

ANFÖRANDE

DATUM: 16 maj 2025
TALARE: Erik Thedéen
PLATS: Handelsbanken
TID: 08:00—09:00
HANTERINGSKLASS: Ö P P E N

Om risk, osäkerhet och geoekonomisk fragmentering¹

De senaste fem åren har varit ovanligt turbulenta. Vi har genomlevt den värsta pandemin på hundra år, Ryssland har invaderat Ukraina och USA har startat handelskonflikter med flera av sina viktigaste handelspartners, däribland Kina och EU. Vi har också haft en period med mycket hög inflation som nu dessbättre har sjunkit tillbaka till normala nivåer, se diagram 1.

De senaste månaderna har osäkerheten i den globala ekonomin ökat kraftigt, inte minst till följd av USA:s nya handelspolitik. I vår senaste Penningpolitiska uppdatering, som vi publicerade i förra veckan, bedömde vi att utvecklingen i omvärlden – och i synnerhet då den förhöjda osäkerheten – dämpar konjunkturutsikterna i Sverige. Detta talar i sin tur för att inflationen på sikt kan bli lägre än i vår senast publicerade prognos från mars. Men vi framhöll också att det finns flera riskfaktorer, exempelvis kopplade till företagens globala värdekedjor, och att inflationen därför mycket väl kan bli oväntat hög.

Detta illustrerar på ett nästan övertydligt sätt att konjunktur- och inflationsutsikterna alltid är osäkra, och det finns flera orsaker till detta. En sådan är att våra modeller inte kan fånga alla de komplexa samband som kännetecknar verkliga ekonomier. Det kan vara osäkerhet om politiska beslut eller hur utvecklingen i omvärlden påverkar den svenska ekonomin. Men oavsett orsak så kan vi inte exakt veta vad vi har för inflation om två år eller hur förändringar i

¹ Jag vill tacka Magnus Jonsson och Liza Tchibalina för hjälp med talet. Jag vill också tacka Hanna Armelius, Aino Bunge, Charlotta Edler, Matilda Kilström, Henrik Lundvall, Calum McDonald, Marianne Sterner och Anders Vredin för värdefulla synpunkter.

styrrianten påverkar inflationen. Pandemin påminde oss också om att det då och då inträffar oförutsägbara händelser som kan få stora ekonomiska konsekvenser.

Att osäkerhet är en viktig del av den penningpolitiska analysen är förstås ingen nyhet. Det har tidigare påpekats av åtskilliga ekonomer och centralbanker, bland andra den tidigare Fed-chefen Alan Greenspan:²

“Uncertainty is not just an important feature of the monetary policy landscape; it is the defining characteristic of that landscape.”

Men även om risker och osäkerhet alltid har varit en del av den penningpolitiska miljön är det inte självklart hur penningpolitiken bäst bör hantera dem. Idag ska jag dels redogöra för några lärdomar från den akademiska litteraturen, dels beskriva hur vi i praktiken hanterar risk och osäkerhet i den penningpolitiska rapporten och beslutsprocessen. Jag ska även diskutera de allt större geopolitiska riskerna och den tilltagande geoekonomiska fragmenteringen, det vill säga att den globala ekonomin delas upp i rivaliserande block.

Skillnaden mellan risk och osäkerhet

I den akademiska litteraturen gör en del forskare skillnad mellan begreppen risk och osäkerhet.³ Risk handlar då om händelser där sannolikheten för de möjliga utfallen är känd eller kan beräknas utifrån historiska data, ekonomiska modeller eller erfarenhet. Exempel på risker brukar ofta tas från försäkrings- eller spelvärlden, eftersom sannolikheterna för olika utfall är kända eller kan beräknas i dessa fall.

Begreppet osäkerhet brukar användas för händelser där sannolikheter inte kan beräknas.⁴ Det kan vara sådant som pandemin, Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina eller börskraschen 1929. Osäkerheterna kan alltså vara av olika slag, exempelvis är osäkerheten om hur börsen utvecklas annorlunda än osäkerheten om när nästa pandemi bryter ut.

Osäkerheten om børsutvecklingen påminner om den osäkerhet som Riksbanken möter i sitt prognosarbete. Sannolikheterna och utfallen för till exempel den framtida inflationen kan sägas vara nästan, men inte helt, kända. Normalt sett kan vi också prognostisera inflationen någorlunda väl. Men det inträffar förr eller

² Se A. Greenspan “Monetary policy and uncertainty: Adapting to a changing economy”, symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole 2003.

³ I Riksbankens kommunikation används denna distinktion mellan risk och osäkerhet inte så ofta, åtminstone inte explicit.

⁴ Ibland kallas denna osäkerhet för “Knightian uncertainty”, se F. Knight *Risk, Uncertainty, and Profit*, Houghton Mifflin Company, Boston, 1921.

senare en händelse med stora effekter på inflationen som varken vi eller någon annan kunde förutse. Dessa händelser kallas numera ofta för "svarta svanar", ett begrepp som myntades av författaren och matematikern Nassim N. Taleb.⁵

En svart svan kan vara allt från en börskrasch till en naturkatastrof eller en pandemi, men vissa saker är gemensamma. En svart svan är oförutsägbar eftersom ingen känd information kan användas för att förutsäga när den inträffar. Typiskt sett får den stora konsekvenser för ekonomin och samhället. Dessutom, när den väl har inträffat är det många som frågar sig varför man inte såg den komma och varför man inte var bättre förberedd. Taleb exemplifierar en svart svan med det så kallade kalkonproblemet, fritt översatt:

"Kalkoner lever en till synes bekymmersfri tillvaro på en bondgård. De blir väl omhändertagna och de får mat flera gånger om dagen. Detta upprepas dag ut och dag in. Efter ett tag börjar kalkonerna ta detta som intäkt för att alla framtida dagar kommer att vara lika bekymmersfria. Men en dag är inte allt som vanligt. Det är Thanksgiving."

Tre förhållningssätt till risk och osäkerhet

Penningpolitiska beslut präglas oftare av osäkerhet än av risker. Det är få situationer där sannolikheterna för olika utfall är helt kända eller kan beräknas. Centralbanker kommunicerar visserligen ofta i termer av risker, men inte sällan finns det även i dessa fall ett mått av osäkerhet med i bilden. I själva verket finns det en skala mellan händelser där vi med rätt stor säkerhet känner till sannolikheten för olika utfall och händelser där vi inget vet om sannolikheterna.

Principiellt bör risk och osäkerhet hanteras på olika sätt i beslutsfattandet. Risker kan vi hantera genom att beräkna osäkerhetsintervall kring prognoserna eller visa scenarier för olika möjliga utfall. Men detta är svårare att göra när det handlar om osäkerhet. Vissa menar att i dessa fall kan intuition och enkla tumregler vara minst lika bra.⁶ Inom penningpolitiken används ofta den så kallade Taylor-regeln, en enkel tum- eller handlingsregel för styrräntan.⁷ Man kan dock inte förvänta sig att tumregler ger en god vägledning i alla situationer. Penningpolitiska beslut baseras på en rad olika faktorer och svåra avvägningar som inte helt går att fånga i

⁵ Se N. N. Taleb *The black swan: The impact of the highly improbable*, Penguin Books, London, 2010.

⁶ Se G. Almqvist "Om risk och osäkerhet", i *Risker och riskhantering i näringsliv och samhälle*, Red. Richard Wahlund, SIR, Stockholm School of Economics Institute for Research, 2016.

⁷ Se J. Taylor "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy* 39, 1993. Se även M. Jonsson och G. Katinic "Är den svenska penningpolitiken i linje med Taylorregeln?", *Ekonomiska kommentarer* 2017:4, Sveriges riksbank.

enkla regler. Detta gäller särskilt i krissituationer då det ofta krävs snabba och kraftfulla insatser.

På ett grundläggande plan finns det tre sätt att förhålla sig till risk och osäkerhet. Man kan agera mer försiktigt, kraftfullare eller helt bortse från den. Den senare strategin förekommer ganska ofta i den akademiska litteraturen om penningpolitik och benämns ”**säkerhetsekvivalens**”.⁸ Strategin kan härledas ur vissa restriktiva antaganden om ekonomins sätt att fungera och låter i förstone inte särskilt rimlig. Varför skulle någon beslutsfattare vilja bortse från osäkerhet? Men i själva verket kan säkerhetsekvivalens vara en relevant utgångspunkt då man funderar över hur penningpolitiken bäst kan bedrivas. Den kan svara på frågan: hur skulle vi ha agerat om vi inte alls brydde oss om osäkerhet? Det är först när man analyserat den frågan som man kan gå vidare och på ett precist sätt definiera det problem som är fokus för dagens diskussion: hur bör själva osäkerheten påverka de beslut vi fattar om penningpolitiken?

Att agera försiktigare och mer gradvis är kanske det vanligaste sättet att hantera osäkerhet på och kallas ofta kort och gott för ”**försiktighetsprincipen**”.⁹ Den baseras på insikten att centralbanker kan påverka osäkerheten i ekonomin genom sitt agerande. Om man till exempel är osäker på hur starkt genomslag penningpolitiken får på inflationen, kan det vara motiverat att gradvis ändra styrräntan. Om man i stället agerar kraftfullt kan det leda till stora variationer i inflationen och därmed till ökad osäkerhet i ekonomin.

Dagens situation är ett exempel på när det finns skäl att tillämpa försiktighetsprincipen. Osäkerheten i den globala ekonomin har som sagt ökat kraftigt sedan det amerikanska presidentskiftet. Utvecklingen är mycket svår att bedöma och det finns flera möjliga scenarier för inflationsutvecklingen framöver. För att få en något bättre bild av inflations- och konjunkturutsikterna är det därför lämpligt att avvakta och invänta mer information. Om förutsättningarna snabbt skulle ändras finns förstås möjligheten att då agera mer kraftfullt.

Ett försiktigare agerande kan också vara motiverat om effekterna på ekonomin inte kan observeras förrän i efterhand och om nyinkommen statistik är osäker. Ju mer osäker den senaste informationen är, desto mindre vikt bör man lägga vid denna och desto större vikt vid historiska samband och observationer.¹⁰ Centralbanker uppfattas ibland som att vara lite ”sena på bollen”, men det kan

⁸ Se J. Alsterlind ”Hur kan penningpolitiken ta hänsyn till osäkerhet och risk?”, *Penning- och valutapolitik 3*, Sveriges riksbank, 2015.

⁹ Se W. Brainard ”Uncertainty and the effectiveness of policy”, *American Economic Review Papers and Proceedings 57*, 1967.

¹⁰ Se M. Apel, M. Nessén, U. Söderström och A. Vredin ”Olika sätt att bedriva inflationsmålpolitik – teori och praktik”, *Penning- och valutapolitik 4*, Sveriges riksbank, 1999.

finnas goda skäl att vara det. Det finns alltid en osäkerhet om när ett beslutsunderlag är tillräckligt. En viktig del i det penningpolitiska beslutsfattandet handlar just om en avvägning mellan att invänta ny information och att agera beslutsamt på den information som är tillgänglig.

Ett **snabbt och kraftfullt agerande** är motiverat när risken för riktigt dåliga utfall är stor.¹¹ Det kan vara en försvagning av förtroendet för inflationsmålet eller att styrräntan riskerar att hamna nära den nedre gränsen. Två nyligen inträffade händelser där ett kraftfullt agerande var motiverat är dels den globala finanskrisen 2008, dels pandemiutbrottet 2020.

Under finanskrisen sänkte Riksbanken styrräntan betydligt snabbare och kraftfullare än vad det historiska beteende motiverade. Dessutom var störningarna i det finansiella systemet så stora att penningpolitikens genomslag på finansmarknaderna riskerade att bli svagare än vanligt. Riksbanken behövde därför sätta in en rad extraordinära åtgärder för att säkerställa likviditeten i det finansiella systemet. Att vissa åtgärder också koordinerades med andra centralbanker underströk hur viktigt det är med internationellt samarbete i sådana situationer. Riksbankens och andra myndigheters kraftfulla åtgärder bidrog till att minska kostnaderna för krisen. Fallen i både inflationen och BNP blev mindre och inte lika långvariga som de sannolikt hade blivit med ett försiktigare agerande.

När pandemin bröt ut agerade Riksbanken också snabbt och kraftfullt. Det stod tidigt klart att denna kris var fundamentalt annorlunda än finanskrisen. De ekonomiska konsekvenserna av pandemin berodde på de omfattande åtgärder som krävdes för att minska smittspridningen och inte på obalanser i det ekonomiska systemet. Men det innebar samtidigt att utvecklingen var mycket osäker då det inte fanns några tidigare erfarenheter att luta sig mot. Riksbanken satte in ett paket av åtgärder för att säkra kreditförsörjningen i det finansiella systemet och för att se till att ränteläget förblev lågt. Åtgärderna från Riksbanken tillsammans med åtgärder från regeringen och andra myndigheter innebar att vi kunde upprätthålla kreditförsörjningen och förtroendet för inflationsmålet. Dessutom kunde de negativa ekonomiska konsekvenserna mer generellt mildras.

¹¹ Se U. Söderström "Monetary policy with uncertain parameters", *Scandinavian Journal of Economics* 104, 2002.

Risk och osäkerhet i den penningpolitiska rapporten och beslutsprocessen

Scenarioanalyser och osäkerhetsintervall används ofta för att belysa risker och osäkerhet. Riksbanken har en lång historia av att publicera scenarier i den Penningpolitiska rapporten och formerna för detta har sett lite olika ut under årens lopp. För ungefär två år sedan återinförde vi, efter några års uppehåll, ett scenarioavsnitt i rapporten. I det avsnittet försöker vi även att hantera osäkerhet genom att sätta ett narrativ runt scenarierna – i stället för att sätta sannolikheter på de olika scenarierna.

Scenarier kan också vara användbara när osäkerheten är så stor att det inte är möjligt att göra regelrätta prognoser, vilket Riksbanken bedömde vara fallet i början av pandemin. I den Penningpolitiska rapporten i april 2020 publicerades inga prognoser utan vi resonerade endast kring möjliga händelseförlopp utifrån olika scenarier.

Scenarioavsnittet i rapporten har flera syften. Det hjälper oss i direktionen att väga in effekterna av olika risker och osäkerhet i de penningpolitiska besluten. Scenarierna bidrar till att konkretisera olika risker runt vår prognos och gör det lättare för oss att tänka igenom hur vi skulle anpassa penningpolitiken om riskerna materialiseras. Detta bör i förlängningen leda till mer välgrundade räntebeslut.

Scenarier har också visat sig vara ett värdefullt pedagogiskt verktyg i den penningpolitiska kommunikationen. De illustrerar på ett enkelt sätt aktuella risker och osäkerhet, och att våra prognoser därmed är osäkra. I scenarioavsnittet försöker vi också belysa hur vår penningpolitiska reaktionsfunktion ser ut, för att på så sätt bidra till att göra penningpolitiken förutsägbar. Det gör vi via de räntebanor för de olika scenarierna som finns med i figurerna och i resonemangen om penningpolitiken i den tillhörande texten. Det viktiga här är inte att försöka förutsäga exakt hur styrräntan kan komma att förändras om en viss störning inträffar, utan i stället att förklara vad vi i ett sådant läge skulle försöka åstadkomma med penningpolitiken. Genom att göra penningpolitiken mer förutsägbar kan vi förhoppningsvis bidra till att minska den samlade osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen.

Scenarioavsnittet väcker också frågor

Men det kan vara värt att påpeka att räntebanorna i scenarioavsnittet ibland skapar diskussion och ger upphov till en del frågor. Det är något vi ibland fått erfara när den verkliga händelseutvecklingen kommit att likna något av våra publicerade scenarier. Ett par gånger har det då hänt att några av rapportens mer initierade läsare undrat varför vi inte följt räntebanan i det då aktuella scenariot.

Ett aktuellt exempel, som jag tror ganska väl belyser svårigheterna, är två scenarier som vi publicerade i den penningpolitiska rapporten från december i fjol och som handlade om just risken för handelshinder och ökad geopolitisk oro. I de scenarierna antogs att USA skulle höja sina tullar gentemot omvärlden med 20 procentenheter och att alla USA:s handelspartners, däribland EU, skulle svara med motsvarande höjningar. Dessa åtgärder antogs leda till högre inflation, både i USA och i Europa, och till lägre tillväxt. I ett av scenarierna antogs dessutom en ökad geopolitisk oro som ytterligare förvärrade situationen, bland annat via starkare inflationsimpulser. Den penningpolitiska responsen, som illustrerades i decemberrapporten, innebar att Riksbanken höjde styrräntan för att se till att inflationen åter stabiliserades vid målet.

Som vi nu vet ligger vissa av antagandena i dessa scenarier tyvärr ganska nära den verklighet vi nu har att hantera. Så varför har Riksbanken då inte höjt styrräntan? Ett första svar på den frågan är att det fortfarande kan bli så att vi ser oss tvungna att göra penningpolitiken åtstramande. En viktig pusselbit är förmodligen utgången i de nu pågående förhandlingarna mellan USA:s regering och EU-kommissionen. I scenarierna från december antogs som sagt att EU införde svarstullar gentemot USA på 20 procentenheter. Några sådana beslut har vi ännu inte sett bli verklighet och jag hoppas att de ska kunna undvikas.

En annan förklaring till att Riksbanken inte agerat i enlighet med räntebanorna i tullscenarierna är att även andra risker har materialiserats, sedan decemberbeslutet. Vi har som sagt sett en markant uppgång i flera olika mått på osäkerhet och det är sannolikt att själva osäkerheten nu påverkar efterfrågan, både globalt och i Sverige. I decemberrapporten publicerade vi även, vid sidan av tullscenarierna, ett scenario där efterfrågan blev lägre och priserna ökade långsammare, jämfört med vår dåvarande prognos. En av de tänkta kanalerna i det scenariot var en svagare utveckling i omvärlden som påverkade förtroendet bland ekonomins aktörer. I det scenariot fanns det skäl för Riksbanken att lätta på penningpolitiken i syfte att dämpa nedgången och att undvika att inflationen föll alltför långt under målet.

Det finns tecken på att även detta scenario, åtminstone i vissa delar, håller på att förverkligas. Osäkerheten riskerar att hämma både konsumtion och investeringar och därmed leda till försämrade konjunktutsikter. Ännu är det för tidigt att avgöra hur stor denna effekt är, och vilka konsekvenser den har för inflationen i Sverige. Riskerna för en tydlig konjunkturförsvagning är ett skäl till att vi nu bedömer det som något mer troligt att inflationen blir lägre än att den blir högre än i vår senaste prognos, från mars.

Dessa exempel illustrerar en del av de utmaningar som rapportens scenarioavsnitt för med sig. Ett förslag vi fått från de som mer noggrant läser rapporten är att vi oftare ska återkoppla till våra tidigare publicerade scenarier och förklara om och i

så fall varför vi kommit till andra slutsatser, i våra beslut, jämfört med den penningpolitik som beskrivs i scenarierna. Jag tycker det är ett bra förslag som jag hoppas att jag just, åtminstone till viss del, har tillmötesgått. Vi kommer att fortsätta att publicera scenarier i våra rapporter eftersom vi bedömer att de hjälper oss att illustrera olika risker och avvägningar som har betydelse när vi utformar penningpolitiken. Jag ser också fram emot att fortsätta och fördjupa vår dialog med rapportens läsare och andra som nära följer Riksbankens verksamhet.

Kompletterande sätt vi belyser risk och osäkerhet på

Texterna i den penningpolitiska rapporten och det penningpolitiska protokollet är kompletterande sätt att hantera risker och osäkerhet på. Protokollen spelar en speciell roll eftersom de redogör för hur enskilda direktionsledamöter ser på de aktuella riskerna. Ett exempel som kan illustrera detta är protokollet från det penningpolitiska mötet i januari. I det argumenterade jag för att det kunde vara klokt med en mer gradvis anpassning av penningpolitiken. Vi skulle lägga en större vikt vid att fortlöpande utvärdera penningpolitiken i ljuset av inkommande statistik. Jag betonade också vikten av att ha ett framåtblickande synsätt och vara förutsägbara i vår räntesättning för att förankra inflationsförväntningarna och underlätta måluppfyllelsen. Resonemang som påminner om Brainards försiktighetsprincip.

Den neutrala räntan och resursutnyttjandet är två viktiga variabler i den penningpolitiska analysen. Men de är varken observerbara i data eller väldefinierade i teorin och är därför mycket osäkra. Osäkerheten om den neutrala räntan hanterar vi med hjälp av ett intervall. I vår senaste bedömning av den långsiktiga neutralräntan sattes intervallet till mellan 1,5 och 3 procent. För att hantera osäkerheten i bedömningen av resursutnyttjandet analyserar vi flera olika mått eller indikatorer, det vill säga BNP-gapet, sysselsättningsgapet, arbetslösheten, efterfrågeläget i näringslivet tillsammans med en sammanfattande indikator på resursutnyttjandet som vi själva beräknar.

För- och nackdelar med osäkerhetsintervall

Under flera år visade Riksbanken ett osäkerhetsintervall för prognosen på styrräntan, och under vissa perioder även för prognoserna på inflationen och BNP-tillväxten. Numera visar vi inga osäkerhetsintervall vare sig för styrränteprognosen eller några andra prognosvariabler. Sedan en tid tillbaka har vi valt att illustrera osäkerheten kring styrränteprognosen på ett annat sätt, där prognosen visas på två olika tidshorisonter. Syftet är att tydliggöra hur vi i direktionen ser på de penningpolitiska besluten den närmaste tiden och på längre sikt, där osäkerheten är större. I regel finns det mer information om utvecklingen de kommande kvartalen än det finns om utvecklingen längre fram och prognoserna för de

kommande kvartalen är därför mindre osäkra. För det mesta kan direktionen förutsäga de närmaste penningpolitiska besluten med något större säkerhet än de längre fram, även om prognoserna för de kommande besluten också är osäkra.

Osäkerhetsintervall kan användas på olika sätt. De är till exempel ett enkelt sätt att kommunicera att den närmaste tiden är ovanligt osäker och att sannolikheten därför är större att vi kommer att avvika från vårt historiska beteende. De är ett pedagogiskt sätt att illustrera osäkerheten om vilka störningar som påverkar ekonomin under prognosperioden eller osäkerheten om hur ekonomin fungerar. De kan också användas för att förbättra förutsättningarna för en systematisk diskussion kring källorna till osäkerheten och deras kvantitativa betydelse.

Fördelarna med ett osäkerhetsintervall beror dock på hur det tas fram. Riksbankens osäkerhetsintervall runt styrräntan baserades på historiska prognosfel, vilket gjorde att intervallet blev allt bredare med tiden och därmed inte förmedlade osäkerheten vid ett visst beslutstillfälle. Till exempel kunde vi inte illustrera den stora osäkerheten i början av pandemin med ett intervall som baserades på historiska prognosfel. Det finns sätt att ta fram osäkerhetsintervall som skulle kunna hantera detta, men för närvarande har vi inga planer på att återinföra någon form av osäkerhetsintervall. Vi arbetar närmast med att förbättra och utveckla scenarioanalysen som visat sig fungera väl när vi vill illustrera osäkerhet och visa hur Riksbanken kan tänkas agera om vissa utvalda risker skulle materialiseras.

Avglobalisering, geopolitiska risker och en tilltagande geoekonomisk fragmentering

Jag tänkte nu skifta fokus och diskutera ett par av de risker som för närvarande är aktuella. Den globala ekonomin befinner sig i ett osäkert läge. Geopolitiska och säkerhetsmässiga överväganden spelar en allt större roll i internationella relationer, vilket bland annat får konsekvenser för handelsmönster och finansiella flöden mellan länder och regioner.

Ända från andra världskrigets slut fram till den globala finanskrisens utbrott 2008 ökade världshandeln som andel av global BNP tack vare handelsliberaliseringar och tekniska landvinningar. Annat som bidrog var bildandet av Bretton-Woodssystemet och institutioner som IMF och Världsbanken. Detta var också början på en allt snabbare globalisering av världsekonomin.¹² Handels- och

¹² En första våg av globalisering skedde från mitten eller senare delen av 1800-talet fram till första världskriget, se S. Aiyar m.fl. "Goeconomic fragmentation and the future of multilateralism", IMF Staff Discussion Notes, SDN/2023/001. Under 1930-talet skedde en snabb nedgång i den internationella handeln till följd av bland annat olika protektionistiska åtgärder och att guldstandarderna bröt samman.

investeringsflödena mellan länder ökade och olika delar av produktionen förlades allt oftare i olika länder. Genom att förlägga produktionen på platser där kompetensen och kostnaderna var som mest fördelaktiga kunde företagen göra stora effektivitetsvinster.

I och med den globala finanskrisen upphörde tillväxten i världshandeln som andel av global BNP och globaliseringstrenden avstannade. Idag är världshandelns andel på ungefär samma nivå som när finanskrisen bröt ut, men det innebär ändå att den globala handeln är på historiskt höga nivåer, se diagram 2. Finanskrisen var förvisso den utlösande faktorn som bröt globaliseringstrenden, men djupare och mer strukturella förändringar hade pågått i bakgrunden under en längre tid.

En misstro och kritik mot globalisering och frihandel hade växt fram i flera västländer. En kritik som fick ytterligare bränsle efter finanskrisen. Kritikerna opponerade sig inte emot att globaliseringen hade fört med sig stigande ekonomiskt välstånd och ett lyft ur fattigdom för många människor, utan framhöll att ojämlikheten ökat inom länder och att svagare grupper hade exploaterats. Brexit ses av många som en konsekvens av detta.

För enskilda företag är det också riskfyllt att förlägga produktionen i flera förädlingsled i olika länder. Globala värdekedjor är känsliga för olika typer av störningar, i synnerhet om det saknas alternativa leverantörer när det uppstår problem i någon del av värdekedjan. De senaste årens globala störningar som pandemin, Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina och de ökande geopolitiska riskerna har visat hur känsliga värdekedjorna kan vara för störningar. Detta talar för att en ökad geografisk riskspridning och en större lagerhållning av insatsvaror kan bli mer angeläget framöver för att öka motståndskraften mot störningar i värdekedjorna.

Under den senaste tioårsperioden har vi också sett hur de geopolitiska riskerna ökat, se diagram 3.¹³ Rysslands annektering av Krimhalvön 2014, den efterföljande fullskaliga invasionen av Ukraina 2022 och den eskalerande krisen i mellanöstern är viktiga händelser bakom denna utveckling. En mer strukturell orsak som sannolikt också har bidragit är att det västerländska inflytandet på den globala världsordningen har avtagit.¹⁴ Den växande rivaliteten mellan USA och Kina som ser ut att omforma de globala handelsmönstren är ett uttryck för detta. Ett annat

¹³ Begreppet geopolitik formulerades ursprungligen av en svensk statsvetare vid namn Rudolf Kjellén i början av 1900-talet. Begreppet spreds snabbt i Europa under mellankrigstiden och därefter till övriga världen.

¹⁴ Se T. Blair "After Ukraine, what lessons now for Western leadership?", anförande, 2022. Se även Jean-David Levitte "With the end of four centuries of Western dominance, what will the world order be in the 21st century?", kommentar, Brookings, 2019.

är Brics-ländernas framväxt som har skapat ett block för tillväxtekonomier i det globala syd som kan vara ett alternativ till rådande västerländska organisationer.¹⁵

Geopolitiska och säkerhetsmässiga hänsynstaganden ser med andra ord ut att få en allt större betydelse i internationella relationer. En konsekvens av detta kan bli att den globala ekonomin splittras i rivaliserande block där länder inom ett visst block föredrar att ha ekonomiska, finansiella och teknologiska utbyten med varandra – så kallad geoeconomisk fragmentering.^{16 17}

Vi kan i data se flera tecken på att den geoeconomiska fragmenteringen har ökat. Antalet handelsrestriktioner har ökat det senaste decenniet, se diagram 4. Industripolitiken har blivit alltmer interventionistisk, särskilt har strategiska sektorer som elektronik, energi och flyg subventionerats, se diagram 5. Globala direktinvesteringar drivs alltmer av geopolitiska skäl, särskilt direktinvesteringar till strategiskt viktiga sektorer, se diagram 6.

Sanktioner riktade mot det finansiella systemet har blivit alltmer omfattande. USA använder i allt större utsträckning sanktioner som påtryckningsmedel mot så kallade fiendliga länder. Ett exempel är de kraftfulla sanktionerna som infördes mot Ryssland efter den fullskaliga invasionen av Ukraina. USA tillsammans med EU fryste runt 300 miljarder dollar i ryska centralbanksreserver samtidigt som ryska finansiella institutioner nekades tillgång till de globala finansmarknaderna. Ett annat exempel är sanktionerna mot Iran. Diagram 7 visar att antalet sanktioner stadigt ökat sedan 2010.

Risk för sämre ekonomisk effektivitet, finansiell instabilitet och inflation

Den geoeconomiska fragmenteringen är förknippad med risker som berör global stabilitet och säkerhet, men den kan också ha negativa ekonomiska konsekvenser. En alltmer protektionistisk handelspolitik försvårar internationell handel och

¹⁵ Brics består för närvarande av grundmedlemmarna Brasilien, Ryssland, Indien, Kina och Sydafrika, samt de nya medlemmarna Egypten, Etiopien, Indonesien, Iran och Förenade arabemiraten. Ett tjugotal länder har dessutom ansökt om medlemskap.

¹⁶ Geoekonomi kan ha olika betydelser. Begreppet kan dock hänföras till statsvetaren Edward Luttwak som argumenterade för att slutet på det kalla kriget skulle innebära att medlen för att få globalt inflytande skulle skifta från geopolitisk konkurrens i form av militära medel till ekonomiska medel, se R. Luttwak "From geopolitics to geoeconomics – logic of conflict, grammar of commerce", *The National Interest*, 1990.

¹⁷ Med fragmentering menas en koncentration av ekonomisk aktivitet inom ett visst block eller område. Generellt sett behöver inte fragmentering vara orsakad av de geopolitiska övervägandena, men geoeconomisk fragmentering innebär dock det. Begreppet geoeconomisk fragmentering har nyligen tagits upp av Aiyar m.fl. "Geoeconomic fragmentation and the future of multilateralism", IMF Staff Discussion Notes, SDN/2023/001, J. Nagel "Geoeconomic fragmentation: handling inflation pressures and volatility, increasing resilience", anförande, Tokyo University, 2024 och A. Norring "Geoeconomic fragmentation, globalization, and multilateralism", BoF Economics Review, No 2/2024.

påverkar de globala värdekedjorna negativt. Ökad kontroll av varor, tjänster, kapital och personer som rör sig mellan länder gör det också svårare att utveckla globala värdekedjor. En alltmer fragmenterad råvarumarknad leder till att olika råvaror blir dyrare och svårare att få tag på. Kostnaderna för detta i termer av sämre ekonomisk effektivitet och produktivitet är sannolikt betydande.

Dessutom kan det finansiella systemet delas upp i olika block om finansiella kapitalflöden och betalningar begränsas. Eftersom kapitalflöden snabbt kan byta riktning och bankrelationer brytas innebär detta också risker för den finansiella stabiliteten.

För centralbanker är effekterna på inflationen av särskilt intresse. Globaliseringen och integreringen av enskilda länder i det globala ekonomiska systemet ledde till hög produktivitet och sjunkande inflationstryck. Följaktligen kan en tilltagande geoekonomisk fragmentering innebära att inflationstrycket stiger.

I en IMF-rapport visas att kostnaderna i termer av minskad global produktion kan variera från 0,2 procent i ett scenario med begränsad fragmentering och låga anpassningskostnader upp till 7 procent i ett scenario med en hög grad av fragmentering och stora anpassningskostnader.¹⁸ Om beräkningarna också tar hänsyn till en uppdelning av länder där de teknologiska utbytena upphör stiger produktionsförlusten till mellan 8 och 12 procent i vissa länder.

I en rapport från World Economic Forum presenterades beräkningar där de globala kostnaderna för geoekonomisk fragmentering kan uppgå till runt 5 procent av global BNP.¹⁹ Rapporten visade också att tullar och sämre fungerande finansiella marknader kan bidra till att driva upp inflationen. I deras beräkningar innebär en förhållandevis liten grad av fragmentering att den globala inflationen stiger med runt 0,6 procentenheter, medan den kan bli uppemot 5,2 procentenheter högre om fragmenteringen är mycket stor, se diagram 8.

Kostnaderna kan i vissa fall vara mycket konkreta för enskilda hushåll och företag. Många drabbades av stigande energipriser i samband med Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina. Efter invasionen minskade importen av gas från Ryssland till Europa med runt en tredjedel jämfört med innan invasionen. Denna minskning komparerades med gas från USA och Norge, men sanktionerna bidrog ändå till högre gas- och energipriser, inte minst i Sverige.

¹⁸ Se S. Aiyar m.fl. "Goeconomic fragmentation and the future of multilateralism", IMF Staff Discussion Notes, SDN/2023/001.

¹⁹ Se World Economic Forum "Navigating global financial system fragmentation", Insight report, 2025.

Geopolitiska risker kan i sig vara inflationsdrivande

Geopolitiska risker och hänsynstaganden kan i sig vara inflationsdrivande. President Trumps nya och höga tullar mot i första hand Kina kan delvis vara geopolitiskt motiverade.²⁰ Högre tullar leder till att priserna på importerade varor stiger, vilket drabbar såväl konsumenter som företag. Dessutom innebär de att konkurrensen från utlandet minskar. Något som inhemska företag kan utnyttja genom att höja priserna mer än vad som är motiverat utifrån deras kostnader. Växande handelshinder kan även minska direktinvesteringarna och teknologiöverföringen och leda till sämre produktivitet utveckling. Dessa effekter kan sammantaget vara inflationsdrivande och leda till högre räntor.

De geopolitiska riskerna har ökat både i Sverige och i omvärlden, framför allt de senaste åren, se diagram 3. Diagrammet visar också att de geopolitiska riskerna i Sverige har samvarierat med riskerna i omvärlden. Vilken effekt geopolitiska risker får på inflationen är dock inte självklart eftersom både utbuds- och efterfrågefaktorer spelar roll. Flera studier visar att en förhöjd geopolitisk risk tenderar att vara kopplad till ett ökat inflationstryck och lägre ekonomisk tillväxt, vilket tyder på att utbudseffekterna är viktigare än efterfrågeeffekterna.²¹ Detta är något Isabel Schnabel, ledamot av ECB:s direktion, också påpekat:

"... a major escalation could impact oil prices, affect confidence or trigger new supply chain disruptions. Geopolitical shocks are a key risk that we need to watch, and this poses upside risks to the inflation outlook".²²

Hur geopolitiska risker kan påverka den svenska inflationen analyserades nyligen i en ekonomisk kommentar.²³ Studien visar att Sveriges specifika geopolitiska risker leder till att inflationen stiger, i linje med vad andra studier funnit för andra länder, se diagram 9. En av förklaringarna till detta är att våra specifika risker leder till att växelkursen försvagas och till att vi får ett utflöde av kapital. Men eftersom kronans utveckling inte alltid följer historiska mönster bör detta resultat tolkas med viss försiktighet. Enligt kommentaren har globala geopolitiska risker betydligt mindre effekt på svensk inflation.

²⁰ Se H.R. McMaster och A. J. Grotto "Economic statecraft: The need for an integrated approach", Hoover Institution, 2025. Andra skäl kan vara att tullarna endast är ett förhandlingsverktyg som ska tvinga Kina och andra länder att sänka sina handelshinder. De ska återställa USA:s tillverkningsindustri eller ge incitament för amerikanska företag att tillverka varor som halvledare och mediciner som är viktiga i händelse av en ny pandemi eller krig. Dessa och de geopolitiska motiven diskuteras av M. McArdle "What exactly is Trump trying to achieve with his tariffs?", opinionsartikel, Washington Post, 2025.

²¹ Se D. Caldara, S. Conlisk, M. Iacoviello och M. Penn "Do geopolitical risks raise or lower inflation?", manuskript, Federal Reserve Board, 2024.

²² Se I. Schnabel, intervju med Nikkei, 13 May 2024,

²³ Se M. Klein, E. Skeppås och U. Söderström "Hur påverkas svensk inflation av geopolitisk risk?", Ekonomisk kommentar nr 3, Sveriges Riksbank, 2025.

Studien visar dessutom att BNP-indikatorn reagerar något negativt på Sveriges specifika risker. Detta kan tolkas som att de negativa utbudseffekterna dominerar över efterfrågeeffekterna också i Sverige.

Framåtblickande penningpolitik med ökat fokus på utbudsstörningar

Hur bör då Riksbanken hantera geopolitiska risker och geoekonomisk fragmentering? Jag tror att den strategi för penningpolitiken som vi redan tillämpar, och som brukar benämnas flexibel inflationsmålsstrategi, ger oss ett bra ramverk för att hantera även dessa utmaningar. Hörnstenen i den strategin är som bekant vårt inflationsmål på 2 procent; i tider av förhöjd osäkerhet bidrar penningpolitiken till stabilitet i första hand genom att hålla prisökningstakten varaktigt låg och stabil.

Men Riksbanken strävar inte efter att inflationen alltid ska vara exakt 2 procent – en sådan strategi är varken möjlig eller önskvärd. Penningpolitiken har inte den precisionen att vi kan se till att inflationen varje månad eller kvartal är exakt 2 procent. Om vi försökte åstadkomma något sådant skulle vi riskera att överreagera med räntevapnet och därmed bidra till instabilitet, snarare än att skapa stabilitet.

Drabbas ekonomin av oväntade störningar som tillfälligt pressar inflationen över eller under vårt mål, då ser vi framåt och försöker anpassa styrräntan och styrränteprognozen så att inflationen stabiliseras på ett eller ett par års sikt. Detta är en klok strategi bland annat därför att det tar tid för våra beslut att få fullt genomslag på inflationen och realekonomin. Normalt handlar våra beslut om att finna en lämplig avvägning mellan hur snabbt inflationen ska föras tillbaka till målet och effekterna på tillväxt, sysselsättning och andra realekonomiska variabler.

När vi ställs inför nya risker, exempelvis olika geopolitiska risker och sådana förknippade med geoekonomisk fragmentering, måste vi i första hand sträva efter att väga in dem i våra prognoser. Vi kommer också, som sagt, att fortsätta att jobba med scenarier för att förbättra både vår egen och allmänhetens förståelse av de ekonomiska konsekvenserna av olika typer av risker. Här krävs stor vaksamhet och nyfikenhet, så att vi ständigt förbättrar och anpassar vår analys och våra bedömningar till nya förutsättningar.

Det är därför viktigt att lägga en del resurser på att bättre förstå de ekonomiska konsekvenserna av både geopolitiska risker och geoekonomisk fragmentering. Centralbanker har visserligen små möjligheter att påverka utvecklingen i sig. Men om vi bättre förstår de risker och den osäkerhet som detta medför kan vi föra en

penningpolitik som i bästa fall begränsar vissa av de negativa ekonomiska konsekvenserna. Dessutom kan en trovärdig kommunikation av de ekonomiska effekterna förhoppningsvis påverka politiken och utvecklingen i en bättre riktning. Ett exempel på detta är Fed-chefen Jerome Powells uttalande från senaste presskonferensen där han uttryckte att högre tullar sannolikt leder till högre inflation och sämre tillväxt.²⁴

Den svenska ekonomin befinner sig i ett förhållandevis gynnsamt läge med en inflation nära 2 procent och starka statsfinanser. Förutsättningarna för att hantera olika typer av risker bör därför vara förhållandevis goda.

Mer analys av ekonomins utbudssida behövs

Många av de störningar som centralbanker har hanterat de senaste åren – pandemin, kriget i Ukraina och den kraftiga inflationsuppgången 2022 – har varit utbudsrelaterade. Geopolitiska risker och en tilltagande geoekonomisk fragmentering som jag diskuterat idag liknar också utbudsstörningar där inflation och produktion rör sig i olika riktningar.

Generellt sett är det svårare att hantera utbudsrelaterade störningar än efterfrågestörningar. När inflationen och produktionen rör sig i samma riktning behöver centralbanken inte göra någon avvägning mellan att stabilisera inflationen och produktionen. Men i fallen med utbudsstörningar behöver man göra en avvägning mellan att stabilisera inflationen och produktionen.

Enligt läroboken bör centralbanker bortse från effekter på inflationen av tillfälliga utbudsstörningar. I praktiken är det svårare än det låter, eftersom det är vanskligt att i realtid avgöra hur länge en störning kommer att bestå. Pandemin är ett nyligen inträffat exempel på detta.

Centralbanker har traditionellt sett lagt ned mycket tid på att analysera efterfrågans roll för inflationen och penningpolitiken, medan analysen av ekonomins utbudssida inte har fått samma uppmärksamhet. Detta påpekades i översynen av Reserve Bank of Australia från 2023 och i Ben Bernankes genomgång av Bank of Englands prognosprocess.²⁵ Utbudsfaktorernas roll har också lyfts fram i studier som diskuterat Riksbankens penningpolitik.²⁶ Detta tyder

²⁴ Se utskrift från Powells presskonferens den 7 maj 2025.

²⁵ Se B. Bernanke "Forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England: a review", Bank of England, 2024 och G. de Brouwer, R. Fry-McKibbin och C. Wilkins "An RBA fit for the future", översyn av Reserve Bank of Australia, Australiens regering, 2023.

²⁶ Se J. Hansson, M. Nessén och A. Vredin "Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, Sveriges riksbank, 2018. Se även E. Bylund, J. Iversen och A. Vredin "Monetary policy in Sweden after the end of Bretton Woods", *Comparative Economic Studies*, 66,

på att centralbanker bör satsa mer resurser på att förbättra analysen och förståelsen av ekonomins utbudssida, vilket alltså inte minst gäller de risker jag har tagit upp idag.

Avslutande kommentarer

Det globala landskapet ser ut att förändras. En värld som tidigare präglades av globalt samarbete ser ut att sakta skifta mot mer konfrontation och splittring. De geopolitiska hänsynstagandena får en allt större betydelse i internationella relationer och den globala ekonomin riskerar att delas upp i olika rivaliserande block. Det är en oroande utveckling som inte bara innebär säkerhetsmässiga risker utan också negativa konsekvenser för ekonomin. För att kunna föra en välavvägd penningpolitik behöver vi förstå de ekonomiska konsekvenserna, i synnerhet för inflationen och de finansiella marknaderna.

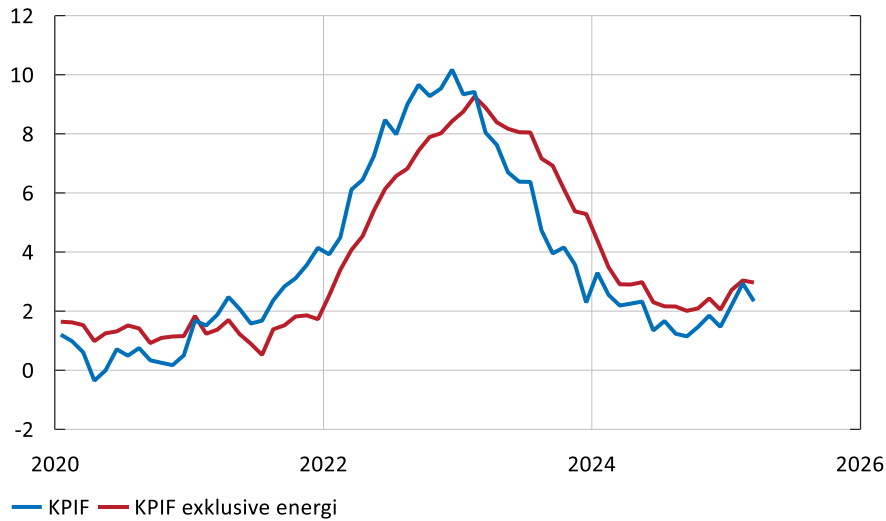
De senaste årens erfarenheter har också lärt oss att det inte är självklart hur man ska hantera utbudsstörningar, inte minst för att det är mycket svårt att i realtid avgöra om en störning är tillfällig eller mer långvarig. Centralbanker har tidigare lagt mycket tid på att analysera efterfrågesidan av ekonomin, men de senaste årens utveckling tyder på att vi också behöver bli bättre på att förstå ekonomins utbudssida.

Olika slags risker och osäkerhet har alltid varit centrala delar i den penningpolitiska analysen och beslutsfattandet, men det är inte självklart hur de bäst bör hanteras. Nyligen har Riksbanken börjat visa alternativa scenarier i varje Penningpolitisk rapport, vilket har visat sig vara ett bra sätt att kommunicera olika risker och osäkerhet på. Vi upplever också att det är uppskattat bland våra läsare av den Penningpolitiska rapporten. Vi har även börjat dela upp prognosen för styrräntan på två tidshorisonter. En på kortare sikt där osäkerheten är mindre och en på längre sikt där osäkerheten är större. Det är fortfarande lite tidigt att uttala sig med säkerhet om hur detta har fungerat även om erfarenheterna hittills är goda.

Diagram

Diagram 1. Inflation mätt med olika konsumentprisindex

Årlig procentuell förändring

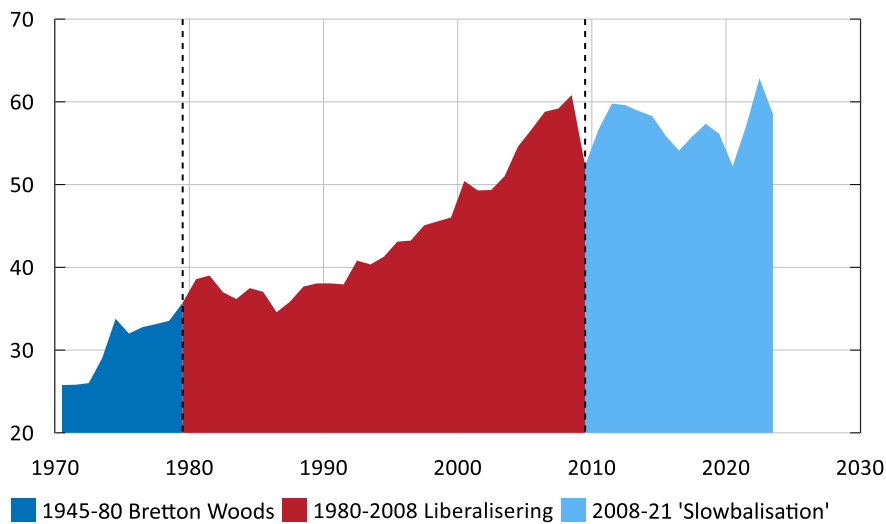


Anm. Säsongrensade data.

Källa: SCB.

Diagram 2. Global handel

Procent

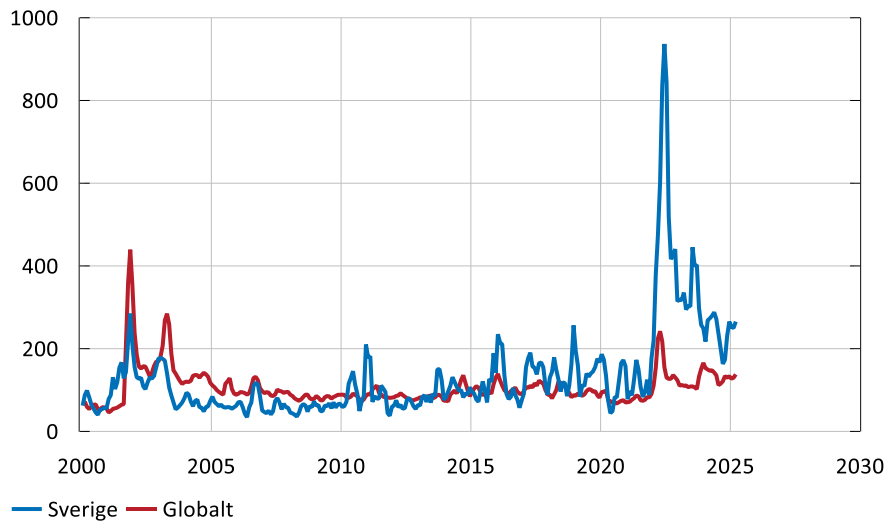


Anm. Global handel är beräknad som summan av export och import inom världshandeln i förhållande till global bruttonationalprodukt (BNP).

Källa: Världsbanken.

Diagram 3. Geopolitisk risk i Sverige och globalt

Index

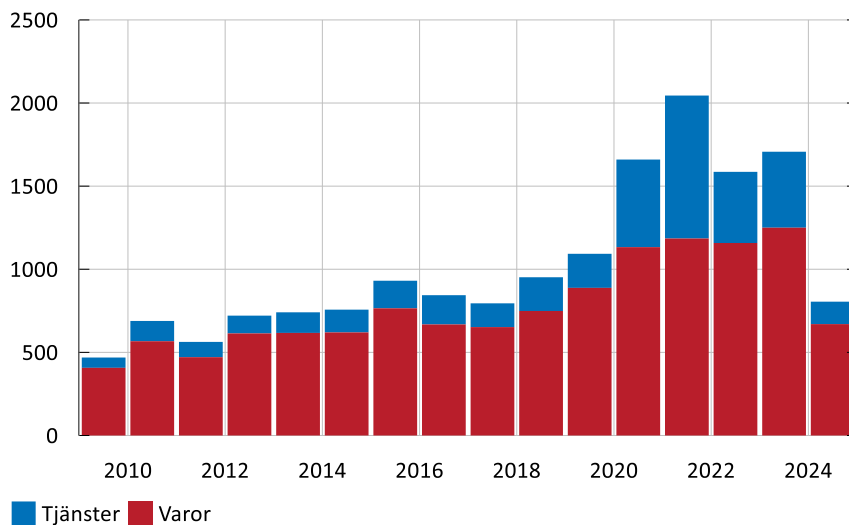


Anm. Genomsnitt under 1985–2019 = 100. Tre månaders glidande medelvärde.

Källa: D. Caldara och M. Iacoviello "Measuring geopolitical risk", *American Economic Review*, 112, 2022.

Diagram 4. Nya handelshinder på varor och tjänster

Antal

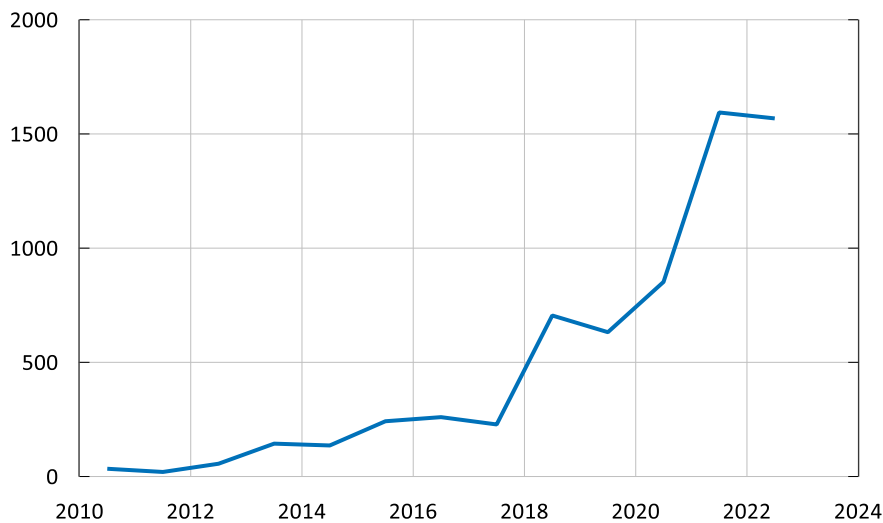


Anm. Implementerade handelshinder globalt. Inkluderar de två mest förekommande handelshindren: importtullar och finansiella bidrag. Finansiella bidrag är den vanligaste formen av statliga bidrag. Antalet importtullar har varit relativt oförändrat under perioden 2009–2024. Förändringen från och med 2019 beror alltså främst på tillväxttakten i finansiella bidrag.

Källa: Global Trade Alert.

Diagram 5. Industripolitiska åtgärder

Antal

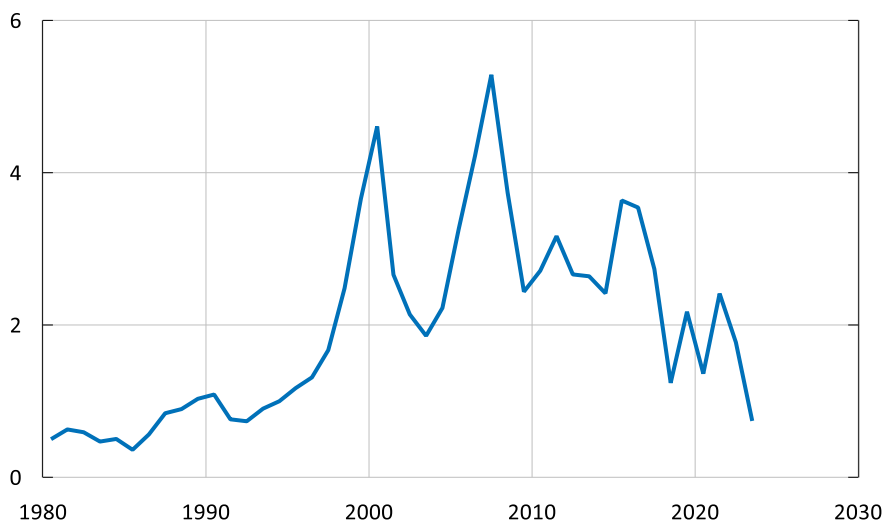


Anm. Totalt antal industripolitiska åtgärder globalt.

Källa: Data från version 2 i Juhász m.fl. "Updated Descriptive Statistics for 'The Who, What, When and How of Industrial Policy: A Text-Based Approach'", STEG WP050, 2023.

Diagram 6. Utländska direktinvesteringar

Procent

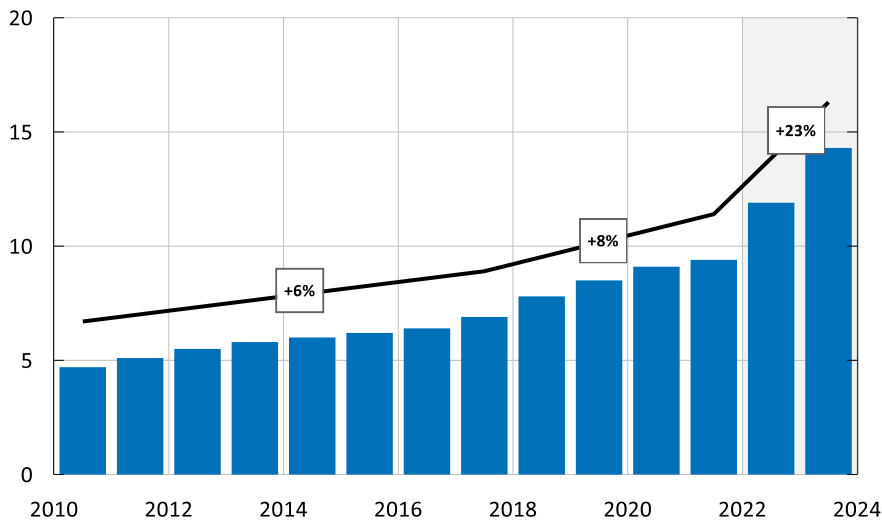


Anm. Nettoinflöde av utländska direktinvesteringar som andel av global BNP.

Källa: Världsbanken.

Diagram 7. Aktiva sanktioner utfärdade av USA:s finansdepartement

Tusental

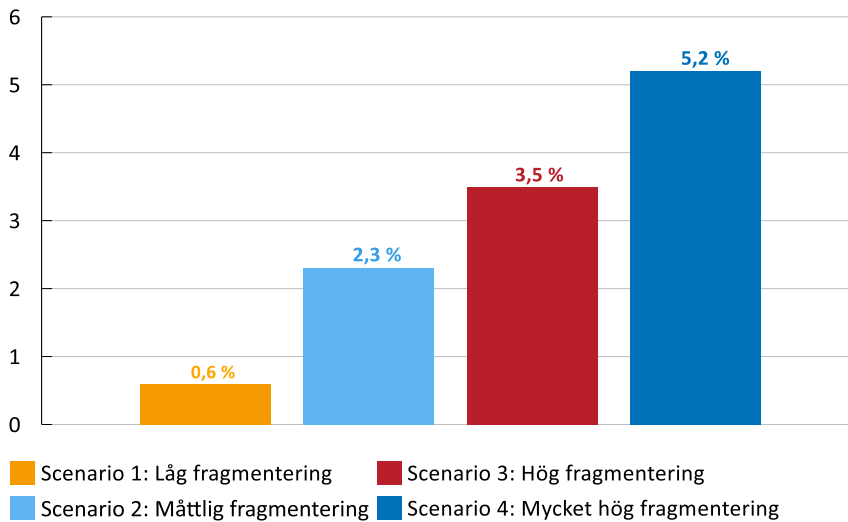


Anm. Antalet aktiva sanktioner som USA:s finansdepartement har utfärdat mot en viss stat, organisation eller individ. Grått område markerar perioden efter invasionen av Ukraina.

Källa: Oliver Wyman Forum Analysis.

Diagram 8. Geoekonomisk fragmentering och global inflation

Procentenheter

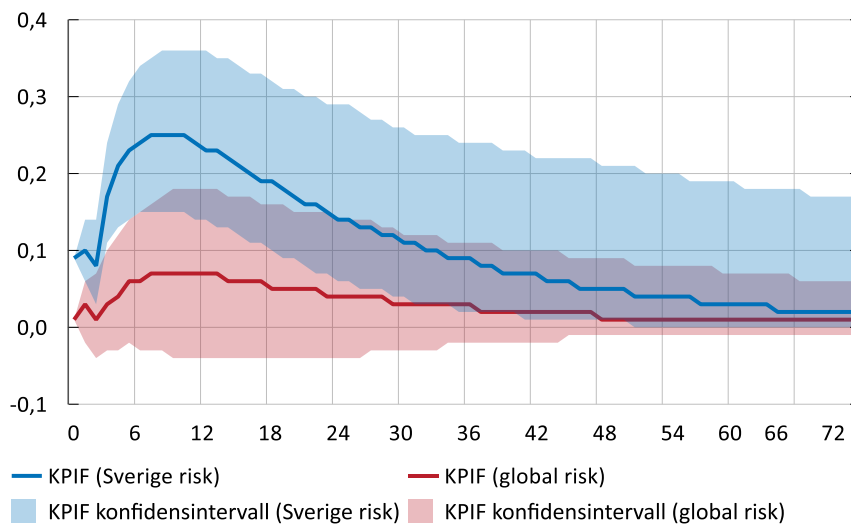


Anm. Avvikelse från huvudscenariot på kort sikt. Effekten på kort sikt beräknas som den makroekonomiska chocken efter ett år.

Källa: World Economic Forum.

Diagram 9. Geopolitiska risker och svensk inflation

Procentenheter



Anm. Diagrammet visar hur ökad geopolitisk risk motsvarande en standardavvikelse i respektive index påverkar den årliga KPIF-inflationen vid olika månadshorisonter. De skuggade fälten avser 90 procents konfidensintervall.

Källa: Riksbanken.