

FÖRDJUPNING – Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken

Riksbankens penningpolitik inriktas på att få inflationen att falla tillbaka till målet på 2 procent i rimlig tid. Prognosen i huvudscenariot innebär att inflationen faller snabbt under nästa år och ligger nära 2 procent under 2024. Men osäkerheten är betydande, och det finns en risk att inflationen blir högre än i prognosen. Hur mycket penningpolitiken i så fall behöver reagera beror på vilka drivkrafter som ligger bakom inflationsutvecklingen.

En osäkerhetsfaktor är utvecklingen av energipriserna, som varierat kraftigt under året. Det går inte att utesluta att de ökar snabbare än i prognosen och driver upp KPIF-inflationen över Riksbankens prognos. Eftersom inflationen redan är mycket hög är det troligt att penningpolitiken i så fall skulle behöva stramas åt ytterligare. I denna fördjupning illustreras ett scenario med hjälp av en makroekonomisk modell. Scenariot innebär en mer ofördelaktig utveckling, där inflationen blir högre än i Riksbankens huvudscenario och biter sig fast i aktörernas förväntningar. Penningpolitiken måste då bli betydligt mer åtstramande än i huvudscenariot för att få ner inflationen till målet.

Det finns goda skäl att anta att inflationen ska växla ned tydligt under nästa år, vilket beskrivs närmare i kapitel 3. Men inflationen är den högsta på 30 år, samtidigt som utfallen under större delen av året överraskat på uppsidan. Den framtida utvecklingen är därför mycket svårbedömd, och det finns en risk att inflationen blir högre än i Riksbankens huvudscenario. I så fall kan penningpolitiken behöva anpassas i stramare riktning. Men hur mycket beror på de bakomliggande orsakerna till den fortsatt höga inflationen.

Oväntat höga energipriser kan kräva en mer åtstramande penningpolitik

Energipriserna har varit höga och varierande under det senaste året, och Riksbanken har löpande diskuterat osäkerheten kring såväl energipriserna i sig som de spridningseffekter som de kan få på övriga priser.²⁸ Ett scenario med högre energipriser än i Riksbankens prognos kan inte uteslutas. I så fall skulle även inflationen bli oväntat hög, via flera olika effekter.

²⁸ Se exempelvis fördjupningen "Högre energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2022, Sveriges riksbank samt fördjupningen "Vad talar för att inflationen sjunker tillbaka nästa år?" i *Penningpolitisk rapport*, september 2022, Sveriges riksbank.

Energipriser ingår i konsumentprisindex, med en vikt på ungefär 6 procent (se diagram 36 i kapitel 3 för en översikt av prisutvecklingen på olika delindex i KPIF). En högre ökningstakt i energipriserna har därför en *direkt effekt* på KPIF-inflationen.

Prisökningar på energi ger även upphov till spridningseffekter till andra priser, så kallade *indirekta effekter*. Några exempel på sådana effekter är att högre drivmedelspriser leder till dyrare taxiresor och att högre elpriser driver upp priset på hotellvistelser. En särskilt stark koppling finns mellan energi- och livsmedelspriserna. Stigande energikostnader brukar påverka hela leveranskedjan inom livsmedelsindustrin, från gårdsproduktionen till transport och bearbetning, lagring och försäljning.²⁹ Livsmedel utgör i sin tur nästan 20 procent av korgen i KPIF.

Högre energipriser skulle i normala fall inte nödvändigtvis behöva leda till någon anpassning alls av penningpolitiken. Men i ett läge när inflationen redan är mycket hög, och uppgången dessutom i hög grad beror på direkta och indirekta effekter av stigande energipriser, finns det starka skäl för penningpolitiken att reagera, eftersom risken är mycket större än normalt att inflationen stiger ytterligare och mer varaktigt. I Riksbankens företagsundersökning bekräftar också företagen att energikostnaderna normalt inte har särskilt stor betydelse för prissättningen, men att de kommer ha stor betydelse framöver.³⁰ Som nämndes tidigare finns en tydlig koppling mellan utvecklingen av energi- och livsmedelspriser via indirekta effekter. Forskning tyder också på att hushållens inflationsförväntningar påverkas mycket av varor som de ofta köper och vars priser är enkla att observera, vilket gäller just energi och livsmedel.³¹

I ett scenario med oväntat hög inflation som drivs av stigande energipriser kan en stramare penningpolitik bidra till att begränsa spridningseffekterna till andra priser, alltså de indirekta effekterna.³² Den stramare penningpolitiken kan också bidra till att de långsiktiga inflationsförväntningarna förblir relativt opåverkade och förankrade vid inflationsmålet. Det minskar risken för att de högre energipriserna påverkar företagens prissättningsbeteende och lönebildningen, alltså att *andrahandseffekter* uppstår.

Om inflationen biter sig fast i pris- och lönebildningen krävs en kraftfull penningpolitisk reaktion

Förväntningarna bland ekonomins aktörer påverkas av den inflation som observeras. En hög inflation under en längre tid ökar risken för att pris- och lönebildningen påver-

²⁹ Se fördjupningen "Mycket talar för hög inflation i år och nästa år" i *Penningpolitisk rapport*, april 2022, Sveriges riksbank.

³⁰ Se "Kostnaderna rusar, konjunkturen saktar in", *Riksbankens företagsundersökning*, september 2022, Sveriges riksbank.

³¹ Se exempelvis P. Vlasenko och S.R. Cunningham (2015), "Capturing the Inflation that People Experience: The Everyday Price Index vs. the Consumer Price Index", *Working Paper* No 004, American Institute of Economic Research.

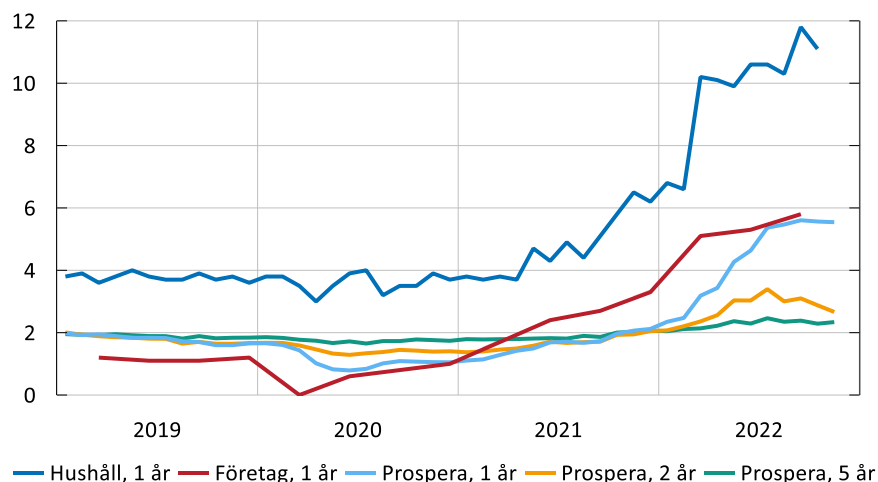
³² På marginalen kan den stramare penningpolitiken via en starkare krona även mildra de direkta effekterna genom att energipriserna mätta i svenska kronor blir lägre.

kas via högre inflationsförväntningar. Ett sätt att förstå detta är att aktörernas förväntningar blir alltmer bakåtblickande, eller adaptiva, om inflationen avviker länge och mycket från inflationsmålet så att förtroendet för målet försvagas.³³

Diagram 42 visar att de kortsiktiga inflationsförväntningarna i Sverige har stigit kraftigt i takt med de allt högre inflationsutfallen under året. Det gäller särskilt bland hushållen. En tänkbar förklaring till det, som diskuterades tidigare, är att de i stor utsträckning baserar sina förväntningar på livsmedels- och energipriser som stigit snabbare än inflationen som helhet (se diagram 36 i kapitel 3). Men de kortsiktiga förväntningarna är höga även bland företag och penningmarknadsaktörer (se diagram 42). Inflationsförväntningarna på 5 års sikt är däremot förhållandevis opåverkade av den höga inflationen, vilket är en indikation på att förtroendet för inflationsmålet består.

Diagram 42. Inflationsförväntningar

Procent



Anm. Kvartalsdata för företag, månadsdata för övriga. Prospera avser penningmarknadens aktörer.

Källor: Kantar Prospera och Konjunkturinstitutet.

Ett scenario i en makroekonomisk modell

Ett mer ofördelaktigt scenario vore att inflationen drevs upp av ett högre inhemskt pristryck och stigande inflationsförväntningar. Scenariot som presenteras här är baserat på simuleringar i Riksbankens makroekonomiska modell MAJA.³⁴ Riksbanken har tidigare under året beskrivit likartade scenarier i den penningpolitiska rapporten.³⁵

³³ För en beskrivning, se exempelvis anförandet av C. Mann (2022), 5 september 2022, "Inflation expectations, inflation persistence and monetary policy strategy", Bank of England.

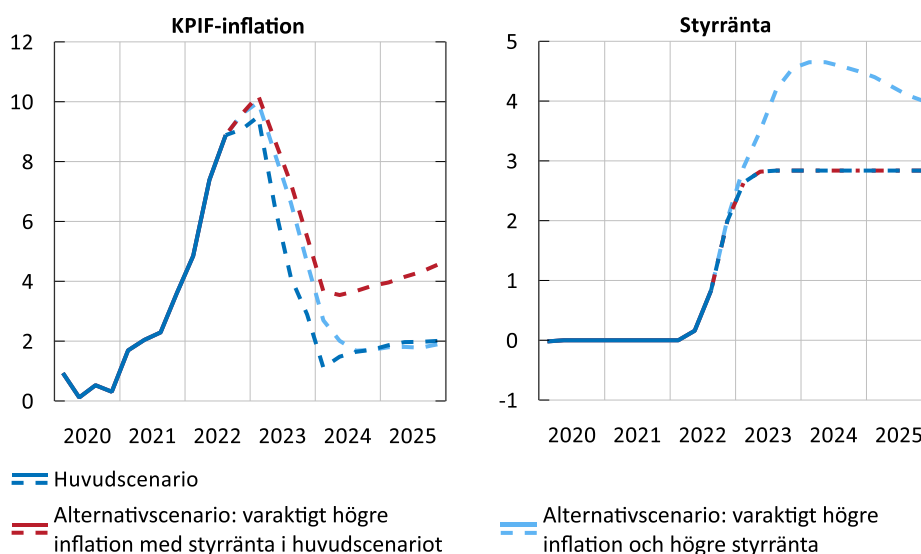
³⁴ För en ingående beskrivning av MAJA, se V. Corbo och I. Strid (2020), "MAJA: A two-region DSGE model for Sweden and its main trading partners", Working Paper No 391, Sveriges riksbank.

³⁵ Se fördjupningen "Höga energipriser – hur kommer andra konsumentpriser att påverkas?" i Penningpolitisk rapport, februari 2022, Sveriges riksbank, samt kapitel 1 i Penningpolitisk rapport, april 2022, Sveriges riksbank.

I scenariot antas höga inflationsutfall i närtid vara fördelade över en bred uppsättning varu- och tjänstegrupper. Vi kan förstå det i termer av att de flesta priser i KPIF, förutom energi, ökar snabbare än i prognosen.³⁶ Det medför att aktörerna i ekonomin börjar förvänta sig att inflationen även på längre sikt kommer att överstiga 2 procent. Företagen skulle då börja höja sina priser betydligt mer, och lönerna skulle stiga påtagligt snabbare än i Riksbankens huvudscenario. De här faktorerna skulle resultera i en varaktigt hög KPIF-inflation om penningpolitiken inte reagerar.³⁷ Det illustreras av den röda linjen i den vänstra bilden i diagram 43.

Diagram 43. Alternativscenario med varaktigt högre inflation

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

För att motverka en sådan utveckling krävs en betydligt högre styrränta än i huvudscenariot, vilket visas i den ljusblå linjen i den högra bilden i diagram 43. En sådan penningpolitik är nödvändig för att säkerställa att inflationen sjunker tillbaka och är nära 2 procent i slutet av prognosperioden, vilket visas i den ljusblå linjen i den vänstra bilden i diagram 43.

I det här scenariot krävs en kraftig penningpolitisk åtstramning för att få tillbaka inflationen till målet. Den stramare penningpolitiken i det här inflationsscenarioet innebär också stora påfrestningar för realekonomin. BNP-tillväxten skulle bli påtagligt lägre och arbetslösheten betydligt högre än i Riksbankens huvudscenario under prognosperioden.

³⁶ Energipriserna antas utvecklas i linje med Riksbankens huvudscenario.

³⁷ Den underliggande inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, skulle hamna på ungefär samma nivå som KPIF-inflationen i slutet av prognosperioden, kring 4 procent.

Svårt att säga i förväg hur penningpolitiken reagerar

Det alternativa scenariot som precis beskrivits ska ses som en illustration av en möjlig penningpolitisk strategi då inflationen blir oväntat hög. Penningpolitiken skulle i praktiken kunna agera annorlunda. Det kan finnas annan information än inflationsutfallen som pekar på att det behövs en större eller mindre penningpolitisk reaktion än i alternativscenariot. Exempelvis kan förändrade konjunkturutsikter påverka företagens möjligheter att höja priserna. Dessutom är modellen MAJA skattad på data sedan 1995 och fångar genomsnittliga effekter sedan dess. Effekterna ser annorlunda ut i dagsläget. För det första har inflationen under större delen av perioden sedan 1995 varit låg och stabil, vilket gör att företag och hushåll inte har tagit så stor hänsyn till den i sina ekonomiska beslut. I den nuvarande höginflationsmiljön finns en mycket större sådan benägenhet, vilket bland annat märks i företagets prissättningsbeteende. Detta fenomen brukar benämnas *rational inattention*.³⁸ För det andra kan effekterna av en förändrad penningpolitik vara större än vad som beskrivs i scenariot i MAJA, eftersom hushållens höga skuldsättning och korta räntebindningstider gör att räntekänsligheten i deras konsumtion är högre än tidigare.³⁹

Det är värt att poängtera att inflationen även kan visa sig bli lägre än i Riksbankens huvudscenario. Men ett sådant scenario skulle sannolikt vara betydligt enklare att hantera, i första hand genom att avvakta med fortsatta höjningar av styrräntan.

³⁸ Bland andra Federal Reserve har uppmärksammat detta; se talet av J. Powell (2022), 26 augusti 2022, Jackson Hole. "Monetary Policy and Price Stability".

³⁹ Se fördjupningen "Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin" i *Peningpolitisk rapport*, september 2022, Sveriges riksbank samt P. Stockhammar, I. Strid och P. Tornese (2022), "Hur har styrräntans påverkan på konsumtionen förändrats när skuldkvoten har stigit?", *Ekonomiska kommentarer* nr 9, Sveriges riksbank.