

## ANFÖRANDE

DATUM: 2026-04-22  
TALARE: Riksbankschef Erik Thedéen  
PLATS: Stockholms Handelskammare  
TID: 14:30

# Penningpolitiska utmaningar vid krigsrelaterade utbudsstörningar\*

Det senaste året illustrerar ganska väl hur politiska beslut i stora länder kan få konsekvenser för hela världsekonomin. De tullar som administrationen i USA införde i början av 2025 tycks den globala ekonomin visserligen ha hanterat förhållandevis väl – liksom osäkerheten och de olika turerna kring dessa. De ekonomiska konsekvenserna av kriget i Iran, det långa avbrottet i viktiga globala leveranskedjor och det fortsatt spända politiska läget i regionen kan visa sig bli större. På ett mer övergripande plan är det dessutom möjligt att ”Pax Americana” – den världsordning som skapat relativ stabilitet och förutsägbarhet sedan andra världskriget – nu närmar sig sitt slut. I en sådan värld är det sannolikt att den globala ekonomin kommer att utsättas för fler och större störningar eller chocker, det vill säga snabba och oväntade förlopp. Dessa störningar kommer oundvikligen att få ekonomiska konsekvenser.

Hur bör penningpolitiska beslutsfattare agera när ekonomin träffas av störningar, och hur ska man se på dagens situation? Det är dessa frågor som min diskussion kommer att kretsa kring. Jag vill samtidigt klargöra att vissa av de resonemang jag kommer att föra är mina egna reflektioner och bedömningar och inte nödvändigtvis delas av mina kollegor i direktionen.

---

\* Jag vill tacka Mikael Apel och Mika Lindgren för hjälp med talet, Charlotta Edler, Caroline Flodberg, Marie Hesselman, Caroline Jungner, Henrik Lundvall och Åsa Olli Segendorf för värdefulla synpunkter samt Elizabeth Nilsson för översättningen till engelska.

## Svår penningpolitisk avvägning vid utbudstörningar

En naturlig utgångspunkt är att ta avstamp i grundläggande nationalekonomisk teori. En ekonomi utsätts kontinuerligt för störningar – vissa små, andra större. Störningar kan påverka antingen på efterfrågesidan eller utbudssidan. Med en störning på utbudssidan avses händelser som påverkar företagens kostnader och möjligheter att producera. Det klassiska läroboksexemplet på en negativ utbudsstörning är att oljepriset höjs kraftigt till följd av ett minskat utbud. Det är framför allt negativa utbudsstörningar som många ekonomer menar kan komma att bli vanligare framöver, till följd av ökad geopolitisk instabilitet och klimatförändringar.

Om inflationen stiger för att efterfrågan ökar är botemedlet enkelt, åtminstone i teorin: centralbanken höjer styrräntan och dämpar därmed både inflationen och efterfrågan. På så sätt minskar risken för att ekonomin överhettas.

En negativ utbudsstörning gör att aktiviteten i ekonomin minskar samtidigt som det uppstår ett tryck uppåt på inflationen. Effekten är med andra ord stagflationistisk – en kombination av stagnation och inflation. För penningpolitiska beslutsfattare är utbudsstörningar därför svårare att hantera än efterfrågechocker. Centralbanken måste då göra en avvägning mellan att bromsa inflationen och att stödja efterfrågan.

Om effekten på inflationen förväntas bli kortvarig behöver problemet visserligen inte vara så stort. Centralbanken kan då ofta avvakta tills inflationen faller tillbaka – den kan så att säga "se igenom" inflationsuppgången. Men en risk som alltid finns är att inflationsimpulsen sprider sig till andra priser och kanske också börjar sätta sig i aktörernas förväntningar. Det gör att inflationen blir mer varaktigt hög. Ju större störningen är och ju längre den varar, desto större är risken för spridningseffekter.

## Mer än en traditionell oljechock

Konflikten vid Persiska viken kan ses som en negativ utbudsstörning, och dessutom en betydande sådan. Omkring 20 procent av världens oljeproduktion och en stor del av den globala handeln med flytande naturgas passerar genom Hormuzundet.

Men regionen är central även för andra viktiga produkter, som konstgödsel. Naturgas är en viktig insatsvara i produktionen av konstgödsel och länderna kring Persiska viken står för ungefär en tredjedel av den konstgödsel som handlas globalt. De exporterar dessutom naturgas som används i konstgödselproduktion på andra håll i världen. På motsvarande sätt utgör dessa länder ett viktigt globalt nav för produktion och export av råmaterial till plastprodukter. Även världens

försörjning av helium – som bland annat används i halvledartillverkning – påverkas kraftigt. Sammantaget är det alltså många branscher och produkter som berörs.<sup>1</sup>

Att försöka prognostisera vad som kommer att hända med trafiken i Hormuzsundet och konflikten som sådan är förstås svårt. Läget är extremt skört och osäkert. För några dagar sedan förklarades från både amerikanskt och iranskt håll att sundet hade öppnats, men det stängdes återigen strax därefter. Det är svårt att dra några säkra slutsatser om att läget har förbättrats tills man faktiskt ser att en större mängd fartyg återigen passerar.

Återgången till mer normala förhållanden kommer att ta tid, även om sundet ganska snart skulle öppna. Störningen övergår då till en mer utdragen process. Faktorer som minröjning, massiva fartygsköer och skadad oljeinfrastruktur skapar förmodligen fortsatta trögheter under en tid. Dessa förstärks av att försäkringspremierna sannolikt förblir höga i och med att osäkerheten kring framtida störningar kommer att vara inprisad i marknaden. För världsekonomin betyder detta att det inflationstryck som den negativa utbudshöjningen medförde inte planar ut vid ett penndrag, utan klingar av långsamt under en utdragen normaliseringsfas. Man kan alltså inte räkna med en direkt återgång till de förhållanden som rådde före kriget.

## Krig ger ofta mer omfattande utbudseffekter

Ett krig eller en geopolitisk kris utgör också en annan typ av utbudshöjning än exempelvis ett fartyg som fastnar i Suezkanalen eller en säkerhetsincident som leder till nedstängning av ett kärnkraftverk. Sådana händelser kan vanligtvis lösas snabbt, och påverkar därför ofta bara inflationen och den ekonomiska aktiviteten i begränsad utsträckning och under en kort period.

Forskning baserad på historiska data visar däremot att krig och negativa geopolitiska händelser tenderar att pressa upp inflationen mer påtagligt, och inflationen förblir i genomsnitt förhöjd under flera år.<sup>2</sup> Det krävs inte heller att ett krig faktiskt bryter ut, utan även ökade geopolitiska hot och spänningar kan driva upp inflationen. Mekanismen verkar till stor del via utbudssidan. Vid krig eller

---

<sup>1</sup> För en sammanställning av andra produkter än olja där regionen spelar en central roll, se Geldard (2026).

<sup>2</sup> Se Caldara m.fl. (2026). Detta är dock inte uppenbart. Man kan tänka sig att efterfrågan samtidigt påverkas negativt till följd av till exempel försvagat konsumentförtroende och lägre investeringsvilja hos företagen. Detta skulle ge ett motverkande tryck nedåt på inflationen. Klein m.fl. (2025) undersöker effekten på svensk inflation av geopolitisk risk. De finner att geopolitisk risk som är specifik för Sverige bidrar till ett ökat inflationstryck. Sverigespecifik geopolitisk risk mäts som andelen artiklar hos stora internationella nyhetsbyråer som nämner negativa geopolitiska situationer och där också Sverige eller någon av Sveriges största städer nämns. Effekterna på svensk inflation av global geopolitisk risk (där Sverige inte nämns) är mindre tydliga.

geopolitiska spänningar blir det svårare och dyrare att producera och transportera varor, vilket kan skapa brist på allt från energi till livsmedel.<sup>3</sup> Geopolitiska risker tenderar också att sänka ekonomisk tillväxt och öka osäkerheten om hur inflationen kommer att utvecklas i framtiden.

När man studerar långa historiska tidsserier spänner de förstås över olika penningpolitiska regimer. Under 1970- och 1980-talen upplevde världen en period av hög och ihållande inflation. Här spelade de två oljekriserna 1973–1974 och 1979–1980 en viktig roll, och de var båda var relaterade till krig och oroligheter i Mellanöstern.

Men den ekonomiska politik som fördes påverkade förstås också utvecklingen. Av olika skäl blev den alltför expansiv eller, som det brukar uttryckas, ackommoderande. Inflationsimpulserna tilläts därmed att slå igenom, och den höga inflationen kunde bita sig fast.<sup>4</sup> Under perioden då centralbanker har väglett av ett siffersatt inflationsmål – sedan början av 1990-talet – har vi i praktiken endast upplevt en tydlig inflationstopp, nämligen den som inträffade för bara några år sedan, under 2021–2022.

Det som hände då var att den inflationsimpuls som i början till stor del var utbudsdriven spred sig i ekonomin och började få alltmer fotfäste i Sverige och andra länder. Även i det fallet var den stigande inflationen delvis krigsrelaterad – då som en konsekvens av Rysslands invasion av Ukraina. Centralbankerna behövde agera för att få inflationen att återgå till målet. Alla länder har inte heller hunnit nå ända fram ännu. I exempelvis Norge, Storbritannien och USA har inflationen blivit kvar över målet och styrräntorna där är ungefär två procentenheter över den i Sverige. Den utbudsstörning som konflikten vid Persiska viken inneburit har inte gjort uppgiften lättare.

## Både skillnader och likheter med 2021–2022

I Sverige finns både likheter och skillnader mellan läget nu och då, och dessa verkar delvis i olika riktningar. I början av 2022 var styrräntan 0 procent och Riksbanken fortsatte att köpa värdepapper. Kronan hade försvagats under en längre tid, resursutnyttjandet bedömdes vara något högre än normalt och hushållen hade ett uppdämt köpbehov efter pandemin, särskilt för tjänster. Sammantaget bör detta ha bidragit till ett underliggande tryck uppåt på

---

<sup>3</sup> Merendino och Monacelli (2026) finner att oljepriser fungerar som en informationssignal för företag om bredare logistikstörningar. Detta gör att även tillfälliga oljeprischocker kan driva upp inflationen kraftigare och mer varaktigt när osäkerheten i leveranskedjorna är hög. De finner att denna osäkerhet i dagsläget är rekordhög.

<sup>4</sup> Se t.ex. Apel och Ohlsson (2022), som gör en historisk tillbakablick från år 1900 på episoder då krig varit förknippat med hög inflation i Sverige.

inflationen, ett tryck som rimligen är mindre i dag. I dag är styrräntan 1,75 procent, kronan förstärktes påtagligt förra året och resursutnyttjandet är fortfarande förhållandevis lågt efter några år med svag konjunktur.

En faktor som däremot kan verka i motsatt riktning är att finanspolitiken i dag är mer expansiv. Perioden med hög inflation kan dessutom ha påverkat synen på inflation som fenomen. När man väl har upplevt att inflationen faktiskt *kan* stiga snabbt och kraftigt – något som hela generationer fram till nyligen inte hade gjort – kan det bli mer naturligt att reagera snabbare genom att höja priser och ställa högre lönekrav som svar på en inflationsimpuls.<sup>5</sup> Ett förhållande som sannolikt också spelade en viss roll under inflationsuppgången 2021–2022 är att konsumenter tycks ha lättare att acceptera prisökningar när de uppfattar dessa som ett resultat av ökade kostnader som företagen själva inte råder över.<sup>6</sup> Med en initial impuls av utbudsdrivna kostnadsökningar är situationen inte olik den då.

Det finns även mer övergripande aspekter att väga in. Förtroendet för inflationsmålet är väl förankrat i den svenska ekonomin, kanske i högre grad än i en del andra länder. Det är sannolikt en viktig förklaring till att vi inte behövde höja styrräntan särskilt mycket jämfört med många andra länder i samband med den tidigare inflationsuppgången. Vi lyckades också få tillbaka inflationen till målet och kunde därmed sänka styrräntan relativt kraftigt igen. Som jag redan har noterat har detta inte varit fallet i alla länder. Samtidigt kan vi givetvis inte luta oss tillbaka och förutsätta att allt ordnar sig. Men vi har åtminstone större möjligheter att agera mindre kraftfullt och mer nyanserat än vad vi skulle ha om trovärdigheten vore lägre.

Sverige har också i viss mån ett bättre utgångsläge än många andra länder, eftersom vårt oljeberoende inte är särskilt stort. Det är en fördel både i dagsläget och om just den typen av utbudsstörningar skulle bli vanligare framöver. Samtidigt är vi mer beroende av utrikeshandel än många andra länder, vilket innebär att stigande inflation i omvärlden sannolikt också kommer att spilla över på oss. Sammantaget är det faktorer som vi behöver väga samman så gott vi kan i våra prognoser.

## Olika strategier vid en utbudsdriven inflationsimpuls

Om det inträffar en negativ utbudsstörning som ger upphov till en inflationsimpuls kan centralbanken inledningsvis reagera på lite olika sätt. Ett alternativ är att

---

<sup>5</sup> Denna möjliga effekt togs upp av bland annat Christine Lagarde (2026) i ett tal i mars.

<sup>6</sup> Huvudreferensen här är Kahneman m.fl. (1986) som finner att det anses acceptabelt att företag höjer sina priser för att skydda sin vinst vid ökade kostnader, men att det uppfattas som orättvist om de höjer priserna för att utnyttja ett ökat efterfrågetryck.

”vänta och se”. Det framstår som en ganska rimlig strategi om osäkerheten är stor och utbudsstörningens varaktighet ännu är oklar. Genom att avvakta får man mer information om i vilken mån prisuppgångarna sprider sig andra priser, löner och inflationsförväntningar, samtidigt som man undviker att i onödan förvärpa konjunkturen. En risk med detta förhållningssätt är att reaktionen kan komma väl sent, om det skulle visa sig att störningen var större och mer långvarig än väntat eller fick betydande spridningseffekter. Då kan inflationen bli hög och svårare att få ner igen.

Ett annat alternativ är att höja räntan relativt kraftigt i förebyggande syfte. I det fallet ges trovärdigheten för inflationsmålet väldigt hög prioritet och även kortare perioder med inflation över målet ses som oönskade. Ett problem med den strategin är att om störningen redan har hunnit klinga av och inflationen börjat falla tillbaka innan räntehöjningen får genomslag, riskerar penningpolitiken att bli kraftigt åtstramande i ett läge där ekonomin snarare behöver stöd. Det är därtill sannolikt varken möjligt eller önskvärt att med penningpolitiken helt förhindra att en mycket stor störning slår igenom på inflationen.

Ett tredje alternativ är att höja räntan, men i förhållandevis begränsad omfattning. Det ger centralbanken handlingsutrymme att utvärdera hur ekonomin reagerar, både på störningen i sig och på räntejusteringen, innan den tar nästa steg. Även här finns förstås en risk att centralbanken stramar åt efterfrågan i onödan om utbudschocken visar sig vara liten eller kortvarig. Om störningen i stället visar sig vara stor så minskar i viss mån risken för att den initiala kostnadschocken sprider sig. I praktiken är skillnaden mellan det tillvägagångssättet och strategin att ”vänta och se” inte särskilt stor. Det handlar mest om hur snabbt och hur tydligt centralbanken signalerar att den är redo agera, utifrån osäkerheten om hur stor och varaktig störningen blir.

Det är förstås också viktigt att fokusera på risker och att vara öppen för att utvecklingen kan ta en helt annan riktning än den man räknat med. Riksbanken har en lång tradition av att arbeta med alternativa scenarier, och de är till stor nytta i situationer som den nuvarande. I den senaste penningpolitiska rapporten inkluderade vi ett scenario med en bredare och mer varaktig inflationsuppgång än i huvudscenariot. Men också ett där de negativa effekterna på konjunkturen blir mer betydande, samtidigt som inflationstrycket blir svagare och mer kortvarigt.

## Beredskap för större inflationseffekter

Osäkerheten om hur konflikten i regionen och läget vid Hormuzsundet kommer att utvecklas är fortfarande stor. Kommer de politiska spänningarna i området att dämpas eller finns en risk för fortsatta oroligheter? Kommer de viktiga leveranskedjorna igång och hur stora blir eftersläpningseffekterna? Som jag varit

inne på är det rimligt att räkna med att allt inte snabbt kommer att återgå till det normala.

En övergripande insikt som jag tar med mig från de senaste åren är att det är riskfyllt för en centralbank att utgå från att det alltid går att "se igenom" negativa utbudsstörningar. Kraftiga störningar kan sprida sig i ekonomin och ge upphov till mer långlivade uppgångar i prisökningstakten, och det förmodligen även efter att den mest akuta fasen av störningen har passerats.

Min sammantagna bild är att risken har stigit något för att inflationen kan bli högre än vad vi räknade med för ett antal veckor sedan. Samtidigt innebär vårt utgångsläge med låg inflation att vi har visst utrymme att försöka få en tydligare bild av de ekonomiska konsekvenserna av avbrottet på de globala leveranskedjorna, liksom av utsikterna för en varaktig lösning på konflikten. Men det är viktigt att vi är vaksamma på indikationer på att inflationsimpulsen börjar sprida sig bredare i ekonomin. Om risken för en hög inflation och en varaktig målavvikelse ökar, kan penningpolitiken behöva agera för att förebygga det. Det tål att upprepa vad jag sade i mars: Vi har stadig kurs, men vår beredskap att gira är hög.

## Referenser

Apel, M. och H. Ohlsson (2022), "Penningpolitik och inflation i krigstider", *Penning- och valutapolitik* nr. 2, Sveriges riksbank, s. 65–78.

Caldara, D., S. Conlisk, M. Iacoviello och M. Penn (2026), "Do geopolitical risks raise or lower inflation?", *Journal of International Economics* 159.

Geldard, R. (2026), "The Strait of Hormuz crisis affects more than just oil. Here are 9 other commodities", World Economic Forum, <https://www.weforum.org/stories/2026/04/beyond-oil-Ing-commodities-impacted-closure-hormuz-strait/>

Kahneman, D., J.L. Knetsch och R. Thaler (1986), "Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market", *American Economic Review* 76, s. 728–741.

Klein, M., E. Skeppås och U. Söderström (2025), "Hur påverkas svensk inflation av geopolitisk risk?", Ekonomisk kommentar Nr. 3, Sveriges riksbank.

Lagarde, C. (2026), "Navigating energy shocks: risks and policy responses", anförande vid konferensen "The ECB and Its Watchers", organiserad av the Institute for Monetary and Financial Stability vid Goethe University Frankfurt, 25 mars 2026.

Merendino, A. och T. Monacelli (2026), "Supply Chain Uncertainty, Energy Prices, and Inflation", Working paper, reviderad 10 april 2026, Bocconi University.