



# ANFÖRANDE

DATUM: 2022-04-06  
TALARE: Vice riksbankschef Martin Flodén  
PLATS: DI Risk and Return, Grand hotel Stockholm

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

## Penningpolitik för inflation vid målet

Till alldeles nyligen kämpade Riksbanken och många andra centralbanker med en envist låg inflation. Bilden har nu helt förändrats. Om du öppnar en dagstidning idag är det troligt att du hittar flera artiklar som handlar hur snabbt priserna stiger.

### Inflationen kommer att bli mycket högre i år än i vår senaste prognos

Låt mig börja med att sammanfatta den här omsvängningen.

När Riksbankens direktion möttes för det penningpolitiska mötet 30 juni förra året var KPIF-inflationen 2,1 procent medan den underliggande inflationen var 1,2 procent.<sup>1</sup> Vår prognos var då att KPIF-inflationen skulle bli 1,7 procent i genomsnitt under 2022.

Efter det här mötet började inflationen stiga snabbt. Vid vårt senaste penningpolitiska möte, i början av februari, noterade vi att KPIF-inflationen hade stigit till 4,1 procent i december. Inflationsuppgången berodde huvudsakligen på att energipriserna hade stigit i och med att den underliggande inflationen fortfarande var blygsam, 1,7 procent.

Vår prognos i februari var att den underliggande inflationen ändå skulle stiga tydligt som en följd av de höga energipriserna i kombination med en svag kronkurs, fortsatta störningar i globala värdekedjor, höga frakt- och råvarupriser samt högre utländska konsumentpriser. Men vår prognos visade sig vara alldeles för försiktig. Den underliggande inflationen steg till 3,4 procent i februari, jämfört med 2,3 procent i vår prognos.

---

<sup>1</sup> Med "underliggande inflation" avser jag här KPIF-inflationen rensad för energipriser.

Och då har Rysslands invasion av Ukraina ännu inte påverkat priserna i någon större utsträckning. Kriget kommer att påtagligt pressa inflationen ytterligare uppåt, i synnerhet genom högre priser på energi, råvaror och livsmedel.

Det är redan tydligt att såväl KPIF-inflationen som den underliggande inflationen kommer att bli avsevärt högre än vi förväntade vid det senaste penningpolitiska mötet. Vår penningpolitiska plan måste därför anpassas.

## **Penningpolitiken kan föra inflationen tillbaka till målet på medellång sikt**

Det är däremot inte självklart att inflationen kommer att förbli hög på medellång sikt. Riksbankens senaste inflationsprognos, från början av februari, är överspelad. Men andra viktiga prognosmakare har uppdaterat sina prognoser efter det senaste inflationsutfallet, och samtliga förutspår att inflationen faller påtagligt nästa år.<sup>2</sup>

Jag håller med om att inflationen sannolikt blir lägre nästa år, men Riksbanken kan inte ta detta för givet. Hur inflationen utvecklas beror på vilken penningpolitik vi bedriver!

Inflationen kommer inte att återvända till målet om prisökningarna blir mer allmänt accepterade samtidigt som lönebildningen börjar baseras på att inflationen ligger över målet. Penningpolitiken måste därför reagera så att vi behåller förtroendet för inflationsmålet och undviker en pris-lönespiral.

## **Vi behöver höja styrräntan mycket tidigare än vi planerade i februari**

Vårt nästa ordinarie penningpolitiska möte är 27 april. Fram till dess kommer vi att analysera de nya ekonomiska förutsättningarna och se vilka konsekvenser de får för penningpolitiken. Som jag just påpekade är det tydligt att vår bedömning av inflationsutvecklingen, riskbilden kring denna och följderna för penningpolitiken kommer att avvika påtagligt från våra bedömningar i februari. Men innan vi landar i precisa slutsatser behöver ett antal frågor belysas.

En fråga är vad penningpolitiken kan uppnå i det här läget. Jag tänker att det handlar om effekter genom tre kanaler: växelkursen; förväntningarna och förtroendet för inflationsmålet; och den ekonomiska aktiviteten.

Den inflation vi har sett hittills kommer från ekonomins utbudssida, och främst från priser som bestäms internationellt. Riksbankens penningpolitik kan förstås inte påverka internationella råvaru- eller fraktpriser. Det är därför oundvikligt att inflationen förblir hög den närmaste tiden.

---

<sup>2</sup> Den genomsnittliga KPIF-inflationen under 2023 väntas bli 2,2 procent enligt Handelsbanken (17 mars), 2,8 procent enligt Konjunkturinstitutet (30 mars) och 1,8 procent enligt Finansdepartementet (1 april). Den underliggande inflationen väntas bli ungefär en halv procentenhet högre.

Men i viss utsträckning påverkar vår penningpolitik via växelkursen vilka priser det blir i svenska kronor. Kronan har varit ovanligt svag de senaste åren. En högre styrränta skulle sannolikt stärka kronan och därmed till viss del motverka de höga priserna på råvaror och andra importerade produkter.

En viktigare kanal för penningpolitiken är dock förväntningarna och förtroendet för inflationsmålet; Riksbanken kan påverka hur priserna spiller över till inflationsförväntningarna och lönebildningen. I ett bra scenario lyckas Riksbanken ta ner inflationen och slå vakt om förtroendet för inflationsmålet utan att påtagligt dämpa den ekonomiska aktiviteten. För att lyckas med det behöver tydlig kommunikation kombineras med faktiska penningpolitiska beslut. Här finns något av en paradox; ju mer vi gör, desto mindre behöver vi förmodligen göra. Med andra ord: för att behålla förtroendet för inflationsmålet kommer vi att behöva höja styrräntan, men höjer vi räntan i tid behöver vi kanske inte strama åt lika mycket därefter. Förhoppningen är alltså att pris- och lönebildningen då förblir i linje med inflationsmålet utan att den ekonomiska aktiviteten bromsar in påtagligt.

Men om den här strategin misslyckas och en pris-lönespiral börjar uppstå behöver vi höja styrräntan snabbare. Avsikten skulle då vara att dämpa den ekonomiska aktiviteten för att på så sätt hålla tillbaka pris- och löneökningarna.

## Den ekonomiska aktiviteten dämpas redan av andra krafter

Det här leder oss till andra frågor som vi nu behöver analysera för att kalibrera styrkan och tidpunkten för vår penningpolitiska reaktion. Hur mycket kommer den ekonomiska aktiviteten att dämpas av en stramare penningpolitik som medför högre bolåneräntor för högt skuldsatta hushåll? Av snabbt stigande energi- och livsmedelspriser när löneökningarna är blygsamma? Av kriget mellan Ryssland och Ukraina som medför nya störningar i de globala värdekedjorna?

Enligt Taylorprincipen behöver en centralbank höja styrräntan mer än inflationen (eller inflationsförväntningarna) har stigit. Annars faller realräntan och penningpolitiken blir mer expansiv när inflationen stiger.

Taylorprincipen är visserligen en allmänt accepterad utgångspunkt för penningpolitiska handlingsregler, men jag ser två skäl för Riksbanken att nu avvika från den här principen. För det första bortser analysen bakom principen från hur hushållens kassaflöden påverkas av penningpolitiken. Om styrräntan höjs kommer det snabbt att minska hushållens disponibla inkomster eftersom bolåneräntorna då stiger.<sup>3</sup> För det andra har inflationen hittills varit asymmetrisk: priserna har ökat mycket mer än lönerna, vilket har medfört att hushållens reala disponibla inkomster snabbt har minskat.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Det här gäller i synnerhet för den svenska ekonomin eftersom hushållen har stora bolån och räntor med kort bindningstid.

<sup>4</sup> Om policyräntan höjs med en procentenhet kommer den genomsnittliga ränta som hushållen betalar på sina bolån snabbt att öka ungefär lika mycket (ungefär hälften av hushållen har rörlig ränta och den genomsnittliga räntebindingstiden är 1,5 år). Efter ränteavdrag ökar bolåneräntorna med 0,7 procentenheter. Eftersom hushållens skulder uppgår till ungefär 200 procent av disponibel inkomst sjunker hushållens disponibla inkomst (efter ränteutgifter) då med 1,4 procentenheter.

Eftersom löneökningarna fortfarande är blygsamma kommer kassaflödeseffekterna sannolikt att bidra till minskad ekonomisk aktivitet även om penningpolitiken inte följer Taylorprincipen. Taylorprincipen skulle bli betydligt viktigare om en pris-lönespiral börjar utvecklas.

För att veta hur kraftfullt penningpolitiken behöver reagera räcker det inte att vi analyserar hur den ekonomiska aktiviteten utvecklas. Vi behöver även analysera hur ekonomins utbudssida påverkas av störningarna i de globala värdekedjorna och de högre produktionskostnaderna. Vi behöver förstå hur den ekonomiska aktiviteten förhåller sig till ekonomins produktionskapacitet och hur detta påverkar inflationsdynamiken.<sup>5</sup>

## Finanspolitiken påverkar penningpolitiken

Rysslands invasion av Ukraina kan också medföra att den ekonomiska aktiviteten ökar inom vissa områden. Försvarsutgifterna ökar, de europeiska ekonomierna investerar för att minska sitt beroende av rysk energi och kostnaderna för flyktingmottagandet stiger. Vi har också sett finanspolitiska initiativ för att minska effekterna på hushållens ekonomi av prisökningarna på energi och livsmedel.

Det uppstod få problematiska avvägningar mellan inflationen och konjunkturutvecklingen eller mellan penning- och finanspolitiken när inflationen låg under målet och penningpolitiken begränsades av sin effektiva nedre gräns. Sådana avvägningar har dock tidigare varit det normala, och de börjar nu dyka upp igen. Det är ändå tänkbart att riktade finanspolitiska initiativ kan göra det lättare att nå inflationsmålet, till exempel om de innebär att kraven på kompensation i löneförhandlingarna minskar.

## Inflationen är nu hög men penningpolitiken kommer att reagera och föra inflationen tillbaka till målet

Inflationen – såväl inklusive som exklusive energi – kommer att bli avsevärt högre än vi förväntade oss i februari. Vi kan inte göra mycket åt inflationens kortsiktiga utveckling, men vår penningpolitik kan se till att inflationen inte blir varaktigt hög. För att veta när, och hur kraftfullt, penningpolitiken behöver reagera måste vi bedöma hur robusta inflationsförväntningarna och lönebildningen nu är och hur den ekonomiska utvecklingen påverkas av den senaste tidens händelser.

Jag kommer under de kommande veckorna att analysera och diskutera med mina kollegor vad allt detta betyder för vår penningpolitik. Före vårt penningpolitiska möte om tre veckor kommer dessutom nya datautfall och annan ny information som vi behöver värdera. Jag vill betona att slutsatserna för vårt nästa penningpoli-

---

Energiutgifter utgjorde 6 procent av hushållens konsumtion baserat på 2020 års priser, motsvarande ungefär 5 procent av hushållens disponibla inkomst. Om energipriserna blir 40 procent högre under 2022 jämfört med 2020 – vilket nu inte verkar osannolikt – ökar hushållens utgifter med 2 procent av disponibel inkomst (förutsatt att konsumtionsmönstret är oförändrat). Kassaflödeseffekten av högre energipriser motsvarar således ungefär kassaflödeseffekten av sex räntehöjningar med 0,25 procentenheter.

<sup>5</sup> Under senare år har Phillipskurvan diskuterats flitigt, dvs. sambandet mellan å ena sidan den ekonomiska aktiviteten i förhållande till produktionskapaciteten och å andra sidan inflationen. Det finns vissa tecken på att sambandet har försvagats.

tiska beslut därför ännu inte är klara. Men det är redan nu tydligt att vi måste omvärdera och påtagligt revidera vår penningpolitiska plan. För att säkerställa att inflationen återvänder till målet på medellång sikt och att förtroendet för inflationsmålet förblir gott behöver vi höja räntan betydligt tidigare än vi planerade i februari.