

TAL

DATUM: 2024-05-20
TALARE: Riksbankschef Erik Thedéen
PLATS: Nationalekonomiska föreningen, Stockholm

Reflektioner kring de senaste årens höga inflation¹

Tack för inbjudan till det här traditionsenliga mötet i Nationalekonomiska Föreningen. I min kalender är det här mötet ett vårtecken så gott som något och en tillställning att se fram emot. Här har jag chansen att diskutera ett ämne lite mer på djupet och får också möjligheten att lyfta fram ny och intressant analys gjord av medarbetare på Riksbanken.

De senaste åren har varit tuffa och turbulenta. Först kom pandemin och kastade hela världen in i en enorm hälsokris som också fick stora ekonomiska effekter. När världen hade börjat återhämta sig från pandemin invaderade Ryssland Ukraina, vilket utöver det mänskliga lidandet också har fått stora ekonomiska konsekvenser och lett till geopolitisk oro. Dessutom pågår det sedan i höstas ett krig mellan Israel och Hamas, som har spätt på den geopolitiska oron och lett till fruktansvärda humanitära konsekvenser. Så det finns fortsatt många orosmoln och på så sätt är den här turbulenta perioden inte över. Men från ett inflationsperspektiv ser det betydligt ljusare ut nu.

När jag var här i maj förra året var inflationen fortfarande för hög. Riksbanken hade höjt styrräntan med 0,5 procentenheter till 3,5 procent i april och vi betonade vikten av att inflationen snabbt kom ned till inflationsmålet. För att säkerställa det höjde vi sedan styrräntan till 4 procent, och där har vi hållit den sedan september förra året till för två veckor sedan (se diagram 1). Under tiden har KPIF-inflationen sjunkit trendmässigt ned mot 2 procent och vi har nu börjat sänka räntan.

Sedan inflationsmålet infördes på 1990-talet har utmaningarna framför allt handlat om att navigera i en miljö med låg inflation. De senaste åren är faktiskt

¹ Tack till Björn Andersson och Iida Häkkinen Skans för hjälp med talet. Tack också till Hanna Armelius, Aino Bunge, Mattias Erlandsson, Martin Flodén, Marie Hesselman, Peter Kaplan, Mathias Klein, Stefan Laséen, Märten Löf, Stefania Mammos, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner, Pär Stockhammar, Klara Strömberg och Oskar Tysklind för underlag och värdefulla synpunkter samt Elizabeth Nilsson för översättning.

första gången inflationsmålpolitiken på allvar har prövats på uppsidan och – som det ser ut – klarat en stor uppgång i inflationen. När vi nu har passerat räntehöjningscykeln och har börjat sänka räntan kan det vara lämpligt att reflektera över perioden vi har gått igenom.

Jag tänker i dag börja med att gå igenom orsakerna till att inflationen steg som den gjorde. Vad var det egentligen som hände? Ibland hör man tvärsäkra påstående av typen att det bara var en fråga om stora prisökningar på energi eller en effekt av Rysslands invasion av Ukraina. Båda dessa faktorer har förvisso bidragit men är inte hela förklaringen. Jag tänker gå lite djupare in på en faktor som också var betydelsefull och som dessutom kan ha implikationer för penningpolitiken på sikt, nämligen företagens prissättningsbeteende. Jag vill också ta upp den realekonomiska utvecklingen. Ser man tillbaka på de senaste åren är det slående att realekonomin totalt sett har utvecklats bättre än vad många befarade att den skulle göra med flera procentenheters högre räntor. Slutligen vill jag också lyfta blicken och säga några ord om den tänkbara utvecklingen framöver.

Inflationsuppgången – vad var det som hände?

Men låt mig alltså börja med inflationen. Under 2021 började inflationen stiga från en låg nivå både i omvärlden och i Sverige. Vid årsskiftet 2021/2022 var inflationen, mätt som den årliga procentuella förändringen av KPIF, kring 4 procent, vilket då var den högsta inflationssiffran vi haft i Sverige på trettio år. I februari 2022 bedömde Riksbanken att inflationen sannolikt skulle falla tillbaka mot slutet av året men som bekant blev utvecklingen den helt motsatta. Inflationen tog ordentlig fart och i december 2022 var KPIF-inflationen tvåsiffrig. Vad var det som hände?

Snabb återhämtning efter pandemin i kombination med globala utbudsstörningar

För att förstå utvecklingen måste vi först backa tillbaka till pandemin 2020. När länderna stängde ned föll efterfrågan dramatiskt eftersom människor anpassade sitt beteende till både tvingande och självpåtagna restriktioner. Det drabbade den svenska ekonomin via en nedgång i efterfrågan både utomlands och i Sverige, där företag inom många tjänstebanscher, som hotell och restaurang, drabbades särskilt hårt. Men pandemin innebar också att internationella distributionskedjor bröts och att anställda blev sjuka, vilket gjorde att företagen fick svårare att upprätthålla produktionen. Pandemin drabbade alltså ekonomin via både efterfråge- och utbudssidan.

I takt med att hushållen drog ner på sin konsumtion ökade deras sparande markant.² Eftersom hushållen under en lång tid hade behövt hålla tillbaka sin konsumtion blev återhämtningen sedan mycket snabb när effektiva vaccin kom på plats och länderna kunde börja öppna upp under 2021. Inom vissa verksamheter steg aktiviteten från så gott som obefintlig till mycket höga nivåer på kort tid (se diagram 2). Jämfört med 1990-talskrisen och den globala finanskrisen 2008 återhämtade sig BNP mycket snabbare efter pandemin (se diagram 3).

I många länder hade utbudet av arbetskraft minskat kraftigt eftersom många hade lämnat arbetskraften under pandemin. I Sverige gick det totala arbetskraftsdeltagandet inte ner nämnvärt, men många valde att omskola sig eller byta bransch. När efterfrågan snabbt återhämtade sig hade många företag därför svårt att rekrytera arbetskraft med rätt kompetens. Bristen på arbetskraft fick lönerna att stiga relativt mycket i flera länder.

Återhämtningen understöddes av olika finanspolitiska stöd, som på en del håll var mycket omfattande.³ För hushållen handlade det bland annat om stöd i form av arbetslöshetsersättning och sjukpenning. I USA betalades det också ut stora summor i direkta kontantstöd. Företag fick stöd i form av bidrag och garantier för att täcka bortfall av intäkter och för att kunna fortsätta låna till en förhållandevis låg kostnad. I Europa fanns också permitteringsstöd som räddade många löntagare från uppsägning. Stöden från finanspolitiken var stora generellt men i jämförelse med i USA och andra europeiska länder var de finanspolitiska stödåtgärderna relativt sett mindre i Sverige.⁴ Samtidigt är det svårt att jämföra, eftersom trygghetssystemen som redan fanns på plats gav olika skydd i olika länder. Det är också svårt att jämföra hur effektiva åtgärderna var i olika länder. Till exempel skapar permitteringsstöd en stabilitet i sysselsättningen på kort sikt men kan på längre sikt minska dynamiken i ekonomin och bidra till att produktiviteten utvecklas svagare.

Globala utbudsstörningar dröjde sig kvar längre än väntat

Uppgången i den globala efterfrågan bidrog till att råvarupriser på metaller och livsmedel steg snabbt under 2021. Samtidigt fanns det kvar störningar i den globala handeln som bland annat gjorde att priserna på frakter ökade mycket. Priserna på insatsvaror steg till rekordhöga nivåer för både industri- och tjänsteföretag. Detta påverkade producentpriserna med viss eftersläpning, men avtrycket i svenska konsumentpriser var till en början rätt litet. Detta var inte så

² I Sverige steg överskottssparandet, det vill säga skillnaden mellan ett normalt sparande och ett tillfälligt högre sparande, till en historiskt hög nivå och uppgick under första kvartalet 2022 till drygt 5 procent av hushållens disponibla inkomster. Se fördjupningen "Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin" i Penningpolitisk rapport, september 2023, Sveriges riksbank.

³ Se till exempel fördjupningen "Expansiv finanspolitik i omvärlden bidrar till återhämtningen" i Penningpolitisk rapport, juli 2021.

⁴ Se SOU 2022:10, "Sverige under pandemin", slutbetänkande av Coronakommissionen.

förvånande i sig, eftersom sambandet mellan råvarupriserna och konsumentpriserna brukar vara svagt. Under 2021 började också energipriserna, särskilt elpriserna, att öka i snabb takt. Det bidrog i stor utsträckning till att KPIF-inflationen pressades upp en bit över inflationsmålet – exklusive energi var KPIF-inflationen kring 2 procent i slutet av 2021.

Mycket av diskussionerna kring penningpolitiken i slutet av 2021 och början på 2022 handlade om i vilken utsträckning dessa faktorer skulle få en tillfällig eller mer permanent effekt på inflationen.⁵ Hur mycket av sina ökade kostnader skulle företagen föra vidare via högre priser? Givet att priserna i producentledet hade stigit snabbt skulle konsumentpriserna sannolikt öka med viss eftersläpning. Historiska mönster talade för en begränsad och tillfällig uppgång, men hur stor tilltro kunde man ha till de mönstren under de exceptionella omständigheter som rådde? Eftersom uppgången i KPIF-inflationen främst berodde på energipriserna, och Riksbanken bedömde att bidraget från dem skulle minska under 2022, var prognosen att inflationen skulle falla tillbaka mot slutet av året.

Men situationen förvärrades i februari 2022 när Ryssland invaderade Ukraina. Nya störningar i de globala värdekedjorna uppstod. Utbudet av rysk olja och gas minskade, liksom av jordbruksvaror från Ukraina. Detta fick världsmarknadspriserna på vissa livsmedel att stiga och istället för att falla tillbaka steg energipriserna ännu mer. Inflationen fick därmed en extra skjuts och fortsatte att stiga globalt. Efter det penningpolitiska mötet i februari 2022 visade KPIF-utfallen för början av året att särskilt priserna på livsmedel och övriga varor hade bidragit till en snabb uppgång i inflationen. Uppenbarligen hade takten i prisökningarna på varor ökat generellt i början av 2022 och den underliggande inflationen steg snabbare och blev betydligt högre än väntat.⁶ Under våren steg också ökningstakten i många tjänstepriser, vilket var ett tecken på att det även fanns ett mer inhemskt genererat inflationstryck.

Under sommaren och hösten 2022 fortsatte KPIF-inflationen att stiga i takt med att prisökningarna på livsmedel och övriga varor blev allt större (se diagram 4). I december var inflationen drygt 10 procent och knappt 8,5 procent borträknat energipriserna. Under 2023 växlade inflationen dock ned gradvis. Till att börja med minskade bidraget från energipriserna, som hade fallit under slutet på 2022. Men inflationen enligt KPIF exklusive energi var ändå påtagligt högre än väntat i början av 2023. Bidragen från priserna på livsmedel och övriga varor minskade gradvis under året, men tjänstepriserna ökade oväntat snabbt. I slutet av 2023 var

⁵ Se till exempel fördjupningarna "Hur påverkar högre råvarupriser och fraktkostnader svensk inflation?" i Penningpolitisk rapport, juli 2021, "En högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?" i Penningpolitisk rapport, november 2021 och "Höga energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?" i Penningpolitisk rapport, februari 2022.

⁶ Se fördjupningen "Prisökningarna sprider sig i ekonomin" i Penningpolitisk rapport, juni 2022.

inflationen exklusive energi drygt 5 procent och det var framför allt tjänstepriserna som höll inflationen uppe.

Den stora uppgången i energipriserna fick spridningseffekter

Förutom att kvarvarande störningar i globala värdekedjor drev upp priserna på insatsvaror och frakter blev alltså uppgången i energipriserna både större och mer utdragen än förväntat. Det innebär att spridningseffekterna från energipriserna till övriga priser också blev större än väntat. Spridningen gick via indirekta effekter där de stora prisökningarna på energi drev upp företagens produktionskostnader som fördes vidare till konsumenterna via större prisökningar på varor och tjänster. I Sverige fick vi dock i mycket liten utsträckning andrahandseffekter via stora löneökningar som skulle kompensera för de stora prisökningarna.

Energipriserna brukar vara volatila och påverka den uppmätta inflationen ganska mycket. Men även om energipriserna steg dramatiskt är de inte hela förklaringen till att inflationen steg så snabbt och så mycket som den gjorde. Riksbankens och Konjunkturinstitutets tidigare försök att uppskatta de indirekta effekterna på inflationen av en permanent förändring av oljepriset eller elpriset visade att de indirekta effekterna har varit ungefär lika stora som den direkta effekten. De indirekta effekterna kommer däremot med fördröjning och fördelas över en längre period.⁷ I slutet av 2021 var det direkta bidraget från energipriserna till KPIF-inflationen nära 2,5 procentenheter och bidraget var kvar på nästan samma nivå fram till hösten 2022, med undantag för enstaka månadsutfall. Enligt skattningarna av indirekta effekter kunde man som tumregel därför ha förväntat sig att KPIF-inflationen skulle ha pressats upp med ytterligare 2,5 procentenheter sammantaget 2022–2024. Eftersom inflationen steg betydligt mer och snabbare kan därmed indirekta effekter inte vara hela förklaringen.

Utvecklingen väckte frågor om företagens prissättning

Man bör dock komma ihåg att beräkningar av den här typen av samband är mycket osäkra, vilket också betonades då Riksbanken och Konjunkturinstitutet publicerade sina skattningar. Beräkningarna fångar den genomsnittliga effekten på inflationen av tidigare förändringar i energipriserna. Men hur företagen faktiskt sätter sina priser när energipriserna och andra produktionskostnader ökar kommer att påverkas av en rad faktorer som beror på omständigheterna.

Den stora och snabba uppgången i inflationen 2021–2022 väckte frågor kring detta. Hur brukar företagen sätta sina priser när kostnaderna ökar och på vilket

⁷ Se M. Bjellerup och M. Löf (2008), "Oljeprisets effekter på svensk inflation", Ekonomiska kommentarer nr 4, Sveriges riksbank, fördjupningen "Energipriser och svensk inflation" i Penningpolitisk rapport, februari 2008, Sveriges riksbank, samt fördjupningen "Råoljeprisets betydelse för konsumentpriserna" i Konjunkturläget mars 2016, Konjunkturinstitutet.

sätt var denna period annorlunda? I vilken utsträckning var de stora prisökningarna ett tecken på ett ändrat prissättningsbeteende där företagen nu kanske höjde priserna ovanligt mycket i förhållande till kostnadsökningarna? Ny analys de senaste åren har gett oss intressanta insikter och en del svar på dessa frågor, även om databegränsningar gör det svårt att uttala sig med säkerhet.

Uppgången i inflationen sammanföll med att priserna höjdes allt oftare

Normalt analyserar Riksbanken utvecklingen av KPIF och prisökningarna i relativt stora undergrupper som varor, tjänster, livsmedel och så vidare. SCB:s beräkningar av inflationen utgår dock från ett mycket stort datamaterial med priserna på enskilda produkter. Sedan några år tillbaka bedriver forskare på Riksbanken ett forskningsprojekt för att analysera utvecklingen av priserna på denna mikronivå och fördjupa våra kunskaper om företagets prissättningsbeteende och hur detta är kopplat till prisökningarna på aggregerad nivå.⁸

Det visar sig till exempel att **frekvensen** i prisförändringarna, det vill säga hur ofta priserna ändras, verkar spela en större roll för inflationen än **storleken** på dem. Analysen av priser på mikronivå visar att frekvensen i prisändringarna – både höjningar och sänkningar – ökade under 2010-talet fram till pandemin, medan den genomsnittliga storleken på förändringarna var ganska stabil.⁹ Både inom och mellan olika grupper av produkter var det stora skillnader. Generellt ändrades priserna på livsmedel och varor i genomsnitt oftare än priserna på tjänster.

I början av pandemin 2020 höjdes priserna mer sällan (se diagram 5). Men från sommaren 2021 skedde det en dramatisk förändring. Frekvensen i prishöjningarna ökade då märkbart. Samtidigt sänktes priserna mer sällan. Skillnaden i frekvensen av höjningar och sänkningar blev alltså allt större och samtidigt steg inflationen i snabb takt.¹⁰ Kanske något förvånande blev den genomsnittliga storleken på prisförändringarna bara något större under perioden, så uppgången i inflationen sammanföll framför allt med att företagen i genomsnitt höjde sina priser **oftare** snarare än att de höjde dem **mer**.

Detta är preliminära resultat från forskningsprojektet som pågår för fullt. Framöver kommer Riksbanken löpande att få data om priserna på mikronivå och

⁸ Se till exempel E. Ahlander, M. Carlsson och M. Klein (2023), "Price pass-through along the supply chain: Evidence from PPI and CPI microdata", Working Paper nr. 426, Sveriges riksbank, eller J. Ewertzh, M. Klein och O. Tysklind (2022), "Prisförändringar i Sverige – insikter från nya mikrodata", Ekonomiska kommentarer nr 1, Sveriges riksbank. Studien använder data för perioden 2010–2018.

⁹ Att frekvensen i prisförändringarna ökade under 2010-talet beror sannolikt delvis på att mätmetoder ändrades under perioden. Under 2013 infördes till exempel skannerdata för livsmedel på bred front, vilket fick den rapporterade frekvensen i prisändringar på livsmedel att öka markant.

¹⁰ Detta verkar inte vara unikt för Sverige. I till exempel Kanada ändrades företagets prissättningsbeteende på ett liknande sätt, se Bank of Canada (2024), "Analyzing businesses' price-setting behaviour", Box 3, Monetary Policy Report, April.

det är möjligt att man inom forskningsprojektet kan utveckla en inflationsindikator från informationen om frekvensen i prisändringarna. Även om det inte nödvändigtvis är en ledande indikator skulle den ändå kunna komplettera andra indikatorer och ge en fylligare bild av utvecklingen – att döma av de senaste åren är det i alla fall värt att hålla ögonen på inflationen när priserna börjar höjas allt oftare.

Generellt ökade priserna ungefär lika mycket som företagens kostnader

För att förstå inflationsuppgången behöver man dock också se hur prisökningarna förhållit sig till företagens kostnader. Under 2022 och 2023 genomförde Konjunkturinstitutet en sådan studie på uppdrag av regeringen.¹¹ Den huvudsakliga slutsatsen från studien är att KPIF steg ungefär lika mycket som näringslivets kostnader från våren 2019 till och med våren 2023 – kostnader som drevs upp av stigande importpriser på rå- och insatsvaror samt, i något större utsträckning, högre kostnader för arbetskraft. Men det var stora skillnader i prisutvecklingen mellan olika produktgrupper. Mindre prisökningar än kostnadsökningar på vissa produkter, framför allt tjänster, motverkade effekten av större prisökningar än kostnadsökningar på andra produkter, framför allt varor.

Livsmedelspriserna har varit av särskilt intresse och Konjunkturinstitutets sammantagna bedömning är att konsumentpriserna på livsmedel ökade mer än vad som motiverades av produktionskostnaderna. Det är däremot svårt att bedöma om det var någon särskild del av livsmedelskedjan som stod för huvuddelen av prisökningen. Ett intressant resultat i studien är att förändringar av bland annat energipriserna och växelkursen ser ut att ha påverkat livsmedelspriserna betydligt mer sedan 2022 – inte bara för att förändringarna var större än tidigare, utan också för att prissättningen ser ut att ha reagerat mer på förändringarna än den gjort förut. Även företag i allmänhet kan ha varit något snabbare med att föra vidare sina kostnadsökningar till konsumenterna de senaste åren.

Starkare samband mellan producent- och konsumentpriser

Genomslaget från kostnadsökningar till prisökningar ser alltså ut att ha varit större än tidigare. Ett annat tecken på detta är att sambandet mellan producent- och konsumentpriser verkar ha blivit starkare. Konsumentpriser är priserna på de varor och tjänster som hushållen konsumerar medan producentpriser är priserna i det första försäljningsledet, det vill säga försäljningspriserna på varor och tjänster som svenska företag producerar och som svenska importörer köper in. Om man jämför utvecklingen av producentpriserna och konsumentpriserna totalt sett för

¹¹ Konjunkturinstitutet analyserade utvecklingen av priser i förhållande till kostnaderna inom olika branscher i fyra specialstudier. Resultaten från dessa sammanfattas i specialstudien Prissättning hos svenska företag 2023.

livsmedel och andra varor under 2000-talet var sambandet relativt svagt fram till de senaste åren, om än något tydligare för livsmedel. Att genomslaget normalt är olika i olika varugrupper bekräftas av en studie av mer finfördelade data.¹²

En viktig förklaring till att förändringar av producentpriserna inte brukar få fullt genomslag på konsumentpriserna är att inköp av varor bara utgör en del av företagets totala kostnader. Konsumentpriserna kommer därför inte att variera lika mycket som producentpriserna, även om företagen låter förändringar av kostnaderna direkt påverka priserna. Företagen kan också välja att låta variationer i inköpskostnaderna slå på vinstmarginalerna i stället för att direkt vältra över dem till kunderna, till exempel om det är förenat med kostnader eller konkurrensnackdelar att ändra priserna ofta. De senaste åren verkar dock genomslaget från producent- till konsumentpriser ha varit större och snabbare än tidigare.¹³

Större genomslag på konsumentpriserna av en svagare krona

Tecken på att det förhållit sig på det viset ser man också i genomslaget från växelkursen till inflationen. Med vissa variationer har kronan under en längre tid försvagats jämfört med en handelsviktad korg med valutor, men utvecklingen var särskilt tydlig från inledningen av 2022 fram till slutet av 2023. Jämfört med dollarn och euron försvagades kronan mycket under kort tid och jag diskuterade tänkbara orsaker till utvecklingen på ett SNS-seminarium förra året.¹⁴ Eftersom en svagare växelkurs höjer priserna på importerade produkter i kronor räknat var växelkursen ytterligare en orsak till de svenska företagens kostnadsökningar 2022–2023.

Baserat på tidigare beräkningar skulle man förvänta sig att variationer i växelkursen har måttliga effekter på inflationen – en tumregel utifrån olika empiriska skattningar har varit att om växelkursen varaktigt försvagas med 10 procent mot en handelsviktad korg med valutor skulle det medföra cirka 0,5 procentenheters högre inflation efter ett år.¹⁵ Med tanke på att inflationen ökade flera procent-

¹² Generellt verkar genomslaget vara snabbare för varor, till exempel livsmedel, vars priser uppdateras ofta, se E. Ahlander, M. Carlsson och M. Klein (2023), "Price Pass-Through Along the Supply Chain: Evidence from PPI and CPI Microdata", Sveriges riksbank Working Paper Series 426. Som studien påpekar finns det dock betydande skillnader i vilka varor producentpris- och konsumentprisindex täcker in och hur de viktas ihop. Det gör det svårare att studera sambandet mellan indexen. Ett sätt att minska det problemet är att matcha likartade produkter i producent- och konsumentled med hjälp av mikrodata för priser.

¹³ Se analysen "Sambandet mellan producent- och konsumentpriser", Penningpolitisk rapport, mars 2024.

¹⁴ Se "Kronan kommer att stärkas på sikt", tal 22 september 2023 och fördjupningen med samma titel i Penningpolitisk rapport, september 2023. En diskussion om kronan i ett längre perspektiv och penningpolitikens roll för växelkursens utveckling finns i C.-J. Belfrage, J. Hansson och A. Vredin (2023), "Hur ska man se på kronans utveckling?", Ekonomisk kommentar nr 3, Sveriges riksbank.

¹⁵ Se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i Penningpolitisk rapport, december 2016.

enheter under 2022 fanns det misstankar om att genomslaget av kronförsvagningen var betydligt större och snabbare än tidigare.¹⁶ Till exempel ökade varupriserna snabbare i Sverige än i euroområdet och jämfört med grannländerna ökade varupriserna snabbare i Sverige och Norge, vars kronor försvagades mot euron, än i Danmark vars krona är knuten till euron.

Den snabba inflationsuppgången generellt i omvärlden har också gjort att forskningen börjat fokusera på frågan om genomslaget varierar beroende på tillståndet i ekonomin.¹⁷ En färsk riksbanksstudie har undersökt om det förhållit sig så när det gäller kronans genomslag på olika inflationsmått från 2000 fram till hösten 2023.¹⁸ Studien finner att genomslaget på KPIF-inflationen i genomsnitt är i linje med Riksbankens tidigare beräkningar. Dessa ligger i sin tur nära resultat för andra utvecklade ekonomier. Däremot ser det ut att finnas ett icke-linjärt samband där en försvagad växelkurs får betydligt större genomslag på inflationen i tider av geopolitisk osäkerhet eller när den inhemska inflationen är över inflationsmålet.

Varför var genomslaget från kostnader till priser större den här gången?

Mycket tyder alltså på att företagen har låtit kostnadsökningarna slå igenom i prisökningar i större utsträckning de senaste åren än vad de gjort tidigare under 2000-talet. Den naturliga följdfrågan är varför. Vad var skillnaden från tidigare episoder när produktionskostnaderna ökade?

En uppenbar skillnad är de speciella omständigheterna och storleken på störningen som påverkade företagen den här gången. Kostnaderna steg snabbt och mycket via högre priser på energi, råvaror, insatsvaror, frakter och så vidare i ett läge där många företag redan var pressade sedan pandemin. För vissa företag var det helt enkelt inte möjligt att jämna ut de ökade kostnaderna på normalt sätt via sina marginaler, och därför förde de över kostnaderna på konsumentpriserna i större utsträckning än tidigare. Andra kunde då följa efter och höja sina priser.

Hushållen hade också ett uppdämt behov av att konsumera efter pandemin så efterfrågan i ekonomin var hög. Hushållen var beredda att betala mer för vissa varor och tjänster som man inte hade kunnat konsumera på länge. Det gjorde det lättare för företagen att höja priserna, eftersom de löpte mindre risk att förlora kunder. Det är också möjligt att hushållen åtminstone till viss del accepterade prisökningar i större utsträckning, eftersom de kunde se och förstå att företagen

¹⁶ Se fördjupningen "Kronans genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort" i Penningpolitisk rapport, november 2023.

¹⁷ Se till exempel faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög" i Penningpolitisk rapport, juni 2023.

¹⁸ Se M. Almgren och D. Stoyko (2024), "Is there state-dependency in the exchange rate pass-through to inflation in Sweden?", Staff memo, april, Sveriges riksbank.

kämpade med stora kostnadsökningar.¹⁹ Men som till exempel debatten om de höga livsmedelspriserna under våren 2023 visade var det sannolikt en faktor som kan ha spelat en större roll för vissa varor och tjänster än för andra.

Uppgången i inflationen berodde på en kombination av hög efterfrågan och utbudsstörningar

Vad kan man då lära av den här turbulenta perioden med hög inflation? Jag diskuterade detta i ett tal i vintras och jag tycker att utvecklingen sedan dess och ny analys stöder de slutsatser som jag drog då.²⁰ En första slutsats är att uppgången i inflationen drevs av en kombination av faktorer på både utbuds- och efterfrågesidan. Det har varit stort fokus på den frågan i debatten om penningpolitiken, där argumentet har varit att uppgången i inflationen i princip enbart var en effekt av utbudsstörningar som penningpolitiken inte har kunnat påverka.

Ett av Riksbankens analysprojekt har med hjälp av olika modeller studerat inflationens drivkrafter uppdelade på utbuds- och efterfrågefaktorer under perioden med hög inflation.²¹ Resultaten visar att båda har påverkat inflationen. Sammantaget tyder resultaten på att lite mer än hälften av de senaste årens inflation kan hänföras till utbuds faktorer och resten till efterfrågefaktorer (se diagram 6). Resultaten varierar dock till exempel beroende på vilken modell som används.

Stramare penningpolitik var nödvändig för att inflationen skulle komma tillbaka till målet

Sådana här uppdelningar gör det lättare för oss att förstå vad som driver den ekonomiska utvecklingen. Men som jag diskuterade i mitt tal i december kan penningpolitiken inte bara reagera när inflationen drivits upp av efterfrågefaktorer och helt bortse från uppgångar som beror på utbuds faktorer. Även inflationsimpulser från utbudssidan kan sprida sig – till exempel genom ett förändrat prissättningsbeteende, som jag har varit inne på idag, och genom förväntningar om inflationen framöver. Förväntningar formas inte i ett vakuum – om inte Riksbanken agerar för att se till att inflationen på sikt ligger vid målet kan trovärdigheten för målet minska.

Penningpolitik handlar mycket om just förväntningar och trovärdighet. Även om inflationsuppgången alltså till ganska stor del orsakades av olika utbudsstörningar relaterade till pandemi och krig – som centralbanker inte direkt kan påverka – så

¹⁹ Min kollega Anna Breman diskuterade bland annat detta i sitt tal "Inflationens psykologi" den 12 april 2024.

²⁰ E. Thedéen (2023), "Lärdomar från en turbulent period", tal 20 december, Sveriges riksbank.

²¹ M. Löf och P. Stockhammar (2024), "Vad drev inflationsuppgången?", kommande Staff memo, Sveriges riksbank.

var det viktigt att strama åt penningpolitiken. Syftet med Riksbankens räntehöjningar har varit att få inflationen tillbaka till målet inom rimlig tid utan att bromsa den ekonomiska aktiviteten onödigt mycket. Att inflationen nu har kommit ned och ligger nära inflationsmålet beror på att de globala störningarna har avtagit och att den strama penningpolitiken har dämpat efterfrågan.

Vad hade hänt om vi inte höjt räntan? I kritiken av räntehöjningarna är det sällan denna kontrafaktiska utveckling kommenteras. Det är av naturliga skäl svårt att ge exakta siffror men baserat på den effekt som penningpolitiken har haft tidigare skulle inflationen ha blivit betydligt högre. Modellskattningar visar att den sannolikt hade toppat någonstans runt 14 procent i stället för cirka 10 procent om vi bara hade höjt räntan mycket lite eller inte alls under 2022.²²

Dessutom tar de här modellerna inte hänsyn till att långvariga avvikelser från inflationsmålet riskerar att leda till att hushåll och företag tappar förtroende för inflationsmålet. Om de börjar räkna med att den höga inflationen kommer att bestå under en längre tid, kan detta bli självuppfyllande och det kan uppstå så kallade pris-lönespiraler. I sådana fall blir det ännu svårare och ännu mer kostsamt för realekonomin att få ned inflationen, vilket erfarenheterna från 1970- och 1980-talen visar. Jag bedömer därför att Riksbankens räntehöjningar var nödvändiga, både för att hindra att inflationen blev ännu högre och för att hålla de långsiktiga inflationsförväntningarna förankrade vid målet. Det har vi lyckats med (se diagram 7).

Men det är naturligtvis inte bara Riksbankens förtjänst. I arbetet med att få ned inflationen har vi i Sverige också haft nytta av en välfungerande lönebildning och en återhållsam finanspolitik. Löneökningarna har varit något högre än tidigare, men relativt måttliga givet den höga inflationen och lägre än i många andra länder. Men en lönebildning som utgår från inflationsmålet förutsätter att även Riksbanken gör sitt jobb och för inflationen ned till målet igen inom rimlig tid. Om vi inte hade gjort det så skulle förutsättningarna inför höstens avtalsförhandlingar sett annorlunda ut.

Var står vi nu?

Detta om åren med hög inflation. Var står vi nu? Inflationen har alltså kommit ned och väntas stabiliseras runt 2 procent. Inflationsförväntningarna är dessutom väl förankrade och löneökningarna är måttliga. Riksbanken har börjat sänka räntan. Anpassningen av penningpolitiken framöver kommer att präglas av försiktighet,

²² Se A. McKay och C. Wolf (2023), "What can time-series regressions tell us about policy counterfactuals?", *Econometrica*, vol. 91, issue 5, och S. Laséen och C. Nilsson (2024), "Hur påverkar Riksbankens penningpolitik den svenska ekonomin: stiger inflationen när räntan höjs?", Staff memo, januari, Sveriges riksbank.

med gradvisa sänkningar av styrräntan. Jag har framställt det som att inflationsuppgången är avklarad och det mesta tyder på att så är fallet. Men osvuret är bäst i prognosbranschen och det finns alltså risk för bakslag. Den geopolitiska oron skulle till exempel kunna tillta och leda till förnyade utbudsstörningar. Det är också fortsatt osäkert hur växelkursen och företagens prissättning utvecklas framöver.

Inflationen har kommit ned men det betyder inte nödvändigtvis att gamla samband gäller igen

Som jag har beskrivit finns det alltså tydliga tecken på att det händer något med företagets prissättningsbeteende när inflationen var hög. Sambandet mellan producentpriser och konsumentpriser, mellan energipriser och konsumentpriser samt mellan växelkurs och inflation har inte följt historiska mönster. Nu har inflationen kommit ned och en relevant fråga är om det samtidigt innebär att vi är tillbaka i gamla samband igen. Det finns förvisso tecken på att prissättningen håller på att normaliseras och att prisökningarna i producentledet har minskat.²³ Frekvensen i konsumentprishöjningar har minskat stadigt sedan början på 2023 och låg i början på 2024 på ungefär samma nivå som före pandemin (se diagram 5). Enligt konjunkturbarometern och Riksbankens företagsundersökning är företagets planer på prishöjningar nu mer blygsamma, även om det finns skillnader mellan olika branscher. Som jag nämnde finns det också resultat som tyder på att genomslaget från växelkursen bör bli mer normalt när inflationen åter är nära målet. En normalisering verkar alltså pågå.

En slutsats från de senaste åren är dock att man inte alltid kan lita på att gamla samband fortsatt gäller – inte ens samband som varit stabila under längre perioder. Som beslutsfattare behöver man vara beredd på detta för det är lätt att fångas av den rådande tidsandan. Det kan låta självklart men är i praktiken svårt. Med facit i hand kan det förefalla uppenbart att samband har ändrats. Men besluten fattas i realtid, för det mesta baserade på data som släpar efter.

Vi vet nu att inflationen inte alls "är död", som det ibland tillspetsat uttrycktes när inflationen under en lång period låg under centralbankernas inflationsmål. Tröskeln för att höja priser kan vara lägre nu än den var tidigare så att inflationen kan ta fart på allvar under vissa omständigheter. Vi bör därför inte ta för givet att prissättningsbeteendet och sambanden mellan kostnader och priser återgår till de som gällde innan de senaste årens inflationsuppgång. För penningpolitiken blir det viktigt att följa indikatorer som snabbt kan spegla hur prissättningen förändras. Riksbanken har också i större utsträckning börjat använda olika

²³ Se analysen "Sambandet mellan producentpriser och konsumentpriser" i Penningpolitisk rapport, mars 2024.

scenarier, som tydligt fokuserar på tänkbara konsekvenser för inflationen och därmed för räntan om utvecklingen inte skulle följa gamla samband.²⁴

Totalt sett har den svenska ekonomin varit mer motståndskraftig mot ränteuppgången än förväntat

I december noterade jag att det återstod att dra slutsatser om hur realekonomin har påverkats under åren med hög inflation och räntehöjningar. Syftet med penningpolitiken under räntehöjningscykeln var att få tillbaka inflationen till målet inom rimlig tid utan att bromsa den ekonomiska aktiviteten onödigt mycket. Vi vet nu mer om hur det har gått, även om det fortfarande är lite för tidigt att säga hur väl det lyckats. Det är möjligt att vi inte har sett riktigt hela effekten av räntehöjningarna på arbetsmarknaden än. Varslen om uppsägningar ligger på relativt höga nivåer och arbetslösheten har stigit något. Dessutom har antalet lediga jobb minskat. Det finns därför en risk att den realekonomiska utvecklingen blir sämre än väntat och även att inflationen blir lägre än målet.

Men så här långt kan man i alla fall konstatera att realekonomin i Sverige liksom i omvärlden inte har påverkats av ränteuppgången i lika stor utsträckning som många väntade sig. Det är kanske mer noterbart i Sveriges fall med tanke på att vi gick in i perioden av räntehöjningar med mer räntekänsliga hushåll än i många andra länder, vilket hänger samman med de svenska hushållens höga skuldsättning och korta räntebindingstider.

Räntekänsliga delar av den svenska ekonomin, som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna, har förstas påverkats rejält av räntehöjningarna. Hushållens konsumtion har minskat och utvecklingen är svag sedd i ett historiskt perspektiv. Bostadsinvesteringarna har fallit kraftigt, eftersom räntehöjningarna har dämpat efterfrågan på bostäder och byggföretagens kostnader har ökat. Räntehöjningarna har alltså fått stort genomslag på dessa delar av ekonomin.

BNP-tillväxten i Sverige har också varit svag och under 2023 minskade BNP med ett par tiondels procent. Men nedgången har ändå inte varit lika stor som många befarade då räntorna steg. I slutet av 2022 räknade till exempel både Riksbanken och Konjunkturinstitutet med att BNP skulle minska med drygt 1 procent 2023 under förutsättning att styrräntan toppade på 2,5–3,0 procent, alltså betydligt lägre än vad som blev fallet. Inte heller arbetsmarknaden har påverkats lika mycket som befarat. Trots att sysselsättningsgraden minskat något är den fortsatt på en hög nivå. Antalet sysselsatta ökade 2023 och skattningar indikerar att det

²⁴ Detta är väl i linje med en av rekommendationerna i Ben Bernankes nyliga utvärdering av prognoserna och prognosprocessen på Bank of England. Bernanke menar att väl genomtänkta scenarier kan förbättra möjligheten att utvärdera och kommunicera olika policyalternativ och riskbedömningar, se B. Bernanke (2024), "Forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England: a review", Bank of England.

ökat mer än vad man skulle förvänta sig givet utvecklingen av BNP (se diagram 8).²⁵

Svensk ekonomi har alltså totalt sett varit överraskande motståndskraftig mot räntehöjningarna. Sektorerna som är nära hushållen har påverkats mycket av ränteuppgången sedan 2022, men på aggregerad nivå har detta motverkats av att andra delar av ekonomin har utvecklats relativt bättre. Bland annat har nettoexporten utvecklats starkt. En viktig faktor bakom motståndskraften har varit att efterfrågan på arbetskraft har varit hög, särskilt i vissa branscher som drabbades hårt under pandemin. Många företag har också behållit mer personal 2022–2023 än vad de trodde efterfrågan skulle kräva på kort sikt. Det kan bero på att företagen inte har förväntat sig någon djup eller långvarig nedgång i konjunkturen och på att reallönerna har utvecklats svagt (se diagram 9).

Generellt har hushållen alltså kunna möta högre räntor och priser med fortsatta arbetsinkomster i ryggen. Hushållen har också haft ett stort sparande som åtminstone delvis bör ha kunnat fungera som en buffert, även om överskottssparandet som byggdes upp under pandemin fortfarande verkar vara relativt intakt. Här famlar vi dock lite i blindo eftersom det bara finns data på aggregerad nivå och vi inte kan se hur hushållens tillgångar och sparande är fördelade.

Ränteuppgången har utan tvekan varit en tuff prövning av ekonomin hos många hushåll med stora bolån. Men generellt verkar det ha funnits en god förmåga att betala på räntor och amorteringar. Det visar hur viktiga bankernas kreditprövningar och kvar-att-leva-på kalkyler är. Motståndskraften i ekonomin på aggregerad nivå börjar i någon mening med motståndskraften hos enskilda hushåll. Jag tror att makrotillsynåtgärder som har införts efter den globala finanskrisen för att främja en sund kreditgivning och amorteringskultur, till exempel amorteringskrav och bolånetak, har bidragit till att betalningsproblemen varit relativt små på bolånesidan.

Avslutningsvis – vad ser vi framför oss?

Vi har nu börjat sänka styrräntan och det är naturligt att många undrar vilken ränta vi kan förvänta oss på lite längre sikt. Kommer vi tillbaka till nollränta eller har något fundamentalt förändrats?

Osäkerhet kring den neutrala räntans nivå

Hur kommer det globala realränteläget att utvecklas framöver? Denna fråga präglar diskussionerna både i centralbanks- och forskarvärlden just nu. Detta är också centralt för penningpolitiken på sikt eftersom det påverkar den neutrala

²⁵ Se fördjupningen ”Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden” i Penningpolitisk rapport, juni 2023.

räntan, alltså den nivå på realräntan som varken stimulerar eller stramar åt ekonomin. Den neutrala räntan kan inte observeras direkt utan måste skattas med hjälp av ekonometriska modeller och antaganden om hur ekonomin fungerar. Nivån på den neutrala räntan är därmed förknippad med betydande osäkerhet. Just nu är det uppenbart att räntenivån är åtstramande, men längre fram i räntesänkingsfasen kommer det att vara viktigare att veta var den neutrala räntenivån ligger.

Olika skattningar av den neutrala räntan i utvecklade ekonomier visar att den har minskat till en historiskt låg nivå under ett par decennier. Nedgången förklaras bland annat av ökad efterfrågan på säkra tillgångar, förändringar i demografin och lägre produktivitet. Vad som händer med den i framtiden är dock svårt att säga. För en liten öppen ekonomi som den svenska bestäms trenderna i den neutrala räntan nästan uteslutande av strukturella förändringar i omvärlden. Det finns faktorer som talar för att den kommer att stiga, exempelvis skulle utvecklingen av artificiell intelligens (AI) kunna leda till högre produktivets- och investeringstillväxt och därmed högre neutral ränta.²⁶ Men det finns också faktorer som talar för att den kommer att förbli låg eller kanske till och med lägre under de kommande decennierna, exempelvis det faktum att världens befolkning fortsätter att åldras.

Diskussionerna om finanspolitikens roll och samspelet med penningpolitiken lär fortsätta

Men vad som än blir normala räntenivåer på längre sikt är det osäkert var styrräntan kommer att hamna i praktiken. Ekonomin påverkas ständigt av nya kortsiktiga ekonomiska störningar som innebär att styrräntan över tid kommer att bli både högre och lägre än bedömningen av den långsiktiga styrräntan. Det är inte omöjligt att framtida chocker tar oss tillbaka till den nedre gränsen för styrräntan. Det innebär att det återigen skulle vara svårt att använda styrräntan för att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet. I sådant fall kan finanspolitiken behöva ta en mer aktiv roll.

Det här är en viktig diskussion och jag tog upp samspelet mellan finans- och penningpolitiken här i Nationalekonomiska Föreningen förra året.²⁷ En central fråga är vilken roll finanspolitiken bör ha för att bidra till att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet – vilket inte alltid sammanfaller med att stabilisera konjunkturen. En annan är hur man undviker att en mer aktiv stabiliseringspolitisk roll för finanspolitiken leder till att denna blir systematiskt alltför expansiv. Det är viktigt att inte glömma varför de finanspolitiska ramverken sattes upp från början

²⁶ Se C. Flodberg (2024), "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt", Ekonomisk kommentar nr 5, Sveriges riksbank.

²⁷ E. Thedéen (2023), "Kopplingarna mellan penningpolitik, finansiell stabilitet och finanspolitik", tal 23 maj, Sveriges riksbank.

och att de har tjänat oss väl. Sverige har också stora automatiska stabilisatorer, vilket gör att finanspolitiken redan nu bidrar till konjunkturstabilisering. Min uppfattning är att man alltid ska vara öppen för att justera ramverken om det finns goda skäl för det. Men grundpelarna behöver finnas kvar.

Dags för ny fas för penningpolitiken

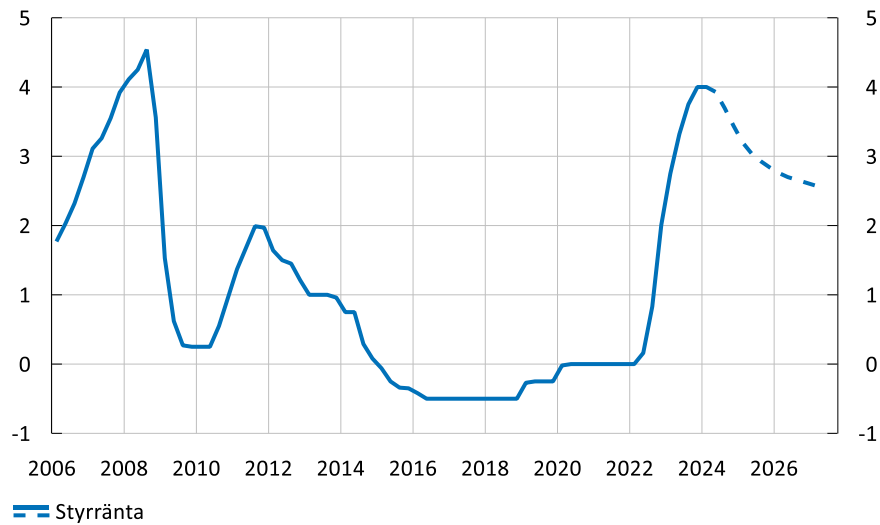
Avslutningsvis, vi har gått igenom en tuff period där inflationsmålpolitiken har prövats och de ekonomisk-politiska ramverken har stresstestats av en kraftig inflationsuppgång. Jag har försökt beskriva uppgången och förklara att den inte bara kan förklaras av en enskild faktor. Uppgången berodde dels på stora kostnadsökningar hos företagen, dels på ett stort uppdämt konsumtionsbehov hos hushållen efter pandemin. Tillsammans bidrog dessa faktorer i sin tur till att prissättningen hos företagen ändrade karaktär vilket manifesterade sig i mer frekventa prishöjningar och i ett större genomslag från kostnadsökningar till prisökningar.

I takt med att de globala störningarna har avtagit och den strama penningpolitiken har dämpat efterfrågan har inflationen fallit tillbaka till 2 procent. Den höga inflationen och räntehöjningarna har påverkat hushållen och hushållsnära sektorer i stor utsträckning. Men totalt sett har den svenska ekonomin hittills visat en oväntad motståndskraft. Framför allt arbetsmarknaden har varit överraskande stark givet BNP-utvecklingen. Att efterfrågan på arbetskraft har hållits uppe har bidragit till att hushållen generellt sett har kunnat ta sig igenom den här tuffa perioden med fortsatta arbetsinkomster i ryggen.

Det finns en del frågetecken om vad som har hänt med de strukturella ekonomiska sambanden efter åren med hög inflation och det finns, som alltid, risker för en sämre utveckling framöver. Men så här långt tycker jag det finns skäl att vara optimistisk och jag ser fram emot att nu gå in i en ny fas med penningpolitiken.

Diagram 1. Riksbankens styrränta

Procent

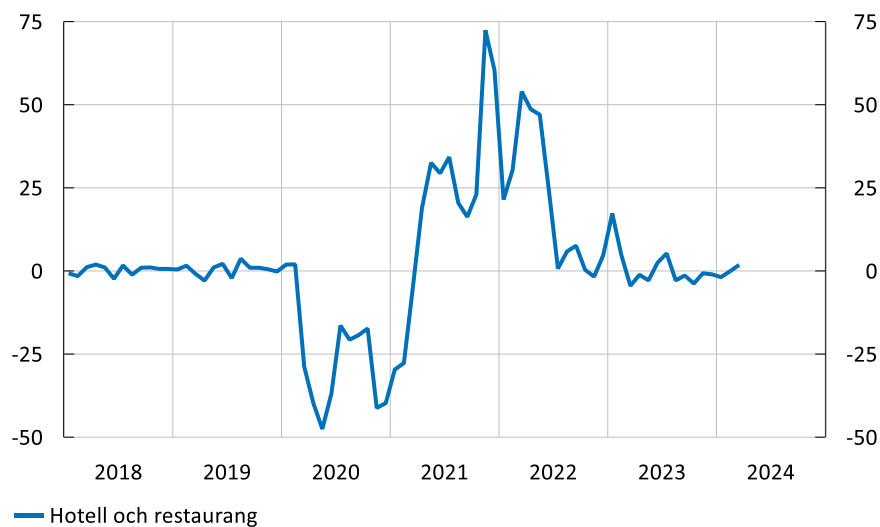


Anm. Heldragen linje avser utfall och streckade linjer avser Riksbankens prognos från Penningpolitisk rapport, mars 2024.

Källa: Riksbanken.

Diagram 2. Hushållens konsumtion av hotell- och restaurangtjänster

Årlig procentuell förändring

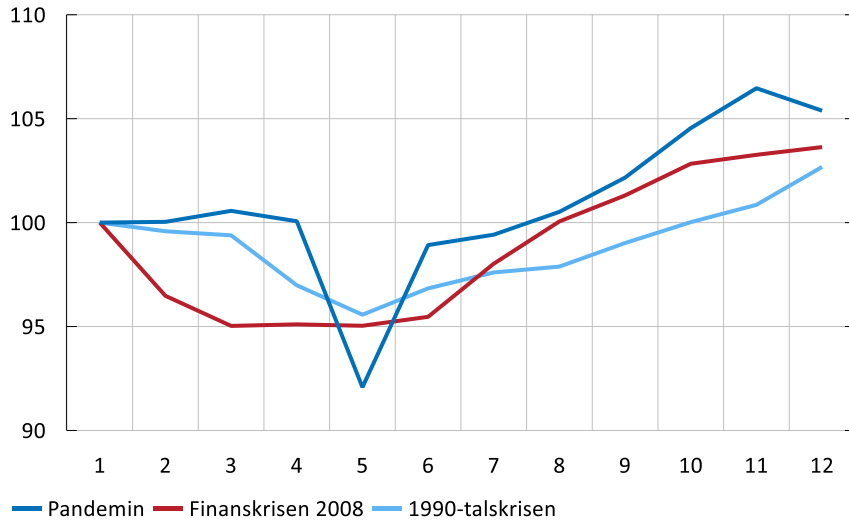


Anm. Fasta priser, säsongrensade data.

Källa: SCB.

Diagram 3. BNP-utveckling i samband med tre kriser

Index

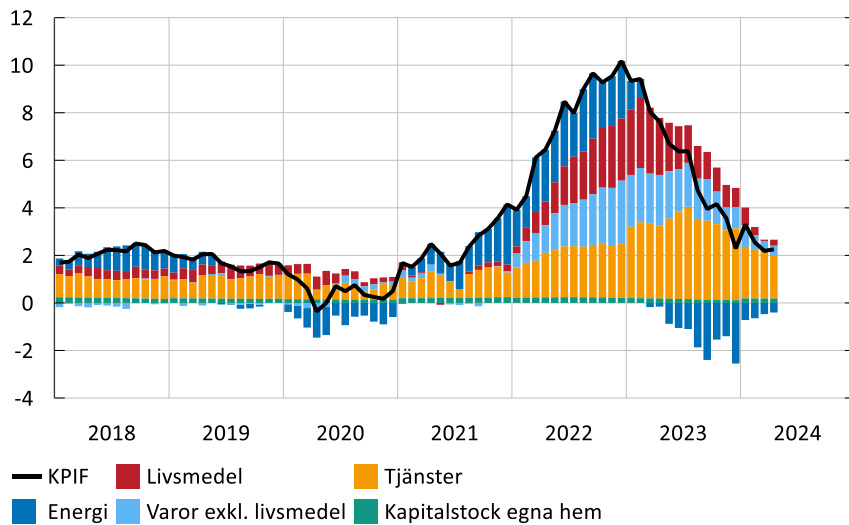


Anm. Index=100 fem kvartal före konjunkturbotten, x-axeln visar antalet kvartal.

Källa: SCB.

Diagram 4. Bidrag till KPIF-inflationen

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter

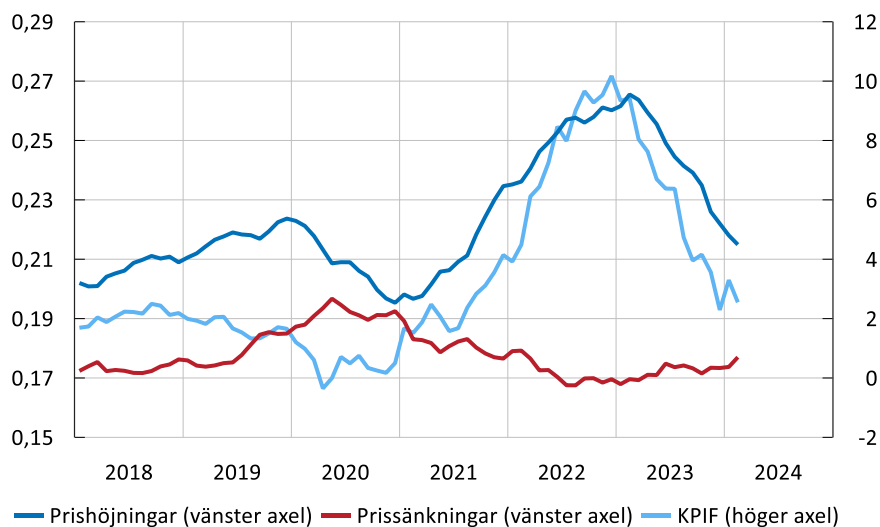


Anm. Staplarna illustrerar respektive prisgrupps bidrag till ökningstakten i KPIF de senaste tolv månaderna. Bidragen kan tolkas som den årliga ökningstakten i varje grupp multiplicerat med gruppens vikt i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 5. Prisändringsfrekvens i KPI och KPIF-inflation

Andel respektive årlig procentuell förändring

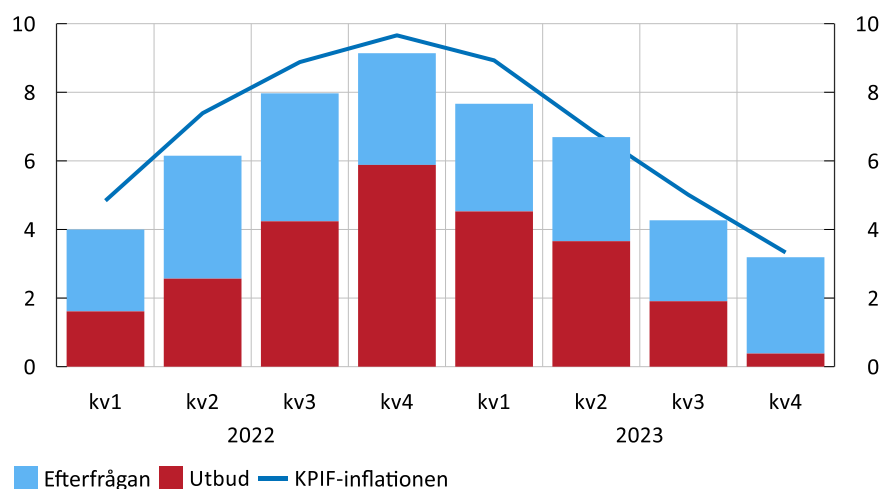


Anm. Andel priser som höjs respektive sänks per månad, 12 månaders glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 6. Drivkrafter i inflationsuppgången

Procentenheter respektive årlig procentuell förändring

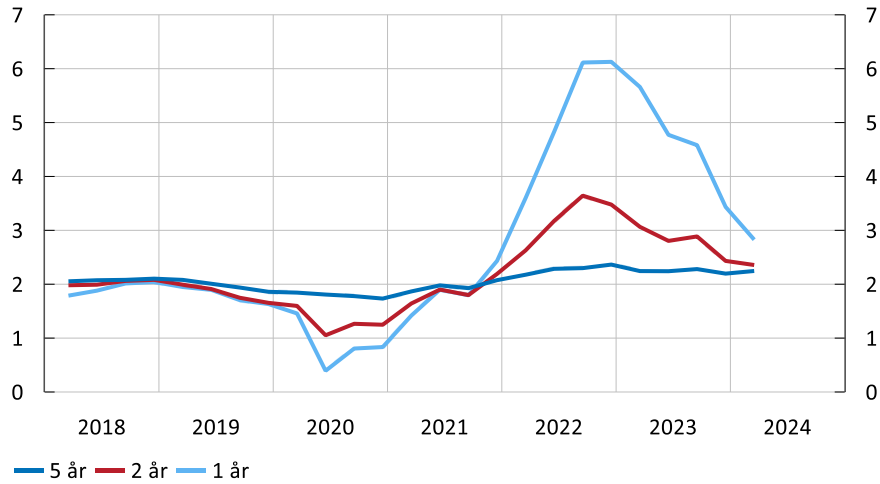


Anm. Staplarna illustrerar utbud- respektive efterfrågefaktorers bidrag till inflationen enligt en enkel modelldekomponering. Modellen är skattad med data från nationalräkenskaperna på 63 konsumtionsområden och bidragen summerar därför inte till KPIF. Modellen använder säsongrensade kvartalsdata för perioden 1993–2023. För metodbeskrivning, se A. H. Shapiro (2022), "Decomposing supply and demand driven inflation", Working Paper 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 7. Inflationsförväntningar

Procent

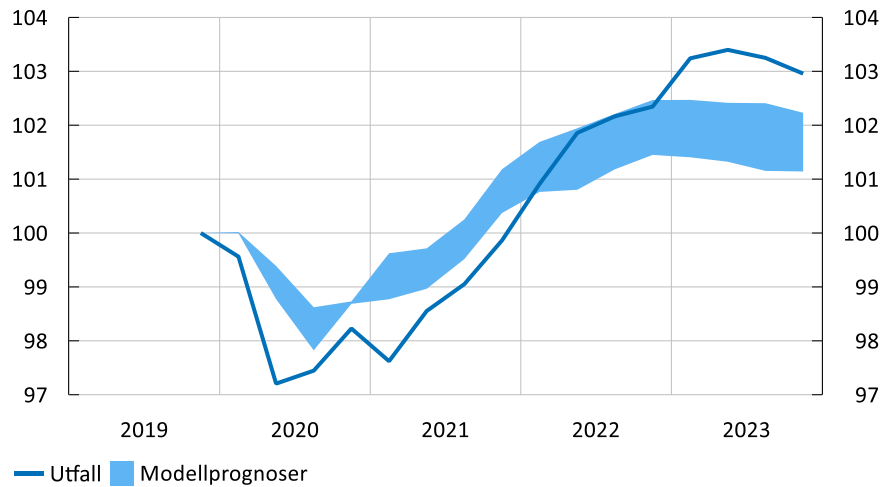


Anm. Förväntningarna avser KPI. Samtliga aktörers inflationsförväntningar.

Källa: Kantar Prospera.

Diagram 8. Utfall och modellframskrivningar av antalet sysselsatta

Index, kvartal 4 2019 = 100.

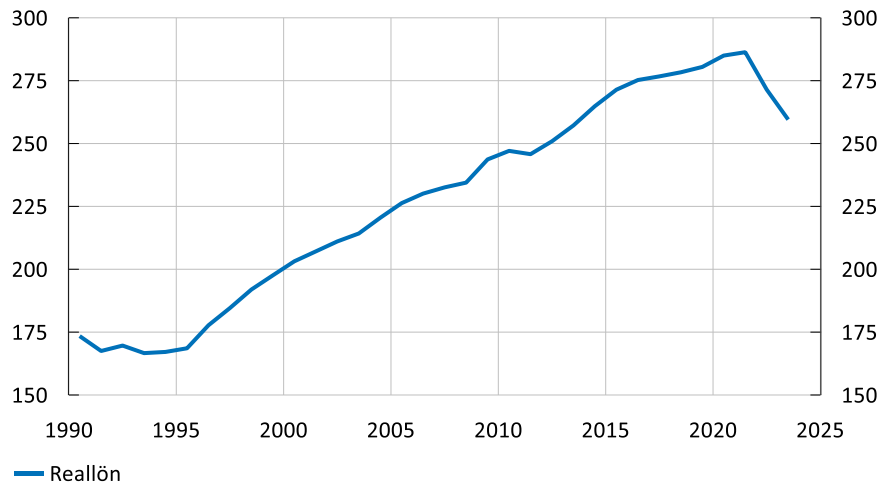


Anm. Fältet visar det lägsta och högsta skattade värdet från två Okun-modeller.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 9. Reallöneutveckling

Index 1960 = 100



Källor: Medlingsinstitutet och SCB.