



Ekonomisk kommentar

Makroekonomiska effekter av ökad osäkerhet

Hans Dellmo

NR 5 2025, 13 maj

Makroekonomiska effekter av ökad osäkerhet

Olika mått på osäkerhet har under början av 2025 stigit till historiskt höga nivåer. Syftet med denna ekonomiska kommentar är att diskutera hur denna ökade osäkerhet kan påverka ekonomin samt diskutera slutsatserna från olika empiriska studier.¹ Sammanfattningsvis tenderar ökad osäkerhet ha negativa effekter på realekonomin och de flesta studier visar att ökad osäkerhet även leder till lägre inflation. Empiriska studier visar bland annat att om hög osäkerhet består under en längre tid kan de negativa effekterna på ekonomin bli betydligt större än om osäkerheten snabbt faller tillbaka till normala nivåer.

Författare: Hans Dellmo, verksam vid avdelningen för penningpolitik²

De senaste tidens politiska händelser, inte minst den amerikanska regeringens varierande utspel bland annat om importtullar, har skapat osäkerhet kring de ekonomiska förutsättningarna framöver och aktualiserat frågan om hur osäkerheten som sådan kan väntas påverka ekonomin. I den akademiska litteraturen finns en rad studier som analyserar hur ökad osäkerhet kan påverka ekonomin och som även kvantifierar effekterna på ekonomin. I denna kommentar beskrivs några av dessa studier, med särskilt fokus på vilka effekterna på svensk ekonomi kan väntas bli.

Hur kan ökad osäkerhet påverka ekonomin?

Ökad osäkerhet leder normalt sett till att företag väljer att skjuta upp investeringar och nyanställningar eftersom det är riskabelt att fatta långsiktiga beslut. Om företagen skjuter upp investeringar i ny teknik, forskning och kompetensutveckling har det även negativa effekter på produktivitet och produktionskapaciteten på längre sikt. Ökad osäkerhet kan också leda till att hushåll ökar sitt försiktighetssparande och minskar sin konsumtion om de oroar sig för sin framtida inkomst eller sysselsättning. Ökad osäkerhet kan även leda till att investerare kräver högre riskpremier för att kompensera för den ökade risken i sina investeringar. När riskpremierna stiger ökar också de effektiva räntorna, vilket gör det dyrare för företag och hushåll att låna.

Effekten på inflationen av ökad osäkerhet är osäker. Minskad inhemsk efterfrågan kan leda till lägre inflation. Samtidigt kan vissa typer av osäkerhet, som geopolitisk oro eller handelskonflikter, skapa störningar i utbudet via till exempel leveranskedjor, vilket i stället kan driva upp priser. Effekten på inflationen beror därför på om osäkerheten

¹ 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.

² Stort tack till Vesna Corbo och Jens Iversen för synpunkter på innehållet i denna kommentar.

främst påverkar efterfrågan eller utbudet. I en liten öppen ekonomi är även effekten på växelkursen viktig. De flesta studier visar att ökad osäkerhet leder till lägre inflation till följd av lägre efterfrågan.³ Sammanfattningsvis kan ökad osäkerhet bromsa tillväxten medan effekten på inflationen är mer osäker.

Osäkerhet kan inte observeras

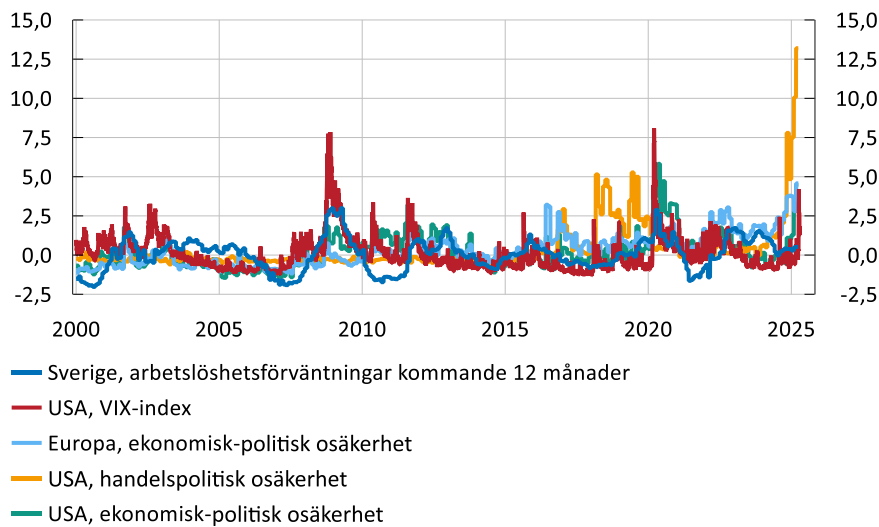
Det finns flera olika källor till osäkerhet som till exempel krig och oväntade förändringar i den ekonomiska politiken. Till skillnad från till exempel konsumentpriser så är osäkerhet något som inte är direkt observerbart. Men det är möjligt att observera osäkerhet indirekt genom olika indikatorer. Ett vanligt förekommande mått på osäkerhet på finansiella marknader är förväntad volatilitet i aktiepriser (VIX-index). Andra osäkerhetsmått baseras på nyhetsartiklar där frekvensen av ord om ekonomisk-politisk eller handelspolitisk osäkerhet räknas. Ett ytterligare mått på makroekonomisk osäkerhet är att mäta spridningen i ekonomiska prognoser. Det finns även osäkerhetsmått baserade på enkäter till hushåll och företag. Inga av dessa mått är en perfekt indikator för osäkerhet, men kan ge en indikation på osäkerheten i ekonomin. I diagram 1 nedan visas några mått på osäkerhet där vissa av dem för närvarande är på historiskt höga nivåer.⁴

³ Se till exempel Bloom (2009) och Leduc och Liu (2016).

⁴ Ett flertal studier visar att globala mått på osäkerhet har större effekt på konjunkturen i de flesta länder jämfört med nationella mått på osäkerhet. Se till exempel Berger et.al. (2016) och Mumtaz och Theodoridis (2015). Osäkerhetsmått för USA har i en rad studier använts för att skatta effekten på ekonomin i såväl USA som i europeiska länder.

Diagram 1. Mått på osäkerhet

Standardavvikelser



Anm. Serierna är standardiserade. VIX-index mäter marknadens förväntade volatilitet på den amerikanska aktiemarknaden under de kommande 30 dagarna. Mått på såväl ekonomisk-politisk och handelspolitisk osäkerhet baseras i huvudsak på textanalys från stora dagstidningar.

Källor: Chicago Board Options Exchange, Economic Policy Uncertainty och Europeiska Kommissionen.

Vad visar empiriska studier?

En utmaning för empiriska studier är att särskilja effekten av ökad osäkerhet från andra faktorer som också påverkar ekonomin. Osäkerhet tenderar att samvariera med konjunkturen och en osäkerhetschock sker sannolikt inte oberoende från andra chocker till ekonomin. Det gör att det går att ifrågasätta huruvida ett mått på osäkerhet mäter genuin osäkerhet eller om det är ett resultat av förändringar i andra variabler. Detta problem har lett till att de flesta studier av osäkerhet använt VAR-modeller för att skatta effekten på ekonomin. I dessa modeller tillåts osäkerhet och ekonomisk aktivitet påverka varandra.

I de studier som gjorts har olika mått på osäkerhet använts, bland annat de som visas i diagram 1. Empiriska studier visar att ökad osäkerhet har en negativ effekt på industriproduktion och BNP och i viss utsträckning även på hushållens konsumtion. Men hur länge ekonomin påverkas skiljer sig mellan studier. Vissa studier visar att industriproduktionen faller tydligt men återhämtar sig snabbt.⁵ Andra studier visar däremot att nedgången i industriproduktionen är mer persistent.⁶ En del studier visar att ökad

⁵ Se till exempel Bloom (2009).

⁶ Se till exempel Jurado et.al. (2016) och Bachmann et.al. (2013).

osäkerhet leder till lägre investeringar i bland annat forskning och utveckling, vilket hämmar produktiviteten och ekonomin även på längre sikt.⁷

De flesta studier är gjorda på amerikanska data och visar att en standardavvikelse högre osäkerhet leder till att industriproduktionen som mest blir 0,5–1,5 procent lägre.⁸ Den maximala effekten inträffar efter ungefär ett år i flera studier, men variationen mellan studier är stor. Studier gjorda för euroområdet visar att en standardavvikelse högre osäkerhet kan dämpa BNP med 0,3–0,7 procent där maxeffekten inträffar efter 6–12 månader.⁹

En studie på svenska data visar att en standardavvikelses uppgång i amerikansk ekonomisk-politisk osäkerhet leder till att industriproduktionen i Sverige blir cirka 0,7 procent lägre efter ett år.¹⁰ En enkel VAR-modell på svenska data indikerar att en standardavvikelse högre osäkerhet kan dämpa BNP med 0,2 % det kommande kvartalet. Modellen implicerar att den höga osäkerheten i mars 2025 kan dämpa svensk BNP med knappt 0,5 % det andra kvartalet 2025.¹¹

Effekten på svensk ekonomi är emellertid osäker. Om den höga osäkerheten blir långvarig kan de negativa effekterna bli större än vad empiriska studier visar.¹² Resursutnyttjandet i svensk ekonomi är i dagsläget något lägre än normalt och studier visar att ökad osäkerhet har större negativa effekter då konjunkturen är svag.¹³ Det som också talar för att effekterna kan bli större än normalt är att osäkerheten är på historiskt höga nivåer, vilket innebär att effekterna på ekonomin kan bli större på ett icke-linjärt sätt.¹⁴ Men skulle osäkerheten inom kort sjunka tillbaka kan den negativa effekten på ekonomin bli såväl liten som kortvarig.

⁷ Se till exempel Bonciano och Oh (2019).

⁸ I dessa studier har många olika mått på osäkerhet använts. Det ska noteras att handelspolitisk osäkerhet i USA, som i dagsläget är på mycket hög nivå, inte har använts i någon av dessa studier.

⁹ Se till exempel Girardi och Reuter (2016).

¹⁰ Se Stockhammar och Österholm (2014).

¹¹ Skattningen baseras på egna beräkningar utifrån en VAR-modell som används på Sveriges riksbank bestående av svensk arbetslöshet, industriproduktion, BNP och ett mått på osäkerhet som beaktar såväl amerikanska VIX-index som ekonomisk-politisk osäkerhet i USA. Modellen skattas fram till 2019 och ger resultat som inte avviker signifikant från andra empiriska studier, inklusive Stockhammar och Österholm (2014).

¹² Haddow et.al. (2013) finner att en standardavvikelse högre osäkerhet än normalt i fyra år ger större och mer persistenta effekter på BNP jämfört med skattningar där osäkerheten är tillfälligt hög. Även studier som studerat effekterna av Brexit finner att hög osäkerhet under tre år fick tydligt negativa effekter på investeringar och produktivitet. Se till exempel Bloom et.al. (2019) och Born et.al. (2019).

¹³ Se till exempel Pellegrino et.al. (2021), Cacciatore och Ravenna (2018) och Chatterjee (2018). Studier visar också att om ekonomin skulle försvagas tydligt och styrräntan åter hamnar på noll skulle ökad osäkerhet ha större negativa effekter än normalt, se till exempel Johannsen (2014) och Basu och Bundick (2017).

¹⁴ Se Jackson, Kliesen och Owyang (2018) som visar att när osäkerheten är låg så har det små och linjära effekter på ekonomin. I tider av hög osäkerhet får det däremot större negativa effekter på ekonomin på ett icke-linjärt sätt.

Referenser

- Bachmann, R., S. Elstner och E. Sims (2013), "Uncertainty and Economic Activity: Evidence from Business Survey Data", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(2), 217-249.
- Basu, S. och B. Bundick (2015), "Endogenous Volatility at the Zero Lower Bound: Implications for Stabilization Policy", *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working paper No. 15-01*.
- Berger, T., S. Grabert och B. Kempa (2016), "Global and Country-Specific Output Growth Uncertainty and Macroeconomic Performance", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 78(5), 694-716.
- Bloom, N. (2009), "The Impact of Uncertainty Shocks", *Econometrica*, 77(3), 623-685.
- Bloom, N., P. Bunn, S. Chen, P. Mizen, P. Smietanka och G. Thwaites (2019), "The Impact of Brexit on UK Firms", *NBER Working paper No. 26218*.
- Bloom, N., M.A. Kose och M.E. Terrones (2013), "Held Back by Uncertainty", *Finance and Development*, March 2013, Vol. 50, No.1, International Monetary Fund.
- Bonciano, D. och J. Oh (2019), "The Long-Run Effects of Uncertainty Shocks", *Bank of England Working Paper No. 802*.
- Born, B., G.J. Muller, M. Schularick och P. Sedlacek (2019), "The Costs of Economic Nationalism: Evidence from the Brexit Experiment", *Cesifo Working Paper, No. 6780*.
- Cacciatore, M. och F. Ravenna (2018), "Uncertainty, Wages, and the Business Cycle", *HEC Montreal, mimeo*.
- Castelnuovo, E. (2019), "Domestic and Global Uncertainty: A Survey and Some New Results", *Cesifo Working Paper 7900*.
- Chatterjee, P. (2018), "Asymmetric Impact of Uncertainty in Recessions – Are Emerging Countries More Vulnerable?", *Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics*, Vo. 23, Issue 2.
- Gieseck, A. och S. Rujin (2020), "The impact of the recent spike in uncertainty on economic activity in the euro area", *ECB Economic Bulletin*, Issue 6/2020.
- Girardi, A. och A. Reuter (2016), "New uncertainty measures for the euro area using survey data", *Oxford Economic Papers*, 69(1).
- Haddow, A., C. Hare, J. Hooley och T. Shakir (2013), "Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter", *Quarterly Bulletin 2013 Q2*, Bank of England.
- Jackson, L.E., K.L. Kliesen och M.T. Owyang (2018), "The Nonlinear Effects of Uncertainty Shocks", *Federal Reserve Bank of St. Louis, Working paper 2018-035B*.

Johannsen, B.K. (2014), "When are the Effects of Fiscal Policy Uncertainty Large?", Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 2014-2040.

Jurado, K., S.C. Ludvigson och S. Ng (2015), "Measuring Uncertainty", American Economic Review, 105(3), 1177-1216.

Leduc, S. och Z. Liu (2016), "Uncertainty Shocks are Aggregated Demand Shocks", Journal of Monetary Economics, 82, 20-35.

Mumtaz, H. och K. Theodoridis (2015), "Common and country-specific uncertainty", Journal of International Economics, 105, 205-216.

Pellegrino, G., G. Caggiano och E. Castelnuovo (2019), "Uncertainty Shocks and the Great Recession: Nonlinearities Matter", Economics letters, Vol. 198.

Stockhammar, P. och P. Österholm (2014), "Effects of US Policy Uncertainty on Swedish GDP Growth", Working paper No. 135., October 2014, National Institute of Economic Research.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK)