva penningpolitik kan i så fall bli svårare än det har varit hittills. Detta är dock än så länge en hypotes och om det verkligen blir så återstår att se.

Referenser

Almqvist, Anna, Niklas Blomqvist, Thomas Carlén, Peter Gerlach, Torbjörn Hållö, Anna-Kirsti Löfgren och Fredrik Söderqvist (2023), "Räntevapnet biter inte på dagens svenska inflation", DN Debatt, 12 november.

Ari, Anil, Carlos Mulas-Granados, Victor Mylonas, Lev Ratnovski och Wei Zhao (2023), "One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts", IMF Working Paper, WP/23/190.

Bandera, Nicolò, Lauren Barnes, Matthieu Chavaz, Silvana Tenreyro och Lukas von dem Berge (2023), "Monetary policy in the face of supply shocks: the role of inflation expectations", uppsats presenterad vid ECB Forum on Central Banking, 26–28 juni 2023, Sintra, Portugal.

¹⁵ Ari m.fl. (2023) analyserar ett stort antal inflationsstörningar och finner indikationer på att ekonomisk-politiska beslutsfattare tenderat att "ropa hej för tidigt" ("celebrate prematurely") och att inflationen ofta åter stigit igen när de flesta trott att kampen var över. I den analysen väger dock 1970-talet oljeprischocker tungt och situationen idag är ganska annorlunda. Inte minst är inflationsförväntningarna bättre förankrade i utgångsläget.

Beaudry, Paul, Thomas J. Carter och Amartya Lahiri (2023), "The Central Bank's Dilemma: Look Through Supply Shocks or Control Inflation Expectations?", NBER Working Paper 31742.

Brainard, Lael (2022), "What Can We Learn from the Pandemic and the War about Supply Shocks, Inflation, and Monetary Policy?", anförande vid 21st BIS Annual Conference "Central Banking after the Pandemic: Challenges Ahead", Basel, 28 november.

Elderson, Frank (2023), "Monetary policy in the climate and nature crises: preserving a 'Stabilitätskultur'", anförande vid Bertelsmann Stiftung, Berlin, 22 november.

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

Lagarde, Christine (2023), "Policymaking in an age of shifts and breaks", anförande vid Economic Policy Symposium "Structural Shifts in the Global Economy", organiserat av Federal Reserve Bank of Kansas City i Jackson Hole, 25 augusti 2023.

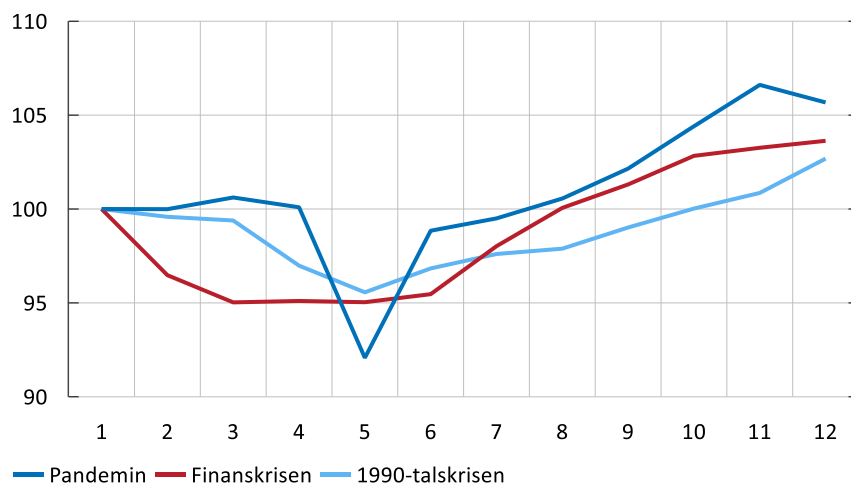
Powell, Jerome H. (2023), Opening remarks at "Monetary Policy Challenges in a Global Economy," a policy panel at the 24th Jacques Polak Annual Research Conference, hosted by the International Monetary Fund, Washington, D.C., 9 november, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20231109a.htm>

Schnabel, Isabel (2023), "The last mile", anförande vid the annual Homer Jones Memorial Lecture, St. Louis, 2 november.

Sveriges riksbank (2023), "Redogörelse för penningpolitiken 2022", Sveriges riksbank.

Söderström, Ulf (2002), "Monetary Policy with Uncertain Parameters", *Scandinavian Journal of Economics* 104(1), s. 125–145.

Diagram 1. Snabb återhämtning efter pandemin



Anm. Index=100 fem kvartal före konjunkturbotten, x-axeln visar antalet kvartal.

Källa: SCB.

Diagram 2. Effekt på inflationen efter en engångshöjning av energipriserna

