

ANFÖRANDE

DATUM: 2025-07-02
TALARE: Vice riksbankschef Anna Seim
PLATS: 2025 ECB Forum on Central Banking, Sintra, Portugal

Alternativscenariers roll i den penningpolitiska kommunikationen*

Tack för inbjudan att tala här i dag! Effektiv kommunikation är en viktig del av penningpolitiken, men kommunikationsstrategier skiljer sig mycket åt mellan olika centralbanker. Detta beror sannolikt på institutionella skillnader som påverkar både våra möjligheter och begränsningar.

Sedan Riksbanken började tillämpa en flexibel inflationsmålspolitik 1995 har vi valt en väg som präglas av hög transparens.¹ Ett skäl till detta är att vi har ett stort oberoende och med det oberoendet följer ett behov av ansvarsutkrävande som underlättas av transparens. Ett annat skäl är att transparens kan göra penningpolitiken mer effektiv om vi lyckas vägleda företagens, hushållens och marknadernas förväntningar.

För att uppnå en hög grad av transparens strävar vi efter att förmedla direktionens reaktionsfunktion. Centrala inslag är att publicera (i) en prognos för styrräntan (sedan 2007), (ii) alternativscenarier som illustrerar upplevda risker och hur penningpolitiken kommer att reagera beroende på hur ekonomin utvecklar sig, och (iii) namngivna protokoll kort efter varje penningpolitiskt beslut.²

* Anförande vid paneldiskussion "Central bank communication: current challenges" vid konferensen "2025 ECB Forum on Central Banking" i Sintra, Portugal. Jag vill tacka Matilda Kilström, Mika Lindgren och Maria Sjödin för utmärkt hjälp att skriva talet. Jag vill också tacka Charlotta Edler, Calum McDonald och Emelie Nordeman för granskning av talet samt alla medarbetare på avdelningen för penningpolitik som har lämnat värdefulla synpunkter.

¹ Riksbanken rankas genomgående som en av de mest transparenta centralbankerna i världen, se till exempel Dincer, Eichengreen och Geraats (2022) för en relativt nyligen gjord utvärdering.

² För mer utförliga beskrivningar av Riksbankens penningpolitiska kommunikation, se till exempel Thedéen (2025) och Breman (2025).

I mitt anförande idag kommer jag prata om vår styrränteprognos men främst fokusera på vårt arbete med alternativscenarier i den penningpolitiska rapporten.

Penningpolitik i huvudscenariot: styrräntebanan

Låt mig börja med lite bakgrund. Sedan 2024 håller vi åtta penningpolitiska möten per år. Vid fyra av dessa publicerar vi penningpolitiska rapporter (PPR) som innehåller nya prognoser. Vid de övriga fyra mötena finns inga nya prognoser utan en penningpolitisk uppföljning (UPP) som beskriver våra bedömningar och motiven för det penningpolitiska beslutet. Man kan säga att ett penningpolitiskt beslut består av två delar: dels vårt beslut om den aktuella styrräntan, dels vår samlade penningpolitiska bedömning som beskrivs i de penningpolitiska rapporterna och de penningpolitiska uppföljningarna.

Vi är en av få centralbanker som publicerar en prognos för styrräntan som återspeglar majoritetsuppfattningen i direktionen. I Diagram 1 visas våra senast publicerade styrränteprognoser. Styrränteprognosen är förenlig med vår bedömning av de ekonomiska utsikterna i övrigt. Våra andra prognoser är således beroende av styrräntebanan. Den bedömda penningpolitiken säkerställer att vårt inflationsmål på 2 procent uppfylls inom en tidsperiod som vi anser vara rimlig, samtidigt som hänsyn tas till den realekonomiska utvecklingen. Den är också förenlig med vår bedömning av den långsiktiga neutrala räntan.³

För att komma fram till prognosen för styrräntan skattar och simulerar vi olika modeller, gör känslighetsanalyser och överväger olika alternativa utvecklingar under den penningpolitiska processen. Genom att göra detta vill vi säkerställa att den penningpolitik som prognosen innebär har vissa nyckelegenskaper. En sådan egenskap är att penningpolitiken ska vara *effektiv*. Vi utvärderar olika räntebanor för att säkerställa att det inte finns någon annan räntebana som skulle stabilisera inflationen och den reala ekonomin till en lägre kostnad. Vi bedömer också om penningpolitiken är *robust*, det vill säga om den resulterar i en godtagbar utveckling även om mindre sannolika skeenden skulle inträffa. Vi vill också att penningpolitiken ska vara *förutsägbar*. För att säkerställa att penningpolitiken i vårt huvudscenario har dessa egenskaper stämmer vi av hur en viss styrränteprognos lever upp till nyckelkriterierna med hjälp av en checklista.

Styrränteprognosen i huvudscenariot är vår bästa bedömning av vilken penningpolitik som vi skulle bedriva om ekonomin utvecklas som vi förutser, dvs. om inga nya chocker drabbar ekonomin. Räntebanan är därför ett exempel på "betingad" - eller "*Delfisk*" - forward guidance. *Den är en prognos, inte ett löfte.*⁴

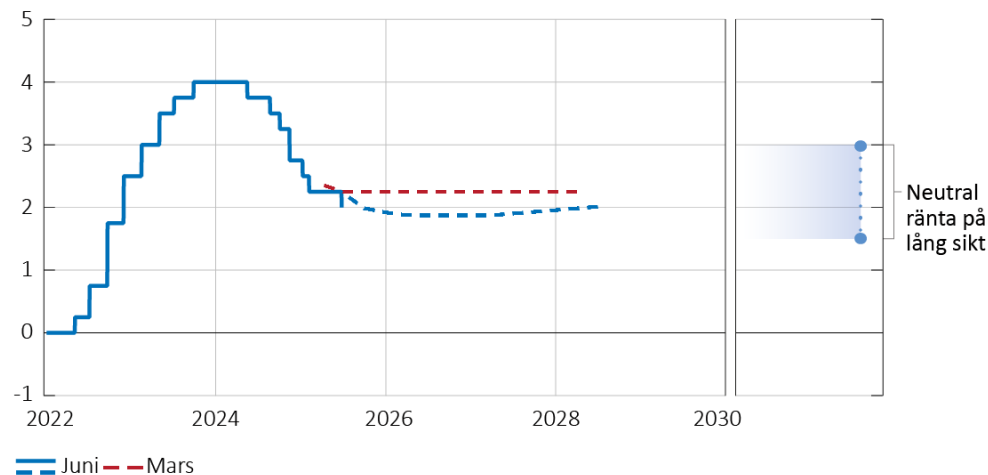
³ I mitt tal "Neutral ränta – betydelse, begränsningar och bedömning" (Seim, 2024) diskuterar jag begreppet neutral ränta och Riksbankens senaste bedömning av den långsiktigt neutrala räntan.

⁴ För en diskussion om denna princip se till exempel Thedéen (2025) och Seim (2025).

När chocker drabbar ekonomin revideras prognosen. Efter att ha publicerat styrränteprognoser i nästan 20 år är vår bedömning att detta har varit framgångsrikt när det gäller att vägleda förväntningar, i den meningen att det har varit relativt små skillnader mellan Riksbankens prognos för styrräntan och marknadsräntorna på kort sikt.

Diagram 1. Prognos för styrräntan

Procent



Anm. Heldragen linje avser utfall och streckad linje avser Riksbankens prognos. Skuggat området visar det bedömda intervallet för den neutrala räntan på lång sikt. Utfall är dagsdata och prognos är kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.

Styrräntebanan kompletteras med alternativscenarier

Eftersom det enda vi kan vara säkra på är att framtiden inte kommer att utvecklas precis som vi förväntar oss, kompletterar vi styrräntebanan med alternativscenarier.

På Riksbanken har vi en lång tradition av att arbeta med och publicera alternativscenarier.⁵ De har varit en del av såväl vår interna analys som vår kommunikation till och från sedan 2007, då vi började publicera styrränteprognoser. Från och med 2023 har de varit ett mer återkommande och framträdande inslag i den penningpolitiska rapporten.

Det är lätt att säga att inflationen kan bli högre eller lägre än i huvudscenariot, men vi kan öka tydligheten genom att vara mer detaljerade än så. Ett scenario består av en sekvens av olika typer av chocker i ett modellsammanhang som

⁵ Nyttan med scenarier både för känslighetsanalys och penningpolitisk kommunikation lyftes fram av Leeper redan 2003, när han utvärderade Riksbankens inflationsrapporter.

består av specifika antaganden om till exempel den penningpolitiska transmissionen, prissättningsbeteendet och tillståndet i den globala ekonomin. Varje scenario hänger också ihop med en prognos för styrräntan som signalerar att det är så här vi sannolikt skulle anpassa penningpolitiken om de beskrivna händelserna skulle inträffa.

För att konstruera scenarier adderar vi chocker till huvudscenariots prognoser. Vid behov reviderar vi också våra antaganden om hur ekonomin fungerar. Scenarierna är ofta, men inte alltid, symmetriska i den meningen att de fångar både uppåt- och nedåtrisker för styrränteprognosen.⁶ Den penningpolitiska responsen kan också vara mer eller mindre symmetrisk.⁷ Till skillnad från osäkerhetsintervall, så kallade "fan charts", som illustrerar osäkerhet baserat på historiska prognosfel, är scenarier sammanhängande makroekonomiska narrativ som gör det möjligt för oss att vara mer precisa om den möjliga utveckling som vi föreställer oss.⁸

Huvudsyftet med dessa scenarier är tredelat. Vi vill belysa osäkerheten kring de övergripande utsikterna och därmed också penningpolitiken, kommunicera vilka risker direktionen uppfattar som viktiga och förmedla vår reaktionsfunktion.

Scenarier kan också vara användbara när man ska bedöma hur robust penningpolitiken i huvudscenariot är. Om vi tänker oss en stiliserad värld där det finns tre rimliga tillstånd - ett huvudscenario och alternativscenario 1 och 2 - är det möjligt att beräkna den optimala penningpolitiken i vart och ett av dessa tillstånd. De olika policyalternativen kan sedan tillämpas på samtliga tillstånd för att bedöma vilket val som ger upphov till de mest acceptabla resultaten i alla tre fallen.⁹

Utförliga beskrivningar är viktiga

Som jag redan nämnt är det viktigt att beskriva detaljerna kring varje scenario.

Låt mig ge ett konkret exempel från början av detta år som också framgår i Diagram 2. I december 2024 publicerade vi ett alternativscenario där höjda tullar och handelshinder skulle leda till högre inflation och lägre ekonomisk aktivitet. Den penningpolitiska responsen i det scenariot var att höja styrräntan, för att

⁶ Under 2022 och 2023 publicerade Riksbanken till exempel flera alternativscenarier med fokus på uppåtrisker för inflationen.

⁷ Om inflationen till exempel är hög i utgångsläget uppfattas det som mer kostsamt om inflationen överraskar på uppsidan än om den är oväntat låg. Penningpolitiken kan därför reagera kraftigare i ett scenario med högre inflation.

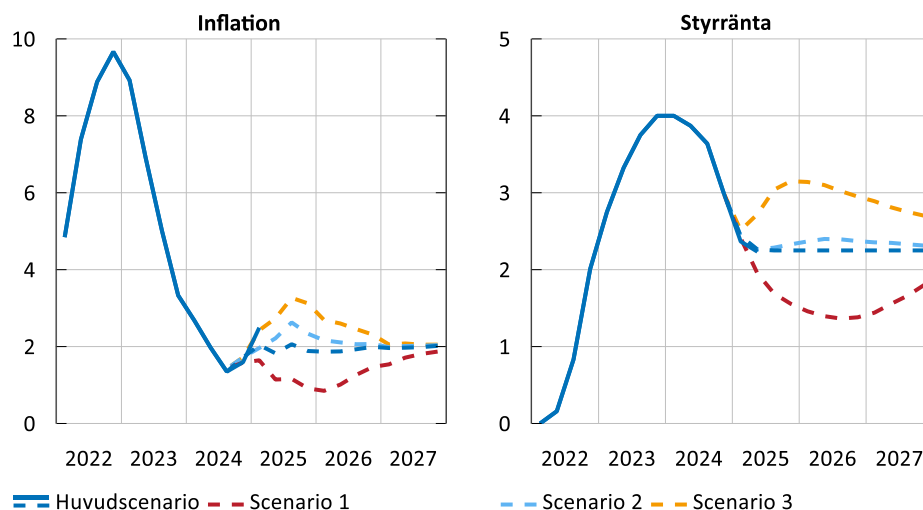
⁸ Denna typ av scenarioanalys föreslogs i Bernankes granskning av Bank of England (Bernanke, 2024) och i Bernankes förslag om att förbättra Feds kommunikation (Bernanke, 2025).

⁹ Se, till exempel, Lane (2024) för en diskussion om hur vi kan bedöma robusthet i en osäker miljö.

motverka både andrahandseffekter och risken för att inflationsförväntningarna skulle påverkas av den höga inflationen. Tre månader senare var inflationsutfallen faktiskt högre och i linje med decemberscenariot. Men drivkrafterna bakom den högre inflationen var fundamentalt annorlunda: ökningen bedömdes bero på tillfälligt höga livsmedelspriser och den årliga omviktningen av KPI, dvs. en "korgeffekt".¹⁰ De underliggande inflationsutsikterna och utsikterna för den ekonomiska aktiviteten var i stort sett oförändrade, så i stället för att strama åt som i scenariot höll vi fast vid den kurs som angavs i styrränteprognosen från december. Detta exempel belyser både vikten av lite mer utförliga beskrivningar av drivkrafterna i scenarierna och att det kan främja trovärdigheten att följa upp tidigare scenarier i efterföljande penningpolitiska rapporter.

Diagram 2. Prognos och alternativscenarier för inflationen och styrräntan

Årlig procentuell förändring (vänster) respektive procent (höger)



Anm. Scenarier från den penningpolitiska rapporten i december 2024. Inflation avser KPIF. Heldragen linje avser utfall och sträcker sig till det första kvartalet 2025. Data avser kvartalsmedelvärden.

Källor: SCB och Riksbanken.

Utmaningar när man arbetar med scenarier

Att konstruera användbara scenarier är inte trivialt. En viktig fråga är hur man väljer dem, vilket innefattar att man måste identifiera direktionens syn på relevanta risker. Detta kan vara svårt. Ett exempel är början av 2022, då man i efterhand kan konstatera att ett användbart scenario hade varit ett där inflationen ökade snabbare och mer ihållande än i huvudscenariot, och där

¹⁰ För mer information, se faktarutan "Inflationseffekter av nya vikter i KPIF" i den penningpolitiska rapporten från mars 2025.

penningpolitiken behövde agera mer kraftfullt.¹¹ Men med tanke på den tidigare långa period av låg inflation och styrränta nära den nedre gränsen framstod det som osannolikt att inflationen skulle stiga till nivåer som vi inte skådat sedan inflationsmålet infördes. Riksbanken var inte ensam om att göra denna bedömning.

Det är inte heller självklart om scenarierna ska ligga nära huvudscenariot eller vara mer extrema, eller precis *hur* specifika och detaljerade de ska vara. Dessa två frågor hänger samman. Scenarier som ligger närmare huvudscenariot är förmodligen lättare att hantera med våra modeller, men som nämnts ovan med hänvisning till scenariot från december 2024 blir detaljerna bakom då avgörande. Om vi väljer mer extrema scenarier kan det vara mer utmanande att hitta lämpliga verktyg för en korrekt analys. Många av våra ekonometriska modeller bygger till exempel på historiska mönster, men i tider av mycket omfattande osäkerhet kan mönster förändras. I dagsläget är det till exempel mycket svårt att bedöma de ekonomiska effekterna av högre tullar, och de allmänna jämviktseffekterna är inte lätta att hantera i standardmodeller. En annan svårighet kan vara att vissa typer av risker kan vara känsliga att belysa, om det finns en risk att förväntningar blir självuppfyllande.

Eftersom direktionen står bakom scenarierna och den penningpolitik som de medför borde scenarierna helst få lika mycket uppmärksamhet i den penningpolitiska beredningsprocessen som huvudscenariot. Men eftersom huvudscenariot är centralt för vår policybedömning är det naturligt att det analyseras mer noggrant.¹² Dessutom vet vi att det främst är penningpolitiken i huvudscenariot som kommer att granskas externt.

Fungerar scenarier?

Ett viktigt syfte med scenarier är att belysa viktiga risker och signalera att penningpolitiken mycket väl kan komma att avvika från prognosen för styrräntan. Vi vill undvika överraskningar och vägleda ekonomiska aktörer och på så sätt bana väg för alternativa policyval om sådana skulle vara motiverade. Att empiriskt testa i hur stor utsträckning scenarier faktiskt gör penningpolitiken mer förutsägbar är dock inte helt enkelt. Ett sätt är att studera hur marknadens förväntningar på styrräntan avviker från vår styrränteprognos. På kort sikt visar det sig att dessa

¹¹ Vi publicerade ett alternativscenariot med högre inflation i februari 2022. Det fokuserade på indirekta och andrahandseffekter av höga energipriser men fångade inte risken att inflationen skulle fortsätta att stiga under 2022.

¹² Flodén (2024) noterar att den penningpolitiska beredningsprocessen på Riksbanken tenderar att fokusera på huvudscenariot, medan scenarier vanligtvis får mindre uppmärksamhet.

avvikelser är små, men det finns episoder då avvikelserna är större och marknaderna inte verkar tro på styrränteprognosen. Under inflationsuppgången 2022 var förväntningarna till exempel mer i linje med den penningpolitik som kommunicerades i ett av alternativscenarierna. Detta behöver förstås inte betyda att marknaderna påverkades av vårt scenario, men det verkar åtminstone som om de ansåg att det var realistiskt.

Vi vet också att marknadsaktörerna studerar våra scenarier. I början av det här året uppmärksammade några av dem att vi, trots att inflationen utvecklades som i vårt scenario från december 2024, inte agerade i enlighet med penningpolitiken i scenariot. Som jag nämnde tidigare är det vid sådana tillfällen värdefullt att det finns mer detaljerade beskrivningar kring scenarierna. Vi har nu börjat återkomma till föregående scenarier i våra penningpolitiska rapporter, vilket ytterst syftar till att främja trovärdigheten.

Sammanfattande kommentarer

Sammanfattningsvis är styrränteprognosen och noggrant utformade alternativscenarier kring denna prognos viktiga kommunikationsverktyg, som syftar till att förmedla vår reaktionsfunktion.

Enligt min mening är scenarier särskilt användbara när osäkerheten är stor. I mer stabila tider kan vi vara mer trygga med prognoserna i våra huvudscenarion. Men när det råder stor osäkerhet om vart vi är på väg är det naturligt att lägga större vikt vid "tänk om...".

När det gäller utformningen av scenarierna är det inte självklart hur extrema eller detaljerade de ska vara. Men ju närmare vi kommer huvudscenariot, desto viktigare kan det bli att beskriva mer i detalj vilka mekanismer och drivkrafter vi ser som centrala. Att bara fokusera på utvecklingen av enskilda variabler riskerar annars att ge en alltför vag beskrivning. Vi har också lärt oss att en tillbakablick på tidigare scenarier i våra penningpolitiska rapporter är en möjlighet att ytterligare diskutera och belysa vår reaktionsfunktion och på så sätt öka trovärdigheten.

Anekdotisk evidens och data tyder på att vår penningpolitiska kommunikation, som syftar till att göra penningpolitiken förutsägbar, verkar ha lyckats vägleda förväntningarna relativt bra, även i tider av stor osäkerhet.

Tack för att ni har lyssnat!

Referenser

Bernanke, Ben S. (2024), "Forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England: a review", Bank of England.

Bernanke, Ben S. (2025), "Improving Fed communications: a proposal", Hutchins Center Working Paper No. 102, Brookings Institution.

Breman, Anna (2025), "Att våga vara annorlunda - Riksbankens kommunikationsstrategi", anförande vid Bank of Englands konferens "Transforming Monetary Policy: How should we think about uncertainty and risks?", London, 25 juni, 2025.

Dincer, N. Nergiz, Barry Eichengreen och Petra Geraats (2022), "Trends in Monetary Policy Transparency: Further Updates", *International Journal of Central Banking*, vol. 18, nr 1, s. 331-348.

Flodén, Martin (2024), "Viktigt att kommunicera tydligt trots ständig osäkerhet", anförande vid Nordea, Stockholm, 17 april.

Lane, Philip (2024), "Monetary policy under uncertainty", anförande vid Bank of England Watchers' Conference 2024, King's College London, London, 25 november.

Leeper, Eric M. (2003), "An Inflation Reports Report", NBER Working Paper 10089.

Seim, Anna (2024), "Neutral ränta – betydelse, begränsningar och bedömning", anförande vid frukostseminarium på Riksbanken, Stockholm, 26 november 2024.

Seim, Anna (2025), "Riksbankens räntebana", presentation vid Federal Reserve Boards "2nd Thomas Laubach Research Conference", Washington, 16 maj 2025.

Thedéén, Erik (2025), "Penningpolitisk kommunikation i praktiken", anförande vid Nationalekonomiska föreningen, Stockholm, 2 juni 2025.