



Ekonomisk kommentar

# Penningpolitikens effekter

Björn Andersson och Henrik Lundvall

NR 16 2024, 25 september

# Penningpolitikens effekter

---

Underlagen till Riksbankens penningpolitiska beslut innehåller bland annat analyser av olika policyalternativ och tänkbara ekonomiska scenarier. En viktig utgångspunkt i dessa analyser är bedömningar av hur stora effekter penningpolitiken har på inflationen och den övriga ekonomin. Effekterna är svåra att mäta och Riksbanken ser löpande över den analys som bedömningarna utgår från. Som ett led i det arbetet har Riksbanken skattat effekter med nya metoder som kan ställas mot uppdaterade skattningar med mer traditionella metoder. Resultaten från dessa studier kommer framöver att användas som en utgångspunkt för de bedömningar som görs i policy- och scenarioarbetet. Metoderna ger i flera avseenden snarlika resultat, men de skiljer sig åt på vissa punkter. Det är viktigt att vara medveten om osäkerheten om effekternas storlek.<sup>1</sup>

---

Författare: Björn Andersson och Henrik Lundvall, verksamma vid avdelningen för penningpolitik<sup>2</sup>

Vad penningpolitiken har för effekter på inflationen och den övriga ekonomin är av naturliga skäl en fundamental fråga för Riksbanken. Det handlar delvis om att Riksbanken behöver ha en god uppfattning om den så kallade transmissionen av penningpolitiken. Transmissionen beskriver sättet på vilket en penningpolitisk åtgärd, exempelvis en förändring av styrräntan, påverkar ekonomin via marknadsräntor, tillgångspriser och växelkursen vidare till aktiviteten i ekonomin och till inflationen.<sup>3</sup>

Oavsett hur denna transmission ser ut mer exakt, behöver Riksbanken också ha en god uppfattning om storleken på effekterna på inflationen och den övriga ekonomin. Det är grundläggande för att kunna beräkna effekterna av olika tänkbara beslut om styrräntan och för att konstruera scenarier, något Riksbanken gör i samband med de penningpolitiska besluten för att utvärdera olika policyalternativ och bedöma risker. Förutom att presentera ett huvudscenario med tillhörande penningpolitik har Riksbanken också mer regelbundet börjat inkludera alternativa scenarier i de penningpolitiska rapporterna, detta för att kommunicera sina bedömningar på ett tydligt sätt.<sup>4</sup> Alternativa scenarier kan då bland annat illustrera hur den penningpolitiska planen skulle behöva ändras om utvecklingen blir väsentligt annorlunda än i huvudscenariot.

---

<sup>1</sup> Ekonomiska kommentarer är korta analyser om relevanta frågor för Riksbanken. Den kan författas av både enskilda direktionsledamöter och medarbetare på Riksbanken. Medarbetares kommentarer godkänns av avdelningschef medan direktionsledamöterna själva ansvarar för innehållet i sina kommentarer.

<sup>2</sup> Denna ekonomiska kommentar bygger på modell- och utvecklingsarbete på Riksbanken som har utförts av Jakob Almerud, Erik Berggren, Dominika Krygier, Henrik Lundvall, Stefania Mammos, Mambuna Njie och Ingvar Strid. Ett stort tack till alla för bidragen till kommentaren och för bra synpunkter. Vi vill också tacka Marie Hesselman och Tanja Lind för värdefulla synpunkter.

<sup>3</sup> Transmissionsmekanismen beskrivs ofta i termer av olika kanaler som penningpolitiken verkar genom. En beskrivning av dessa finns på [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) under Penningpolitik/Vad är penningpolitik?

<sup>4</sup> Se till exempel fördjupningen "Alternativa scenarier i den penningpolitiska rapporten" i Redogörelse för penningpolitiken 2023.

Riksbanken ser löpande över de effekter som penningpolitiken antas ha på inflationen och realekonomin i scenarierna, och den senaste tiden har ett antal studier genomförts med det syftet. Fokus har varit på effekterna av förändringar i styrräntan och arbetet har delvis skett i ljuset av att ekonomin precis har gått igenom en period med kraftigt stigande inflation och en åtstramande penningpolitik. Ett av målen har varit att ta fram resultat med nya metoder och ny data som kan ställas mot uppdaterade beräkningar med mer traditionella metoder, vars resultat brukar betraktas som rimliga. Riksbanken kommer att ta med sig resultaten från dessa studier in i arbetet med policyalternativ och scenarier framöver. Syftet med denna ekonomiska kommentar är att översiktligt presentera resultaten från två av studierna, och samtidigt diskutera utmaningarna som finns vid beräkningar av penningpolitikens effekter.<sup>5</sup>

## Viktigt att separera orsak och verkan

De underliggande sambanden i makroekonomin är komplexa och det är svårt att separera orsak och verkan. Det är därför en utmaning att identifiera effekten av en förändring av Riksbankens styrränta på ekonomiska variabler så som BNP, sysselsättningen och inflationen. När Riksbanken förändrar styrräntan påverkar det BNP och inflationen. Samtidigt kommer andra förändringar i ekonomin som påverkar BNP och inflationen att påverka vilken styrränta Riksbanken behöver sätta. Riksbanken ändrar oftast penningpolitiken för att något annat har förändrats i ekonomin som gör det nödvändigt att ändra styrräntan för att inflationen ska vara nära målet på 2 procent. För att kunna isolera hur penningpolitiken påverkar inflationen behöver man på något sätt samtidigt kontrollera för förändringarna av andra faktorer.

## Det finns olika metoder för att beräkna penningpolitikens effekter

Eftersom effekterna av penningpolitiken inte går att observera direkt måste de skattas med statistiska metoder. I forskningslitteraturen används flera olika sådana metoder. De har olika för- och nackdelar och ger lite olika resultat.<sup>6</sup> Ett av syftena med Riksbankens arbete har just varit att jämföra resultaten från olika metoder. Här presenteras resultat dels från en traditionell metod, som använts i forskningen i flera decennier, dels från en nyare metod som använder finansiella data med hög frekvens för att identifiera effekterna av penningpolitiken.<sup>7</sup> Förenklat använder båda metoderna en statistisk modell, en så kallad vektorautoregression (VAR), för att beskriva utvecklingen av den svenska makroekonomin. VAR-modellen inkluderar några få centrala variabler – bland annat BNP, arbetslösheten, växelkursen, inflationen och styrräntan – och beskriver hur sambandet mellan dessa variabler har sett ut över tiden.<sup>8</sup> Förutom

---

<sup>5</sup> Effekter av penningpolitiken har nyligen också analyserats i Laséen m.fl. (2022), samt Laséen och Nilsson (2024).

<sup>6</sup> En utförlig diskussion om svårigheterna att identifiera effekter av penningpolitiken, olika metoder för detta samt för- och nackdelar finns i Laséen och Nilsson (2024).

<sup>7</sup> För dokumentation av och detaljer kring resultaten från analysen med den första metoden, se Berggren m.fl. (2024). Riksbanken kommer att publicera en dokumentation av analysen med den nyare metoden senare i år. Resultaten som presenteras här kan komma att ändras i den slutliga versionen.

<sup>8</sup> Den exakta specifikationen av VAR-modellen skiljer sig dock något åt i de två studierna.

de svenska variablerna inkluderar VAR-modellerna i båda studierna också ett par variabler som speglar utvecklingen i omvärlden. Utvecklingen av varje enskild svensk variabel beror på hur de övriga variablerna i modellen utvecklas. Den variation i styrräntan som inte kan förklaras av övriga variabler kan användas för att beräkna effekterna av penningpolitiken.

En viktig skillnad mellan de två metoderna är hur dessa beräkningar går till. Den första metoden utgår från antaganden om hur penningpolitiken påverkar olika variabler på kort sikt. I Riksbankens studie utgår man från det vanliga antagandet att det endast är kronans växelkurs som reagerar omedelbart på förändringar i styrräntan, medan BNP och övriga variabler påverkas med viss fördröjning. Effekterna speglar då vad som händer med inflationen och den övriga ekonomin när styrräntan ändras på ett sätt som är oväntat jämfört med hur penningpolitiken, enligt modellen, brukar reagera.

Den nyare metoden identifierar oväntade penningpolitiska förändringar på ett mer direkt sätt och behöver då inte anta något om hur variablerna påverkar varandra. Metoden går ut på att använda information om hur priser på finansiella marknader förändrats under ett kort tidsintervall i samband med att Riksbanken publicerat ny information om penningpolitiken. Den nya informationen kan bestå av ett nytt penningpolitiskt beslut eller av protokollet från ett sådant beslut. Genom att titta på förändringen av marknadsräntorna i ett väldigt kort tidsintervall kring tidpunkten för Riksbankens publiceringar är det mer sannolikt att det är just ny information om penningpolitiken som marknadsräntorna reagerar på och inte information om andra förändringar i ekonomin.<sup>9</sup> Förändringarna av olika marknadsräntor som identifieras på detta sätt kombineras sedan med VAR-modellen för att skatta effekterna av penningpolitiken på inflationen och andra ekonomiska variabler.

## Resultaten är relativt samstämmiga, men skiljer sig på vissa punkter

Diagram 1 presenterar utvalda resultat med effekter av penningpolitiken i de två studierna som beskrivits ovan. Diagrammet illustrerar effekterna som så kallade impulsresponsfunktioner. Dessa visar effekterna – responsen – på växelkursen, BNP, arbetslösheten och KPIF-inflationen varje kvartal fem år framåt om Riksbanken oväntat skulle höja styrräntan med en procentenhet i dag.<sup>10</sup> Efter denna impuls antas det inte inträffa något som ”stör” ekonomin och de normala sambanden mellan variablerna i modellen bestämmer dynamiken och räntan återgår gradvis till vad den var innan höjningen.

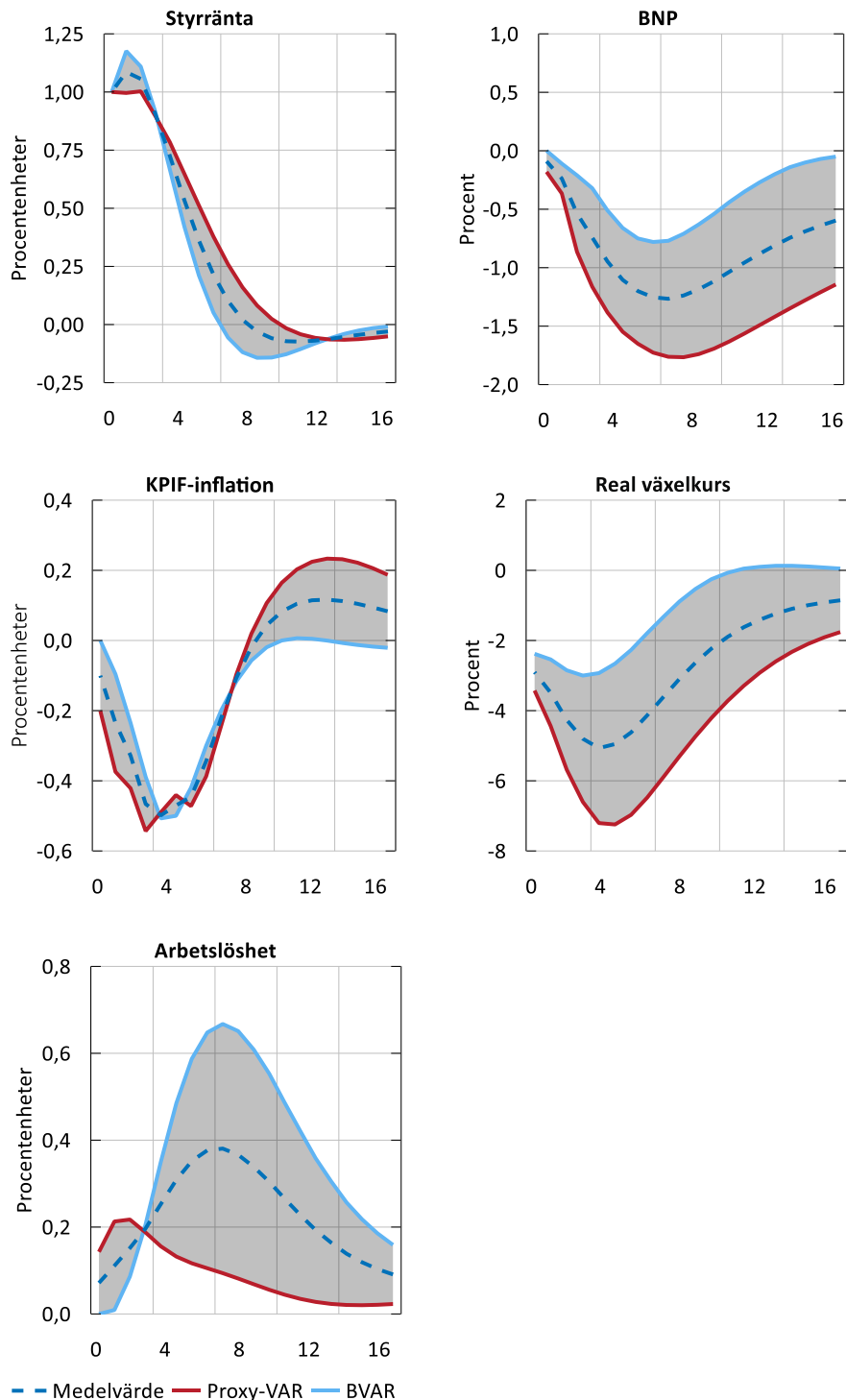
---

<sup>9</sup> Informationen om penningpolitiken inkluderar beslut som Riksbanken har fattat om styrräntan såväl som bedömningar av penningpolitiken framöver. Riksbankens studie använder så kallad faktoranalys för att separera effekterna av en förändring av styrräntan från effekterna av en förändring av guidningen kring penningpolitiken framöver.

<sup>10</sup> I de två studierna antas implicit att effekterna av höjningar och sänkningar av styrräntan är symmetriska. Resultatet av en sänkning av styrräntan skulle alltså, enligt dessa skattningar, vara desamma som de som visas i Diagram 1, men med omvänt tecken. För jämförbarhet har storleken på förändringen i styrräntan normaliserats till en procentenhet.

### Diagram 1. Effekter av penningpolitiken

Procentenheter samt procent



Anm. Kurvorna i de olika fälten visar den skattade effekten på respektive variabel i 20 kvartal när styrräntan höjs oväntat kvartal 0. Den reala växelkursen är den nominella växelkursen enligt KIX (kronindex) justerad för skillnader i prisnivå mellan Sverige och omvärlden. Ett lägre värde indikerar en starkare växelkurs.

Källa: Riksbanken.

Den ljusblå linjen i respektive i fält i diagrammet visar resultatet från den första studien, här kallad BVAR. Den röda linjen visar resultatet från studien som använder den nyare metoden, här kallad Proxy-VAR, som använder högfrekventa finansiella data för att identifiera effekterna av penningpolitiken.<sup>11</sup> Den blå streckade linjen i det grå intervallet är medelvärdet av den ljusblå och den röda linjen. Resultaten från de två studierna är snarlika och kvalitativt är effekterna helt samstämmiga. De stämmer också överens med ekonomisk teori – när räntan höjs på ett oväntat sätt kommer växelkursen att bli starkare, arbetslösheten att bli högre och BNP och inflationen att bli lägre, jämfört med utvecklingen i dessa variabler om räntan inte hade höjts.

Även storleksmässigt liknar effekterna varandra i vissa dimensioner. Effekten på inflationen är ungefär densamma. Det gäller både hur effekten förändras över tid och hur mycket inflationen påverkas som mest. Enligt båda metoderna är effekten som störst efter ungefär 4 kvartal, då inflationen pressas ned med cirka 0,5 procentenheter av räntehöjningen. Därefter avtar effekten gradvis.

Enligt båda studierna är effekten på växelkursen relativt stor redan de första kvartalen och den stämmer ganska väl med de effekter på växelkursen som brukar uppstå i omedelbar anslutning till Riksbankens penningpolitiska besked. Även effekten på BNP är ungefär densamma de första kvartalen i de två studierna. Effekten verkar således inte påverkas så mycket av att man i BVAR antar att det inte är någon effekt på BNP i samma kvartal som räntehöjningen sker.

I studierna är det dock större skillnader på effekterna på växelkursen och BNP i senare kvartal. BNP minskar som mest med 0,8 procent enligt BVAR, medan BNP minskar som mest med 1,8 procent enligt Proxy-VAR. Oavsett skillnaden i storlek inträffar dock maxeffekten på BNP ungefär samtidigt i båda studierna, efter cirka 8 kvartal. Enligt BVAR är effekten på BNP i princip borta efter drygt 4 år, medan den i jämförelse större effekten enligt Proxy-VAR tar längre tid att klinga av. Den största skillnaden mellan studierna är effekten på arbetslösheten. Enligt BVAR ökar arbetslösheten som mest med strax över 0,6 procentenheter efter drygt 2 år, vilket alltså är ungefär samtidigt som effekten på BNP är som störst. Enligt Proxy-VAR är maxeffekten på arbetslösheten mindre, cirka 0,2 procentenheter, och inträffar redan efter ett par kvartal.

Förutom skattningar av storleken på effekterna av penningpolitiken kan resultaten också ge insikter om transmissionen av penningpolitiken – till exempel verkar effekten på växelkursen vara en viktig del av mekanismen enligt båda studierna. De ger dock resultat för realekonomin som verkar betona olika kanaler för transmissionen. Resultaten från BVAR indikerar att produktionen minskar i kombination med att sysselsättningen minskar. Resultaten från Proxy-VAR, där effekten på arbetslösheten är mindre och kommer snabbare, är snarare förenliga med att företagen "övervintrar" arbetskraft istället för att minska personalstyrkan.

---

<sup>11</sup> Förkortningarna speglar hur modellerna brukar benämnas i den ekonometriska litteraturen. BVAR betyder att VAR-modellen har estimerats med bayesianska metoder. Proxy-VAR betyder att VAR-modellen inkluderar en "proxy", det vill säga en variabel som ska fånga utvecklingen i en annan variabel som man är intresserad av men som inte kan mätas direkt.

De skattade effekterna på inflationen och de andra ekonomiska variablerna i diagram 1 är effekterna när Riksbanken höjer räntan oväntat, alltså de isolerade effekterna av en räntehöjning. De speglar inte nödvändigtvis vad som händer med inflationen och övriga ekonomin i en konjunkturuppgång efter det att räntan höjs på ett "normalt" sätt i samband med att inflationstrycket i ekonomin ökar. Då påverkas ekonomin även av drivkrafterna bakom själva konjunkturuppgången, utöver effekterna av Riksbankens räntehöjningar. De mekanismer som gör att effekterna på inflationen kommer senare än effekterna på BNP och arbetslösheten kan då ha större betydelse än vad effekterna i diagrammet indikerar.

## Det är viktigt att vara medveten om att effekterna är osäkra

En övergripande slutsats från forskningslitteraturen är att det finns en betydande osäkerhet om storleken på effekterna av olika penningpolitiska åtgärder. Det grå intervallet i diagram 1 som illustrerar skillnaden mellan resultaten speglar en källa till denna osäkerhet, som alltså gäller metod- och modellval. Till det kommer att resultaten i respektive studie är framtagna med statistiska metoder som i sig är förknippade med osäkerhet.<sup>12</sup> Både den ljusblå och röda linjen är mittpunkterna i intervall, inom vilka effekterna finns med viss sannolikhet.

Det är viktigt att vara medveten om osäkerheten om effekterna och att inte dra alltför långtgående slutsatser från resultaten i en enskild studie. Men för arbetet med scenarier behöver Riksbanken ändå göra specifika antaganden om storleken på penningpolitikens effekter. Ett sätt att göra dessa antaganden mer robusta är att inte förlita sig på resultaten från en specifik metod eller modell utan att väga ihop resultat från olika studier, på det sättet som gjorts i diagrammet.

Riksbanken kommer att ta med sig resultaten från de genomförda studierna i arbetet framöver och använda dessa sammanvägda effekter som utgångspunkt för beräkningar av olika typer av scenarier. Det är dock viktigt att alltid också bedöma om effekterna verkar rimliga i varje enskilt scenario. Till exempel speglar resultaten i diagrammet effekterna av en tillfälligt högre styrränta. Effekterna skulle med stor sannolikhet vara större om förändringen av penningpolitiken är mer långvarig eller om den uppfattas som det av hushållen och företagen. Det är också möjligt att penningpolitiken i vissa lägen kan ha effekter som är genuint svåra att fånga, till exempel att den bidrar till att stärka förtroendet för inflationsmålet.

---

<sup>12</sup> Det "sanna" sambandet mellan variablerna i respektive modell är inte känt utan skattas med statistisk analys av utfallen av variablerna under en viss tidsperiod. Faktorer som påverkar säkerheten i den skattningen är bland annat hur lång tidsperioden är och hur mycket variablerna har varierat under perioden.

## Referenser

Berggren, Erik, Stefania Mammos och Ingvar Strid (2024), "Penningpolitikens effekter i Sverige under inflationsmålsperioden: skattningar med strukturella VAR-modeller", Staff memo, augusti 2024, Sveriges riksbank.

Laséen, Stefan, Jesper Lindé och Ulf Söderström (2022), "Hur mycket påverkas inflationen av penningpolitiken?", Ekonomiska kommentarer nr 13, Sveriges riksbank.

Laséen, Stefan och Charlie Nilsson (2024), "Hur påverkar Riksbankens penningpolitik den svenska ekonomin: stiger inflationen när räntan höjs?", Staff memo, januari 2024, Sveriges riksbank.





**SVERIGES RIKSBANK**

Tel 08 - 787 00 00

[registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se)

[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK)