

FÖRDJUPNING – Alternativa scenarier i den penningpolitiska rapporten

En lärdom i Redogörelse för penningpolitiken 2022 var att Riksbanken skulle kunna använda scenarier i större utsträckning i sin penningpolitiska analys och kommunikation. Under 2023 publicerade därför Riksbanken löpande scenarier i den penningpolitiska rapporten från april och framåt.

Syftet med scenarierna var att illustrera att utvecklingen var osäker, att peka på osäkerhetsfaktorer som Riksbanken hade särskilt fokus på och att indikera hur den penningpolitiska planen skulle kunna behöva förändras om osäkerhetsfaktorerna materialiseras. I den här fördjupningen beskrivs de scenarier som Riksbanken använde sig av och hur de integrerades i penningpolitiken.

Scenarierna var viktiga för den penningpolitiska kommunikationen av flera skäl. Ett centralt budskap var att om inflationen blev oväntat hög skulle det betraktas som ett större problem än om den blev oväntat låg. Det betydde att penningpolitiken snabbt skulle stramas åt ytterligare om inflationen överraskade på uppsidan, medan en lite mer avvaktande hållning skulle gälla vid överraskningar på nedsidan. De olika scenarierna illustrerade samtidigt att inflationen kan bli oväntat hög eller låg av flera olika skäl, vilket gör det svårt att säga på förhand exakt hur penningpolitiken skulle reagera.

Mer symmetrisk riskbild kring inflationen under 2023

Riksbanken publicerade scenarier vid ett par tillfällen under 2022, även om de inte var en del av den löpande analysen och kommunikationen på samma sätt som under 2023. Under 2022 hade inflationen genomgående blivit högre än förväntat, vilket gjorde att scenarierna då var fokuserade på en oväntat hög inflation. Under våren 2023 kunde Riksbanken konstatera att riskbilden kring hur inflationen skulle utvecklas hade blivit mer symmetrisk, alltså att sannolikheten för en oväntat låg och oväntat hög inflation hade blivit mer likartad. Därför visades i de penningpolitiska rapporterna från april och framåt två scenarier: ett med en oväntat hög inflation och ett med en oväntat låg.⁴⁸ De faktorer som i scenarierna drev inflationsutvecklingen varierade däremot mellan de penningpolitiska rapporterna.

⁴⁸ Scenarierna baserades på simuleringar i Riksbankens makroekonomiska modell MAJA.

Några av osäkerhetsfaktorerna som Riksbanken identifierade under 2023 avseende den svenska inflationsutvecklingen var

- inflationsförväntningarna bland hushåll och företag
- lönebildningen
- kronans utveckling och växelkursens genomslag på inflationen
- globala utbudsstörningar
- företagens prissättningsbeteende
- konjunkturrisiker som indirekt påverkar inflationen

En översikt av scenarierna under april–november

I den penningpolitiska rapporten i april konstaterade Riksbanken att den faktiska inflationen hade börjat sjunka tillbaka och att överenskommelsen kring ett nytt industriavtal hade minskat risken för en pris-lönespiral ganska påtagligt. Den mer balanserade riskbilden kring inflationen motiverade att diskutera möjligheterna till både en oväntat hög och en oväntat låg inflation.

I scenariot med en oväntat hög inflation antogs de bidragande orsakerna till utvecklingen vara inflationsförväntningarnas utveckling och företagens prissättningsbeteende. Även om de långsiktiga inflationsförväntningarna hade varit förankrade kring målet under perioden med hög inflation var de kortsiktiga förväntningarna fortsatt på höga nivåer. Samtidigt visade enkäter, exempelvis Riksbankens egen företagsundersökning, att många företag planerade att höja sina priser ovanligt mycket. I scenariot antogs att realekonomin skulle utvecklas i linje med prognosen.

Om penningpolitiken inte skulle reagera på den oväntat höga inflationen antogs att förtroendet för inflationsmålet skulle försvagas, så att pris- och lönebildningen påverkades negativt. Inflationen skulle då bli varaktigt högre än målet under de kommande åren. Om penningpolitiken däremot direkt stramades åt mer än i huvudscenariot skulle det finnas goda möjligheter att stabilisera inflationen kring målet. Ekonomins aktörer skulle då fortsätta ha tilltro till att Riksbanken skulle få ner inflationen till målet inom en rimlig tid, och företagens prishöjningar skulle därmed mattas av. Den högre styrräntan skulle dock också dämpa den realekonomiska utvecklingen. Men jämfört med att inte reagera med penningpolitiken inledningsvis, och i stället behöva höja styrräntan i ett senare skede, bedömdes de realekonomiska kostnaderna vara små.

Det fanns i april allt starkare indikationer på att de största prisökningarna var förbi. Priserna på energi och råvaror hade sjunkit påtagligt. Dessutom hade efterfrågan i den svenska ekonomin bromsat in tydligt. En betydande del av de tidigare stora kostnadsökningarna hade vältrats över till konsumentledet. Men det kunde samtidigt inte uteslutas att snabbt sjunkande kostnader på motsvarande sätt skulle kunna ge en större dämpande effekt än normalt på konsumentpriserna, så att inflationen blev oväntat låg. I det alternativa scenariot med lägre inflation antogs också realekonomin

utvecklas svagare än i prognosen, eftersom en svagare efterfrågan skulle göra det svårare för företagen att höja sina priser. Riksbanken hade tidigare kommunicerat att en lägre inflation än väntat vore ett betydligt mindre problem än en fortsatt oväntat hög inflation. Därför skulle det sannolikt krävas att inflationen blir lägre än väntat under en lite längre period innan penningpolitiken skulle läggas om.

I den penningpolitiska rapporten i juni tog scenariot med högre inflation än väntat sin utgångspunkt i en oväntat svag krona, kombinerad med ett större växelkursgenomslag. Scenariot med lägre inflation än väntat liknade det som presenterades i april.

I scenariot med en oväntat hög inflation antogs att kronan skulle fortsätta att försvagas i kombination med ett större växelkursgenomslag på importpriser och inflationen. Liksom i april bedömde Riksbanken att det skulle finnas starka skäl för penningpolitiken att reagera med en högre styrränta om inflationen visade sig bli oväntat hög. En viktig poäng som Riksbanken lyfte fram var att den stramare penningpolitik som stabiliserar inflationen kring målet inte innebar att kronans kurs kom tillbaka till samma nivå som i prognosen. Det avspeglade att penningpolitiken fokuserar på inflationsmålet och inte på att uppnå en specifik nivå på kronkursen. Den högre styrräntan skulle också dämpa realekonomin. Men precis som i april bedömdes de realekonomiska kostnaderna skulle bli små om man reagerade direkt jämfört med att avvakta och behöva höja styrräntan i ett senare skede.

Scenariot med lägre inflation liknade det i april i betydande utsträckning och hörde samman med företagens prissättningsbeteende: Snabbt sjunkande kostnader skulle kunna ge en större dämpande effekt än normalt på konsumentpriserna. I det alternativa scenariot antogs även att realekonomin skulle utvecklas svagare än i prognosen. Precis som tidigare bedömdes att det sannolikt skulle krävas att inflationen blev lägre än väntat under en lite längre period innan styrräntan sänktes.

I den penningpolitiska rapporten i september var scenarierna på ett tydligare sätt än tidigare kopplade till riskerna för den realekonomiska utvecklingen. Scenariot med oväntat hög inflation antogs då vara resultatet av förnyade utbudsstörningar i den globala ekonomin. I det scenariot antogs att den realekonomiska utvecklingen skulle bli svagare än i prognosen samtidigt som inflationen blev högre, alltså det normala mönstret vid utbudsstörningar. Scenariot med oväntat låg inflation var istället kopplat till en svagare efterfrågan i ekonomin.

Även om utbudsstörningar i teorin innebär en avvägning mellan att hantera en svagare realekonomi och en högre inflation, antogs att penningpolitiken behövde reagera direkt om inflationen blev oväntat hög, för att på så vis minska risken för att förtroendet för inflationsmålet skulle försvagas. Ett konkret alternativ visades där Riksbanken inledningsvis inte reagerade med en stramare penningpolitik, men i stället tvingades göra det så småningom. Även om realekonomin på kort sikt skulle ha utvecklas starkare, så skulle utvecklingen på längre sikt ha blivit svagare i det alternativet. Det hänger samman med att det skulle ha krävts stora räntehöjningar för att återställa förtroendet för inflationsmålet när inflationsförväntningarna väl hade börjat driva iväg uppåt.

Scenariot med lägre inflation än väntat antogs vara relaterat till att efterfrågan blev svagare än i Riksbankens prognos. Det skulle kunna ha orsakats av både globala och inhemska faktorer. När efterfrågan sjunker minskar bland annat möjligheterna för företagen att föra över sina ökade kostnader till konsumentpriserna. Inflationen skulle därför bli lägre. Precis som tidigare antogs att det då skulle dröja en tid innan styrräntan skulle sänkas, även om inflationen blev oväntat låg.

I den penningpolitiska rapporten i november utgick scenariot med en oväntat hög inflation återigen från företagens prissättning. Det antogs att företagen ökade sina marginaler för att upprätthålla sin lönsamhet. På så vis blev inflationen oväntat hög. Det andra scenariot var återigen kopplat till risker för en svagare efterfrågan.

I scenariot med oväntat hög inflation antogs att företagen inte anpassade sina priser efter sina kostnader utan i stället ökade sina marginaler. Genom att i ett tidigt skede höja styrräntan skulle Riksbanken dels dämpa efterfrågan så att företagen inte kunde höja priserna som planerat, dels undvika att den högre inflationen gav upphov till högre inflationsförväntningar och en stigande löneökningstakt i ekonomin. Precis som tidigare framhölls att de realekonomiska kostnaderna av att strama åt penningpolitiken på kort sikt var mindre än vinsterna på längre sikt.

Liksom i september antogs anledningen till att inflationen blev lägre än i huvudscenariot vara en oväntat svag efterfrågan. Att såväl efterfrågan som inflationen blev lägre än väntat innebar i teorin entydigt att penningpolitiken skulle behöva bli mer expansiv. Men i den rådande situationen komplicerades avvägningen ändå av att inflationen under en period hade legat högt över målet. Därför antogs i scenariot att Riksbanken inte omedelbart skulle börja sänka räntan utan vänta en tid med detta.

Scenarierna har varit användbara i den penningpolitiska analysen och kommunikationen

Ett viktigt budskap från de olika scenarierna var att Riksbanken skulle reagera med penningpolitiken på ett annorlunda sätt om inflationen blev oväntat hög i förhållande till om den blev oväntat låg. Det beror på den besvärliga perioden med en inflation högt över målet. Ytterligare ett viktigt budskap var vikten av att reagera i tid om inflationen skulle bli oväntat hög. De kostnader som är förknippade med att avvakta och i stället behöva höja räntan senare kan bli mycket höga för ekonomin.

Riksbanken bedömer att scenarierna har varit mycket viktiga för att beskriva för allmänheten att den ekonomiska utvecklingen är osäker och att penningpolitiken kan behöva reagera om utsikterna visar sig avvika från tidigare bedömningar. På så vis kan aktörerna i ekonomin vara bättre förberedda på att penningpolitiken kan förändras. Samtidigt har Riksbanken varit noga med att påpeka att det är svårt att veta exakt hur man kommer att agera i framtiden om inflationen avviker från prognosen. De olika scenarierna har tydligt illustrerat att inflationen kan bli högre eller lägre än väntat av olika skäl och med olika konsekvenser för den reala ekonomin.