



ANFÖRANDE

DATE: 2020-06-17
SPEAKER: Vice riksbankschef Henry Ohlsson
LOCALITY: riksbank.se

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

Penningpolitik under den ekonomiska krisen*

Den ekonomiska kris som världsekonomin nu upplever är den djupaste på många decennier. Både efterfrågan och utbud har minskat kraftigt runt om i världen. Den ekonomiska politiken har ställts inför stora utmaningar. Sverige, som är en liten öppen ekonomi, har påverkats kraftigt av den minskade ekonomiska aktiviteten i vår omvärld. Vi har naturligtvis också påverkats av hur den ekonomiska politiken för att möta krisen har utformats internationellt.

Jag kommer i detta tal att lyfta fram tre utmaningar som penningpolitiken har mött under våren. Dessa utmaningar har ingalunda försvunnit, vi kommer att få brottas med dem även framgent.

Den *första* utmaningen har varit att de finansiella marknaderna under svåra ekonomiska kriser inte fungerar så väl som de brukar göra. Detta har varit en viktig utgångspunkt för Riksbankens penningpolitik under våren.

Penningpolitiken syftar till att nå inflationsmålet. En *andra* utmaning just nu är att inflationsstatistiken är svårtolkad. Exempelvis saknas priser för många varor och tjänster eftersom det helt enkelt inte finns någon ekonomisk aktivitet på de aktuella marknaderna.

Penningpolitiken ska också vara framåtblickande. Under normala tider innebär det att penningpolitiken utformas med ledning av prognoser om den framtida ekonomiska utvecklingen. Den *tredje* utmaningen är att vi för närvarande lever med en genuin osäkerhet. Vem kunde under hösten 2019 föreställa sig att våren 2020 skulle komma att gestalta sig på det sätt den kom att göra?

* Jag vill tacka Mårten Löf som har hjälpt mig med detta tal. Vidare har jag fått värdefulla kommentarer av Charlotta Edler, Mattias Erlandsson, Rebecka Hallerby, Peter Kaplan och Marianne Sterner.

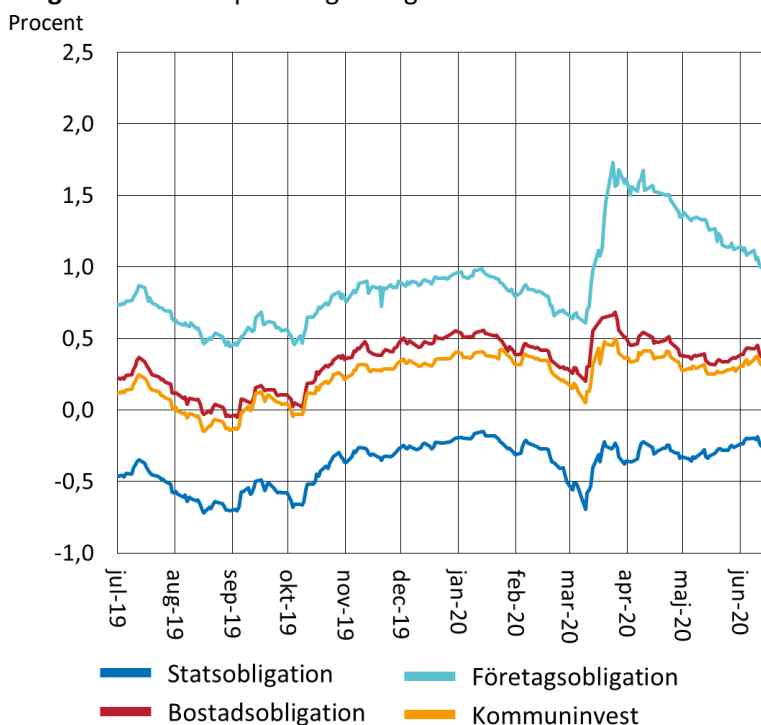
Penningpolitiken har pressat ner marknadsräntorna

Riksbanken har under våren beslutat om en rad penningpolitiska åtgärder. När finansiella marknader inte fungerar som normalt hotas kreditförsörjningen i ekonomin. Jag vill här lyfta fram fyra åtgärder som Riksbanken har satt in.¹ Den *första* har handlat om att köpa stats-, bostads- och kommunobligationer samt företagspapper till ett belopp om 300 miljarder kronor.

Riksbanken har, för det *andra*, beslutat att ge banker möjlighet att låna hos Riksbanken för att i sin tur kunna erbjuda lån till företag, 500 miljarder kronor har avsatts till detta ändamål. Den *tredje* åtgärden innebär att bankerna får möjlighet att låna obegränsat hos Riksbanken. Och för det *fjärde* har Riksbanken beslutat att låna ut upp till 60 miljarder dollar till banker som behöver utländsk valuta.

Dessa åtgärder har två effekter. Kreditförsörjningen underlättas eftersom Riksbanken på dessa sätt tillför mer pengar till det finansiella systemet. När mängden pengar ökar blir det också en press nedåt på marknadsräntorna. Resultatet blir, med andra ord, både tryggad kreditförsörjning och expansiv penningpolitik.

Diagram 1. Räntor på 5-åriga obligationer



Källor: Macrobond och Riksbanken

¹ Du kan läsa om alla åtgärder på Riksbankens webbplats. Informationen om åtgärderna uppdateras varje vecka. Se <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/aktuellt-om-riksbanken-och-coronapandemin/riksbankens-atgarder-i-samband-med-coronapandemin/>.

Diagram 1 visar ränteutvecklingen för olika slags obligationer på den svenska marknaden. Den ekonomiska krisen innebar initialt att obligationsräntorna steg. Det var inte en önskvärd utveckling. Men under den senaste tiden har räntorna fallit tillbaka. För mig är det uppenbart att Riksbankens expansiva penningpolitiska åtgärder har pressat ner marknadsräntorna. Och om det behövs kommer Riksbanken att göra mer.

Inflationsstatistiken är svårtolkad

Under normala tider kan penningpolitiken baseras på analys av en lång rad ekonomiska storheter. Eftersom penningpolitiken bedrivs med ett inflationsmål blir statistiken över inflationens utveckling särskilt viktig.

Under den ekonomiska krisen har ett uppenbart problem med inflationsstatistiken varit att priser saknas för de varor och tjänster som det inte är möjligt att konsumera för närvarande. Detta skapar givetvis problem när konsumentprisindex (KPI) ska beräknas.

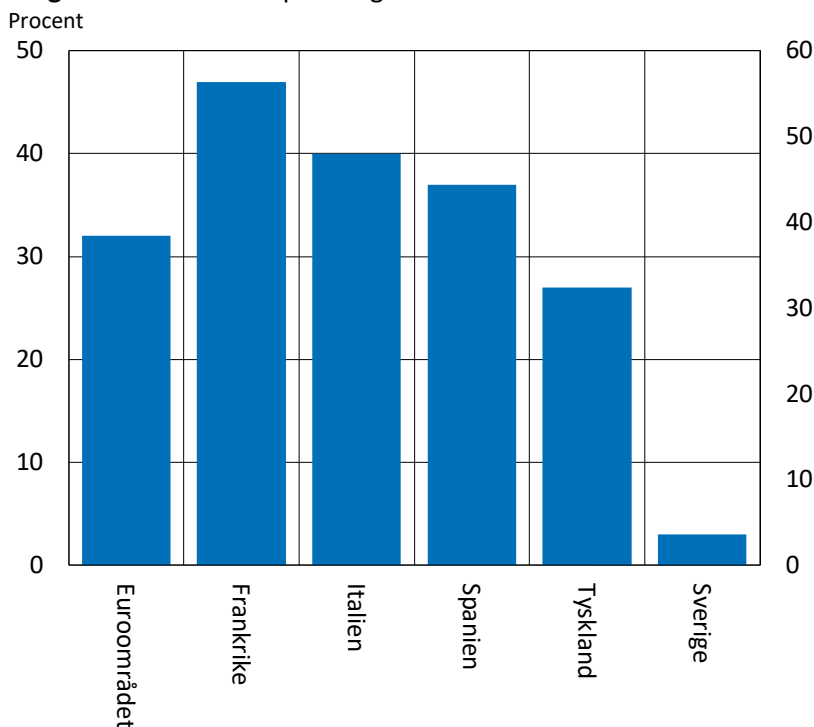
Statistiska centralbyrån (SCB) har tydligt redovisat hur de går tillväga.² För produkter som saknar priser används prisutvecklingen på liknande produkter som har priser. För produkter som inte har "likartade" produkter, till exempel olika typer av utrikes flygresor, används den årliga procentuella förändringen av totala KPI. Att på dessa sätt ersätta priser som saknas brukar kallas att imputera. Den sammanlagda vikten i KPI för de produkter där priser imputeras på dessa sätt är inte särskilt stor, den uppgår till knappt 3 procent av den totala vikten av KPI, se Diagram 2.

Andelen imputerade priser är just nu betydligt högre i andra delar av Europa. Diagram 2 visar den summerade vikten för de produktgrupper där imputeringar har varit nödvändiga totalt för euroområdet och för de större euro-länderna. Statistiken avser harmoniserade indexet för konsumentpriser, HIKP.³

² Se pressmeddelande och material som presenterades på ett extrainsatt möte i nämnden för konsumentprisindex den 1 april.

³ HIKP har utvecklats av Eurostat som är EU:s statistikorgan. Måttet är utformat för att underlätta internationella jämförelser av inflationen.

Diagram 2. Andelen imputeringar i HIKP ⁴



Källa: Eurostat

Vad innebär de många imputeringarna i omvärlden för statistikens kvalitet? Slut-satsen i en aktuell arbetsrapport författad av två världsledande forskare på området är att de principer som rekommenderas av internationella organisationer leder till underskattningar av inflationstakten och överskattningar av den reala konsumtionsökningen.⁵ Detta är dock troligen inget större problem för Sverige eftersom andelen priser som har imputerats är förhållandevis låg. Men problemen kan vara betydligt större för andra länder och därmed för internationella jämförelser.

Ett annat problem med inflationsstatistiken för närvarande är att det faktiska konsumtionsmönster som har uppkommit under krisen inte överensstämmer med vikterna för olika varor och tjänster i konsumentprisindex. Eller annorlunda uttryckt, svenskarna har köpt mer toalettpapper och färre utlandsresor än vad vikterna i konsumentprisindex säger.

Idag vet vi inte om förändringarna av konsumtionsmönstret är tillfälliga eller permanenta. Om de är temporära kommer det faktiska konsumtionsmönstret successivt att röra sig mot det konsumtionsmönster som vikterna i konsumentprisindex representerar.

Om förändringarna av konsumtionsmönstret är permanenta kommer det att vara vikterna i konsumentprisindex som rör sig mot det faktiska konsumtionsmönstret.

⁴ För mer information se <https://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/methodology>.

⁵ Se Diewert & Fox (2020).

I Sverige revideras vikterna en gång per år baserat på konsumtionsmönstret något år tidigare.

Men oavsett om förändringarna av konsumtionsmönstret är tillfälliga eller ej kommer det faktiska konsumtionsmönstret under en tid att avvika från det konsumtionsmönster som vikterna i konsumentprisindex representerar. Detta innebär att utvecklingen av konsumentprisindex under en tid inte helt säkert kommer att överensstämma med de faktiska levnadskostnadernas utveckling.

Det är svårt att sia

Vad vet vi egentligen om framtiden? Vad kan vi använda oss av för att säga något om hur den ska bli? Ja, en sak vi kan använda oss av är hur det har varit. Den empiriske nationalekonomens traditionella metod är att samla data, att strukturera data och att söka samband mellan olika ekonomiska variabler. Data hämtas från historien, sambanden man finner är historiska samband.

För mig handlar traditionell prognosverksamhet om att på olika sätt använda historien för att säga något om framtiden. Men det är inte alltid som saker och ting uppför sig som de har gjort. Ibland tar utvecklingen nya vägar, vägar som inte fanns i våra föreställningar. Våren 2020 har varit en sådan tid. När krisen kom var historien inte till mycket hjälp. Utöver att vara oväntad är varje kris unik.

Den penningpolitiska rapporten i april presenterade därför ingen prognos. Istället presenterades två scenarier som visade på två tänkbara utvecklingar under den kommande tiden. Jag anser att det var så långt det gick att komma när det inte gick att ta historien till hjälp.

För mig har det varit naturligt att penningpolitiken under de senaste månaderna i mycket varit här och nu. De aktuella problemen krävde omedelbara åtgärder. De vidtagna åtgärderna har gjort penningpolitiken mer expansiv. Och bakslag kan inte uteslutas. När vi åter kan tolka inflationsstatistiken och när vi åter kan använda historien för att säga något om framtiden kan penningpolitiken också bli mer framåtblickande än vad den har varit de senaste månaderna.

Referenser

Diewert, W.E och Fox, K.J. (2020), "Measuring real consumption and CPI bias under lockdown conditions", NBER working paper series, No. 27144.

SCB (2020), pressmeddelande (2020), "Svårare beräkna inflation under coronapandemin", www.scb.se

SCB (2020), underlag till nämnden för konsumentprisindex, "Hantering av effekter av Corona-pandemin i KPI och HIKP", www.scb.se

Appendix

Tabell 1. Produkter som har påverkats av utebliven konsumtion

	Vikt i KPI (procent)
Flygcharter	1,2
Utrikes flygresor	0,6
Biljetter till idrottstävlingar	0,4
Biobiljetter	0,2
Teaterbiljetter och nöjen	0,2
Inträdesbiljetter till nöjen	0,3
Totalt vikt i KPI	2,9

Källa: Statistiska centralbyrån