



Penningpolitiskt protokoll

november 2020

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 25 november beslutade Riksbankens direktion att utöka och förlänga programmet för värdepappersköp från 500 upp till 700 miljarder kronor fram till den 31 december 2021 samt att behålla reporäntan oförändrad på noll procent.

Under hösten har en andra våg av smittspridning av coronaviruset sköljt över många länder och restriktioner och rekommendationer har skärpts på nytt. Det är tydligt att ekonomin nu bromsar in och konjunktur- och inflationsutsikterna för både Sverige och omvärlden har reviderats ned. Ledamöterna konstaterade att pandemin är oberäknelig och att osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen är fortsatt stor.

Krisen har fått märkbara effekter också på inflationen som nu är mycket låg. Flera ledamöter poängterade samtidigt att inflationsutvecklingen är svårtolkad. De menade att mätproblemen är betydande då konsumtionsbeteenden ändrats kraftigt i krisen och vissa priser inte heller kan mätas. Prognosen är att det dröjer innan inflationen varaktigt når målet. Ledamöterna noterade i det sammanhanget att det ändå är positivt att de långsiktiga inflationsförväntningarna fortsatt ligger nära 2 procent och betonade att det är viktigt att ekonomins aktörer fortsätter att lita på att inflationen så småningom kommer tillbaka till målet.

Flera ledamöter uttryckte oro för de långsiktiga effekter som krisen kan medföra, inte minst vad gäller arbetsmarknaden med risk för varaktigt hög arbetslöshet. Krisens natur, där vissa sektorer drabbas särskilt hårt, innebär att finanspolitiken har en viktig roll att spela för att lindra effekterna av krisen.

Riksbankens åtgärder har varit viktiga för att ränteläget ska vara lågt och för att kreditgivningen ska fungera. Ledamöterna var eniga om att penningpolitiken kommer att behöva vara expansiv under lång tid för att underlätta för återhämtningen och få inflationen att stiga mot målet. Alla ledamöter ville lämna reporäntan oförändrad på noll procent och skruva upp takten i värdepappersköpen i närtid. En majoritet av ledamöterna ansåg att det var lämpligt att utöka ramen för värdepappersköpen med 200 miljarder kronor, till ett sammanlagt nominellt belopp om upp till 700 miljarder, och förlänga köpen till 31 december 2021 samt att inkludera även statsskuldväxlar i programmet. En ledamot ansåg att det visserligen är bra att utöka värdepappersköpen men att det hade räckt med 100 miljarder kronor. En annan ledamot tyckte inte att köpen behövde utökas i nuläget och ansåg att penningpolitiken redan är tillräckligt expansiv. Dessa ledamöter tyckte inte heller att det var motiverat att inkludera statsskuldväxlar i köpprogrammet.

Det betonades att man är fortsatt beredd att anpassa penningpolitiken på det sätt som är lämpligt för att stödja den ekonomiska utvecklingen. Flera ledamöter poängterade också att reporäntan kan sänkas om det bedöms vara en verkningsfull åtgärd.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 10

DATUM: 2020-11-25
MÖTESTID: 09:00

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

NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande, på distans
Cecilia Skingsley, på distans
Anna Breman
Martin Flodén, biträdande ordförande
Per Jansson, på distans
Henry Ohlsson, på distans

Susanne Eberstein, ordförande, riksbanksfullmäktige
Michael Lundholm, vice ordförande, riksbanksfullmäktige, på distans

Louise Bergström (§ 1-3a), på distans
Joel Birging (§ 1-3a)
Elsa Boyer de la Giroday, på distans
Vesna Corbo, på distans
Hans Dellmo, på distans
Charlotta Edler, på distans
Dag Edvardsson, på distans
Mattias Erlandsson, på distans
Pia Fromlet
Johan Grip, på distans
Anders Gånge, på distans
Jesper Hansson
Marie Hesselman, på distans
Jens Iversen, på distans
Peter Kaplan, på distans
Maria Kindborg
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver, på distans
Marianne Nessén, på distans
Mikael Perneman (§ 1-3a), på distans
Olof Sandstedt, på distans
Per Selldén, på distans
Åsa Olli Segendorf, på distans
Maria Sjödin, på distans
Fredrik Wallin (§ 1-3a), på distans

Det antecknades att Elsa Boyer de la Giroday och Pia Fromlet utsågs till att föra penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Joel Birging, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Utvecklingen har, sedan det penningpolitiska mötet i september, varit händelserik. Aktieindex i såväl Sverige som Euroområdet och USA har stigit och stämningläget kan generellt beskrivas som positivt. Ökad smittspridning och återinförda begränsningsåtgärder i kombination med presidentvalet i USA skapade dock en viss oro fram till och med början av november. Efter valdagen i USA och positiva nyheter kring vaccin har aktiemarknaderna gått starkt. Generellt präglas utvecklingen sedan några veckor tillbaka av en dragkamp mellan oro över pandemin i närtid och mer ljusa tillväxtutsikter på lite längre sikt. Just nu verkar optimismen på börserna dominera. Börsen gynnas också av att rapportssäsongen för många bolag var bättre än väntat och av fortsatta stimulanser från världens centralbanker.

Utvecklingen på räntemarknaderna har överlag varit stabil under hösten. Nyheter om ökad smittspridning, presidentvalet i USA och besked om vaccin har varit i fokus samtidigt som flera centralbanker har lämnat besked som signalerat att ytterligare penningpolitisk stimulans är att vänta. Räntorna på amerikanska statsobligationer har efter presidentvalet och positiva besked om vaccin stigit något, men har hållits tillbaka av förväntningar på att amerikanska centralbanken, Federal Reserve, kommer att behöva göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Räntorna på tyska statsobligationer ligger på fortsatt låga nivåer till följd av att nya nedstängningar i Europa ökat efterfrågan på säkra tillgångar i kombination med att den Europeiska Centralbanken, ECB, signalerat ökade stimulanser i december. Svenska statsobligationer handlas stabilt och räntorna följer till viss del utvecklingen i omvärlden. Efterfrågan på svenska obligationer är god och Riksbankens köp bidrar till det stabila ränteläget på marknaden.

Även för andra tillgångsslag, exempelvis säkerställda obligationer, företagsobligationer och kommunobligationer, har ränteutvecklingen varit stabil sedan det penningpolitiska mötet i september. Riksbankens åtgärder löper på och får effekt. Ränteläget för dessa tillgångsslag är lågt. Även interbankräntor befinner sig på låga nivåer för året och likviditeten i systemet är god.

På valutamarknaden har kronan stärkts under hösten, och sedan mötet i september har årets starkaste nivå för det handelsviktade kronindexet, KIX, noterats. Till stor del handlar det om en bred dollarförsvagning till följd av ett positivt stämningläge bland investerare. Flera bedömare menar att kronan kan komma att stärkas ytterligare under 2021 om ett vaccin kommer på plats

och den globala återhämtningen tar fart. Hittills syns inga tydliga effekter av en ökad smittspridning i Sverige på kronan.

Majoriteten av storbankerna förväntar sig att Riksbanken vid dagens penningpolitiska möte lämnar reporäntan oförändrad och utökar tillgångsköpen. Terminspriseringen indikerar fortsatt en sannolikhet för en sänkning av reporäntan.

Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

Olof Sandstedt, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för prisutvecklingen på bostadsmarknaden och läget i banksystemet.

Enligt data från oktober har bostadspriserna i Sverige ökat med drygt 10 procent jämfört med samma månad i fjol. Prisökningen är särskilt tydlig på villamarknaden, där priserna stigit med cirka 13 procent men även priserna på bostadsrätter har ökat tydligt.¹ Riskpremierna på bostadsobligationer har fortsatt att minska och är nu på lägre nivåer än före coronapandemin. Det gäller även räntan för lån mellan banker i amerikanska dollar utan säkerhet, USD LIBOR, och STIBOR, som speglar räntesatserna på korta interbanklån i Sverige. Detta i kombination med det allmänt låga ränteläget och att bankernas inlåningsränta är runt noll procent innebär att kostnaderna för bankerna att finansiera sig sammantaget är låga. Att bankerna har kapital som överstiger kapitalkraven innebär också att de har goda möjligheter att upprätthålla kreditförsörjningen till hushåll och företag. Konkurserna i Sverige har under hösten legat på historiskt sett normala nivåer vilket troligtvis beror på de omfattande stödåtgärderna. Men skulle krisen bli djupare eller mer utdragen kan konkurserna komma att öka och påverka bankernas kreditförluster vilket är viktigt att fortsatt följa framöver.

Mattias Erlandsson, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den ekonomiska utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet den 21 september och för de penningpolitiska åtgärder som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle samla en majoritet av direktionen vid dagens möte. Den penningpolitiska beredningsprocessen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 5, 12, 13, 16, och 20 november. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett direktionsmöte 18 november.

Erlandsson presenterade några frågor som diskuterats särskilt under beredningen. De berör framför allt de ekonomiska effekterna av pandemin på kort och lång sikt med hänsyn till såväl en ny smittovåg som positiva nyheter om vaccin och en snabb ekonomisk återhämtning under sommaren. Det finns en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport som resonerar om

¹ Här avses priser enligt HOX som publiceras av Valueguard.

möjliga långsiktiga ekonomiska effekter till följd av pandemin. Utkastet innehåller också fördjupningar om hur klimatförändringar påverkar Riksbankens arbete samt om fördelningseffekter av Riksbankens åtgärder.

Efter en lugnare sommar började smittspridningen att öka igen i september och oktober. Data som är relativt jämförbar över tid, såsom andelen positiva test och antalet sjukhusvårdade, indikerar att omfattningen av pandemin i Europa har varit i det närmaste lika stor som under våren. Det förvärrade läget har föranlett många länder att återigen införa skärpta restriktioner och i varierande grad stänga ner sina ekonomier. I utkastet till penningpolitisk rapport antas att smittspridningen i Sverige och omvärlden avtar gradvis under det första kvartalet 2021 och att de skärpta restriktionerna börjar lättas under det andra kvartalet. Pandemin har därmed förvärrats jämfört med vad som antogs i prognoserna i september vilket får konsekvenser för bedömningen av den ekonomiska utvecklingen i närtid. Det illustrerar också den stora osäkerheten som omger återhämtningen i världsekonomin.

Ekonomisk statistik som täcker den senaste tidens utveckling är begränsad och den statistik som har redovisats under hösten indikerar generellt sett en något starkare utveckling än väntat. Men om man istället studerar svensk data som publiceras på dags- eller veckofrekvens, såsom kortbetalningar, framkommer en mer dramatisk inbromsning de senaste veckorna i sektorer som påverkas mest av skärpta restriktioner.

Översatt till BNP bedöms de nya restriktionerna innebära en ny nedgång i BNP de närmaste kvartalen. Det är framför allt hushållens konsumtion av tjänster som sjunker medan till exempel industrin inte bedöms drabbas lika hårt som under våren. Den exakta storleken på nedgången och hur den kommer att fördelas över kvartalen är svår att bedöma men prognosen innebär negativ tillväxt både sista kvartalet i år och första kvartalet nästa år. Bedömningen av återhämtningen i svensk ekonomi är dock på några års sikt oförändrad jämfört med det penningpolitiska mötet i september. Just nu påverkas visserligen ekonomin tydligt av den andra vågen men samtidigt har det kommit positiva nyheter om utvecklandet av vaccin mot covid-19 och erfarenheterna efter pandemins första våg visar att ekonomin i såväl Sverige som andra länder kan återhämta sig relativt snabbt efter att restriktioner lättas.

Expansiv ekonomisk politik har varit viktig för att dämpa effekterna av krisen och spelar en central roll även för återhämtningen framöver. Penningpolitiken har bidragit till att de räntor som hushåll och företag möter inte har stigit trots den ökade osäkerheten och till att tillgången på krediter har varit god. Finanspolitiken är väl lämpad att ge stöd till företag och anställda i särskilt utsatta branscher och i takt med att smittspridningen nu åter tagit fart har regeringen presenterat ytterligare tillfälliga stödåtgärder.

Den svagare efterfrågan i närtid bedöms också påverka arbetsmarknaden och efter att ha varit relativt oförändrad sedan i somras väntas arbetslösheten stiga något de närmaste månaderna. Prognosen för arbetslösheten på några års sikt har inte justerats jämfört med i september.

Även inflationsutsikterna bedöms stå sig på ett par års sikt jämfört septemberprognosen. De avtal som hittills har slutits under den pågående avtalsrörelsen har resulterat i att de avtalade arbetskostnaderna de kommande åren ökar i ungefär samma takt som under åren 2017-19. Riksbanken har inte reviderat prognosen för löneökningarna framöver i någon större utsträckning jämfört med tidigare bedömning. Utfallen för KPIF-inflationen har hittills varit låga i år. Det senaste utfallet, för oktober, var 0,3 procent. Den låga inflationen beror delvis på att energipriserna har varit lägre i år än i fjol. Även den mer underliggande inflationen har dämpats. Det har samtidigt varit svårt att mäta inflationen i år och det skiftande konsumtionsmönstret och svårigheten att mäta priserna på vissa produkter är något som bedöms ha en viss effekt på den uppmätta inflationstakten under flera år framöver. Nedgången i ekonomin har varit djup och därför kommer det att ta tid innan inflationen varaktigt ligger nära målet igen. Bedömningen är att KPIF-inflationen blir fortsatt låg nästa år, då även den starkare kronan bidrar till att dämpa prisökningarna, och därefter stiger gradvis för att mot slutet av prognosperioden vara nära 2 procent.

Prognoserna bygger på den penningpolitik som avdelningen för penningpolitik bedömer kommer samla en majoritet av direktionen vid dagens penningpolitiska möte. Förslaget för penningpolitiken innebär att utöka ramen för värdepappersköpen med 200 miljarder kronor, till ett sammanlagt nominellt belopp om upp till 700 miljarder och att programmet förlängs till den 31 december 2021. Dessutom föreslås att takten i köpen ökas det första kvartalet 2021 jämfört med de senaste kvartalen. Reporäntan hålls oförändrad på noll procent och Riksbanken fortsätter att erbjuda likviditet inom alla de program som lanserats hittills under året. Detaljerna kring förslaget om utökade värdepappersköp återges i protokollbilaga B. Noterbart är att förslaget för det första kvartalet 2021 innebär att Riksbanken då även kommer köpa statsskuldväxlar samt kan köpa gröna stats- och kommunobligationer. Direktionen föreslås också fatta beslut om hållbarhetsaspekter vid köpen av företagsobligationer.

Per Seldén, senior riskanalytiker på stabsavdelningen, redogjorde för riskenhetens bedömning av de förslag till penningpolitiska åtgärder som beskrivs i protokollbilagan B. Dagens beslut avser samma typ av värdepapper som ingått i tidigare köpprogram men med tillägg för statsskuldväxlar samt vissa gröna obligationer. Programmet utökas från 500 upp till 700 miljarder kronor och förlängs med sex månader till 31 december 2021. Nytt är också att Riksbanken vid köp av företagsobligationer från och med 2021 endast ska köpa obligationer utgivna av företag som

bedöms leva upp till internationella standarder och normer för hållbarhet, så kallad normativ negativ screening.

Riskenheten bedömer att beslutet om utökad och förlängt program för köp av värdepapper innebär att både operationella och finansiella risker ökar, men att de sammantaget bedöms vara hanterbara. Viss extra uppmärksamhet bör, framför allt inledningsvis, fästas vid köpen av statsskuldväxlar. Detta eftersom köp av statsskuldväxlar är ett nytt inslag i Riksbankens program för tillgångsköp. Normbaserad negativ screening bedöms över tid kunna verka för att mitigera risker associerade med den utökade tillgångsramen.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag stödjer de förslag till nya penningpolitiska åtgärder som föreslås i utkastet till penningpolitisk rapport och jag stödjer de prognoser som beskrivs. Den senaste tiden har tyvärr smittspridningen tagit förnyad fart i Sverige och många andra länder, i stor utsträckning på norra halvklotet, och restriktioner har införts och görs om för att begränsa smittspridningen. Tillväxtutsikterna ser sämre ut och osäkerheten har ökat. För att ytterligare stärka det penningpolitiska stödet i en tid av stor osäkerhet och bidra till att en ekonomisk återhämtning så småningom kan komma igång behövs nya åtgärder från Riksbanken. Jag ställer mig därför bakom förslaget att utöka ramen för tillgångsköpen till 700 miljarder kronor och att förlänga köpprogrammet så att det täcker hela 2021. Med dessa åtgärder visar Riksbanken att det kommer att finnas omfattande penningpolitiskt stöd under lång tid. Den ökade osäkerheten motiverar även att vi ökar takten i våra tillgångsköp under det första kvartalet 2021 jämfört med kvartal fyra i år. Samlat syftar vår politik till att förbättra förutsättningarna för en ekonomisk återhämtning och se till att inflationen efter ett tag stabiliseras runt vårt mål på 2 procent. De största ekonomiska riskerna finns på nedåtsidan vilket också är ett gott argument för att nu göra mer. Skulle det visa sig att den ekonomiska utvecklingen blir bättre än vi tror, är det i det läget betydligt lättare att hantera än det omvända.

Vid det förra penningpolitiska mötet i september var vår bedömning att vi var inne i vad som möjligen såg ut som en återhämtningsfas efter vårens stora fall i den ekonomiska aktiviteten. Tillväxten internationellt under det tredje kvartalet blev till och med högre än vad vi väntat i septemberrapporten. Men de senaste veckornas ökade smittspridning av covid-19 innebär att återhämtningen ser ut att avbrytas. Prognoserna för tillväxten under det kommande halvåret har därför reviderats ned. Den KIX-vägda BNP-nivån väntas till och med falla under det sista kvartalet i år, följt av en svag tillväxt det första kvartalet nästa år. Därefter, i takt med att smittspridningen

antas avta och restriktioner successivt avvecklas, väntas återhämtningen komma igång igen, vilket i sig är en optimistisk prognos.

Vi har inte facit för 2020 än men coronapandemin ser ut att leda till den största nedgången i global BNP på flera decennier, större än under den globala finanskrisen. KIX-vägd BNP väntas falla med nästan 6 procent under 2020, i euroområdet lite mer, i USA lite mindre. Bland de ekonomier vi gör prognos på är det endast Kina, som inte verkar ha drabbats av en andra våg av smittspridning, som väntas få positiv tillväxt för helåret 2020. Trots de omfattande åtgärder som vidtagits av regeringar och centralbanker kommer det att ta tid innan effekterna av pandemin klingat av och en tydlig bild av hur världsekonomin utvecklar sig klarnar.

I Sverige föll BNP kraftigt under det andra kvartalet, men tillväxten kom igång igen under sommaren. Enligt en tidig sammanställning av de kvartalsvisa räkenskaperna växte BNP med över 4 procent det tredje kvartalet. Återhämtningen fortsatte också en bit in på hösten men när smittspridningen accelererade även i Sverige skärptes olika slags restriktioner vilket drabbat den ekonomiska aktiviteten. Diagram 2 i utkastet till penningpolitisk rapport ger ett exempel i form av en indikator på restaurangbesök, som fallit kraftigt de senaste veckorna. Våra prognoser för tillväxten har reviderats ned. För både det fjärde kvartalet i år och det första kvartalet nästa år väntas fallande BNP. För helåret 2020 väntas svensk BNP falla med 4 procent, ett lite större fall än vad vi väntade oss i september. Men under 2021-2023 väntas en BNP-tillväxt på i genomsnitt cirka 3 procent per år, när smittspridningen avtagit och återhämtningen kommit igång. Det är en optimistisk prognos samtidigt som det råder en genuin osäkerhet om vad som sker härnäst. Det är ju ingen vanlig konjunkturedgång som vi nu går igenom.

Arbetslösheten steg kraftigt under första halvåret 2020 med över 2 procentenheter enligt AKU. De senaste månaderna har vi sett en stabilisering och arbetslösheten sjönk något i oktober till 8,6 procent (säsongrensat). Men trots stabiliseringen är läget bekymmersamt. För det första innebär de nya restriktionerna att arbetslösheten sannolikt stiger igen i närtid, till en topp på 9,6 procent under det första kvartalet nästa år. För det andra, på längre sikt är det troligt att pandemin får långvariga negativa effekter på arbetsmarknaden, och arbetslösheten bedöms vara högre i slutet av 2023 än före pandemin bröt ut.

Inflationen för helåret 2020 väntas bli låg. Det hänger dels ihop med fallande el- och drivmedelspriser, dels med en lägre efterfrågan i spåren av begränsningsåtgärderna. Inflationsutfallen är svårtolkade i och med att konsumtionsmönster ändrats dramatiskt under året. Vissa priser i KPI kan inte mätas på samma sätt som tidigare då knappt några transaktioner sker, och istället ersätts de med tekniska antaganden som kan påverka inflationsstatistiken på oväntade sätt. Denna mätproblematik kommer vi ha under en längre tid och det finns skäl att

komma ihåg det när enskilda inflationsutfall tolkas. Vårt fokus är fortfarande på att inflationen ska bli 2 procent, även om det kan ta tid. Om vi får rätt i vår prognos kommer inflationen att vara nära noll den närmaste tiden. Det leder säkert till en del diskussioner och det är inte mycket vi kan göra åt. Samtidigt syftar alla de penningpolitiska åtgärder som beslutats i år, och som bidragit till att hålla kreditförsörjning uppe och gynnat den ekonomiska aktiviteten, till att inflationen ska stiga mot inflationsmålet.

Utkastet till penningpolitisk rapport tecknar bilden av en ekonomisk återhämtning som kommit av sig, men som sen kommer igång under våren 2021. Men situationen är svårbedömd och det finns risker, som jag ser det kanske främst på nedsidan. Det är svårt att veta hur länge begränsningsåtgärderna blir kvar, vilket förstås beror på hur smittspridningen utvecklas. I detta sammanhang har vi under senare tid fått goda nyheter i form av framsteg vad gäller vaccin. Men mycket behöver ske innan det finns vaccin tillgängliga i en sådan skala att smittspridningen avtar på ett avgörande sätt. Sedan är det svårt att veta om pandemin varaktigt drabbar företagens och konsumenternas framtidstro. Samtidigt kan det finnas effekter av pandemin som kan gynna tillväxten på sikt, då nya sätt att kommunicera, konsumera och producera växt fram på kort tid.

På sidan 19 i utkastet till penningpolitisk rapport sammanfattas de penningpolitiska åtgärder som Riksbanken beslutat om sedan pandemin bröt ut i mars. Riksbanken erbjuder likviditet på tre respektive sex månaders löptid till de penningpolitiska motparterna till mycket låg ränta, står redo att ge lån till låga räntor till bankerna för vidareutlåning till företag, och vi köper värdepapper emitterade av stat, kommuner och företag. Med dessa åtgärder har vi bidragit till att kreditförsörjningen fortsatt att fungera genom pandemin och att räntor hållits låga. Även de program som inte utnyttjats fullt ut har varit viktiga, i och med att de fungerar som en slags försäkring och bidrar till att motverka eventuell osäkerhet om likviditetstillförseln i svensk ekonomi. De ger oss även en förbättrad beredskap att agera om så skulle behövas. Allt kan snabb skalas upp vid behov.

Många av våra åtgärder är nya, men de liknar mycket de åtgärder som vidtagits av andra centralbanker, nu och tidigare. I grund och botten handlar det om åtgärder för att uppfylla en klassisk uppgift för centralbanker – att se till att det inte råder någon oklarhet om tillgången på likviditet, pengar, i ekonomin. För att säkerställa att så är fallet kan en rad olika åtgärder behövas, från tillgångsköp till olika ändringar i villkoren till vilka centralbanker lånar ut till bankerna. Riksbanken har under 2020 arbetat fram nya verktyg för att på olika sätt säkra en hög likviditetstillförsel vilket håller räntorna låga.

Utöver det mänskliga lidandet är pandemin en stor ekonomisk chock. För att hantera en sådan störning är det viktigt att kraften hos den samlade ekonomiska politiken utnyttjas, där både

penningpolitik och finanspolitik behöver utnyttjas till fullo. Den låga offentliga skuldsättningen i Sverige innebär goda förutsättningar att med finanspolitik fortsätta att vidta kraftfulla åtgärder.

Samtidigt är det viktigt att de åtgärder som nu vidtas är förenliga med strukturella förändringar som är nödvändiga på sikt. Av erfarenhet vet vi i Sverige att som liten öppen ekonomi hänger vårt välstånd på vår förmåga att anpassa oss till omvärldsförändringar och att bibehålla vår konkurrenskraft. Mitt i denna kris är det viktigt att inte tappa fokus på de strukturomvandlingar som vi vet gynnar konkurrenskraften – utbildning i alla former och investeringar i en långsiktigt produktiv kapitalstock. Riksbanken ser nu med sina åtgärder till att det finns gott om likviditet i ekonomin, men det är upp till andra att se till att låga räntor och ett gott kreditutbud används effektivt med en blick mot framtiden.

Sammanfattningsvis ställer jag mig bakom utkastet till penningpolitisk rapport. Tyvärr har smittspridningen inte klingat av och den återhämtning som vi såg i början av hösten ser ut att ha brutits. För att ge ytterligare stöd i en tid av förnyad osäkerhet behöver penningpolitiken göra mer. Jag ställer mig bakom förslaget att utöka ramen för tillgångsköpen till 700 miljarder kronor, och att förlänga köpprogrammet så att det täcker hela nästa år. Jag ställer mig också bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på låga noll procent. Våra åtgärder kommer att finnas så länge de behövs och det finns inget skäl att backa ur för fort. Tillsammans innebär dessa åtgärder en penningpolitik fullt inriktad på att försöka mildra de negativa effekterna av coronapandemin på svensk ekonomi, att stödja återhämtningen och se till att inflationen går mot 2 procent.

Låt mig till sist något beröra två utestående frågor som inte varit huvudfrågor i mitt inlägg.

Vår prognos omfattar en begränsad förstärkning av den svenska kronan och den förstärkningen är ett ingångsvärde i det sammanlagda prognosarbetet. Vi vet mer än väl sedan tidigare att växelkursprognoser är svåra att göra och skulle kronan förstärkas påtagligt i förhållande till vår prognos försvåras vägen mot vårt inflationsmål och då får vi ta oss en noggrann funderare på hur en sådan händelse kan kräva en än mer expansiv penningpolitik.

Under rådande omständigheter knyts penningpolitiken samman med utvecklingen på bostadsmarknaden. Dels är räntorna låga, det är förmånligt att låna och hushållens skuldstock växer. Dels är marknaden för bostadsobligationer en av grundbultarna i den finansiella sektorn. Samtidigt kvarstår allehanda obalanser på bostadsmarknaden vilket bidrar till en ökning av riskerna för enskilda hushåll och i det finansiella systemet i sin helhet. En illa fungerande bostadsmarknad är av en rad olika skäl en riskfaktor i svensk ekonomi och skulle de riskerna lösas ut påverkas sannolikt också både penningpolitiken och den allmänna ekonomiska utvecklingen. Det är olyckligt att bristerna på bostadsmarknaden inte har hanterats under lång tid och

fortsätter det så kommer det att krävas ytterligare makrotillsynsåtgärder när det ekonomiska läget normaliserats och än mer så i den grad strukturbristerna inte åtgärdas.

Vice riksbankschef Per Jansson:

Jag vill börja med att säga att jag ställer mig bakom de ekonomiska bedömningarna och de penningpolitiska antagandena i utkastet till penningpolitisk rapport. Min vana trogen ska jag kommentera den aktuella inflationsbilden och inflationsutsikterna samt ge min syn på det penningpolitiska läget.

Sedan det penningpolitiska mötet i september har vi fått två nya inflationsutfall, för september och oktober. Oktoberutfallet för KPIF-inflationen hamnade på 0,3 procent. Energipriserna har sedan ett drygt år tillbaka genomgående lämnat ett negativt bidrag till inflationsutvecklingen och så är också fallet för de två nya utfallen. Exklusive energipriser uppgick inflationstakten i oktober till 1,1 procent. Både med och utan energipriser överskattades inflationen något i oktober, med ungefär två tiondelar av en procentenhet.

Det finns enligt min uppfattning, som jag också betonat tidigare, goda skäl att i hög grad bortse från energipriserna när det gäller att bedöma den mer trendmässiga eller underliggande inflationstakten. Dessa priser påverkas nu mycket av pandemi- och väderrelaterade effekter, som så småningom kan förväntas avta i styrka. Men pandemin orsakar inte bara tillfälliga effekter på inflationen via en stor press nedåt på energipriserna utan också genom att kraftigt dra ner framför allt vissa tjänstepriser. Sådana effekter kan i viss mån dämpas av mått på underliggande inflation. Måttens förmåga att dämpa den här typen av effekter blir dock sämre ju längre pandemin består. Detta alltså trots att en pandemi i grunden alltid är ett temporärt fenomen.²

Det är mot den här bakgrunden kanske inte så förvånande att de flesta av Riksbankens mått på underliggande inflation nu, när pandemin pågått i sju till åtta månader, börjar vika nedåt en del. Medianen för måtten uppgår med de nya utfallen till 1,1 procent, att jämföra med 1,6 procent vid beräkningen i samband med septemberrapporten. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, uppvisar dock ännu en relativt god stabilitet och ligger båda på 1,6 procent.³

Den kanske allra viktigaste delen i inflationsbilden för stunden är inflationsförväntningarna. Att inflationen nu understiger inflationsmålet gör faktiskt inte så mycket, bara den stiger framöver och ekonomins aktörer också räknar med att den ska göra det. Eftersom det kommer att ta ett

² Det finns också andra mer fundamentala mätproblem som orsakas av pandemin, till exempel påtagligt förändrade konsumtionsmönster eller att priser för vissa varor och tjänster saknas. Sådana fundamentala problem kan naturligtvis inte hanteras av mått på underliggande inflation.

³ Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

antal år innan ekonomin har hämtat sig efter pandemin gäller det framför allt att bevaka att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna inte avviker alltför mycket från målet.

Sedan vårt förra möte har Prospera publicerat två nya mätningar av inflationsförväntningarna, månadsundersökningarna för oktober och november gällande penningmarknadens aktörer. Någon ny större kvartalsenkät, som bland annat också mäter förväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna, har inte publicerats. Det sker först den 9 december. När det gäller penningmarknadens aktörer var de mer långsiktiga, femåriga inflationsförväntningarna en knapp tiondel av en procentenhet högre i både oktober och november än i september och på den högsta nivån sedan mars, strax under 1,8 procent.⁴ Uppgången sedan i våras är visserligen inte stor men det är viktigt och glädjande att trenden går i rätt riktning – att en pandemi inte kan äventyra en centralbanks grundläggande förmåga att leverera på sitt inflationsmål verkar dessbättre vara en insikt som har etablerats bland penningmarknadens aktörer.

Långsiktiga inflationsförväntningar kan också beräknas från obligationsräntor. Det kan noteras att även förväntningar mätta på detta sätt har stigit sedan i våras. Men jag fortsätter att anse att dessa bör tolkas försiktigt mot bakgrund av de omfattande centralbanksinterventionerna i räntemarknaderna. Om ny oro skulle uppstå på de finansiella marknaderna kommer också sådana måtts tillförlitlighet att minska ytterligare. Då detta gör att Prosperas mätningar av inflationsförväntningarna får mycket stor betydelse för att bedöma om Riksbanken lyckas upprätthålla inflationsmålets roll som ankare i den svenska pris- och lönebildningen vore det önskvärt att komplettera de här mätningarna med andra indikatorer på det långsiktiga förtroendet för inflationsmålet. Sådana indikatorer kan vara både kvantitativa och kvalitativa. Eftersom det i grunden handlar om att komma åt huruvida enskilda pris- och lönesättare tar sin utgångspunkt i 2-procentsmålet eller inte tror jag att mikro- snarare än makrodata är att föredra. En möjlighet kan vara att göra fylligare enkäter riktade till olika relevanta aktörer. Jag uppmanar våra duktiga ekonomer på avdelningen för penningpolitik att ta sig an denna mycket viktiga fråga och så snart som möjligt göra en återrapporering till oss i direktionen.

Min sammanfattning av inflationsbilden blir att den har försämrats en aning jämfört med i september. Men det förtjänar att understrykas att betoningen är på en aning. Utfallen har blivit lägre än väntat och det finns nu också tecken på att pandemin får en del mer märkbara effekter på den underliggande prisutvecklingen. Glädjande är dock att det än så länge inte finns några indikationer på att ekonomins aktörer inte litar på att Riksbanken så småningom kommer att få upp inflationen till inflationsmålet – tvärtom så finns en svagt uppåt lutande trend i det långsiktiga förtroendet för målet. Till bilden hör också att de mått på underliggande inflation som fungerar

⁴ Jag fokuserar som vanligt på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen delvis är mycket låg.

bäst för att prediktera KPIF-inflationen framöver alltså håller sig på hyggliga nivåer över 1,5 procent.

Att förskjutningarna i inflationsbilden inte är överdrivet stora speglas också i de föreslagna prognosrevideringarna i utkastet till penningpolitisk rapport. De största revideringarna avser KPIF-inflationens utveckling under det närmaste året, där prognosen generellt sett skrivs ned med tre-fyra tiondelar av en procentenhet. För inflationen rensad för energipriserna är prognosjusteringen i samma tidsperspektiv ungefär hälften så stor, vilket visar att lägre energipriser är en viktig förklaring till de svagare utsikterna för KPIF-inflationen på kort sikt. En annan förklaring, som också påverkar bedömningen för inflationen exklusive energipriser, är de oväntat låga utfallen i september och oktober. Efter sommaren 2021 är prognosrevideringarna i regel mycket små. Det betyder att inflationen, precis som i rapporterna i juli och september, gradvis stiger och mot slutet av prognosperioden, från ungefär sommaren 2023, ligger nära inflationsmålet. Att Riksbanken nu utökar ramen för sina tillgångsköp och förlänger köpprogrammet, samt skruvar upp köptakten i närtid, underlättar ekonomins återhämtning och bidrar också i förlängningen till att förbättra förutsättningarna för att inflationsmålet ska klaras.

Det sistnämnda ger mig en naturlig övergång till mina kommentarer på det penningpolitiska läget. Det viktigaste syftet med Riksbankens åtgärder under pandemin har varit att förhindra att en redan allvarlig kris förvärras av en dåligt fungerande kreditförsörjning och stigande räntor för hushåll och företag. Det har hittills lyckats väl och när pandemins andra våg nu är faktum ser jag det som både rimligt och lämpligt att något höja den grad av försäkring som våra stödåtgärder utgör för samhällsekonomin. Att vi gör detta understryker att vi arbetar mycket aktivt med penningpolitiken och är beredda att skyndsamt göra förändringar, med perspektivet att det i det här svåra läget är bättre att göra för mycket än för lite. Gissningsvis kommer vi att få se liknande resonemang och åtgärder från ECB:s sida om ett par veckor.

Men varför sänker vi då inte reporäntan, skulle det inte också vara en bra åtgärd i ett paket i det här läget? Inflationsbilden och inflationsutsikterna har ju, som jag redan varit inne på, försämrats en del. Det skulle kunna tala för att ha med en räntesänkning i åtgärds paketet idag. Men samtidigt har pandemin tagit ny fart. Det anser jag talar emot traditionella efterfrågestimulanser, till exempel sänkningar av reporäntan. Om människor håller sig hemma på grund av sjukdom eller oro för sjukdomsspridning blir sådana åtgärder helt enkelt inte särskilt verksamma. Till bilden hör också att dessa åtgärder, om de sätts in för tidigt, kan uppfattas som motsägelsefulla och förvirrande. Ännu viktigare är kanske att inflationsbilden och inflationsutsikterna inte har försämrats särskilt mycket. Det avgörande för mig här är att det än så länge inte finns några tecken på några mer allvarliga förtroendeproblem för inflationsmålet. Allt detta sammantaget

gör att jag håller fast vid min tidigare syn att det just nu är bäst att lämna reporäntan oförändrad, för att inte i onödan slösa med det krut som finns kvar.

Med detta sagt vill jag understryka att en sänkning av reporäntan för mig absolut inte är en åtgärd som inte kan bli aktuell framöver. Om det finns ett behov av att göra penningpolitiken tydligt mer expansiv är detta tvärtom den åtgärd jag tror mest på – att bara med tillgångsköp försöka motverka långsiktiga förtroendeproblem för inflationsmålet tror jag inte låter sig göras. Jag har för egen del också svårt att förstå varför vi inte skulle vilja aktivera räntevapnet om inflationsmålets trovärdighet skulle stå på spel. Vi är ju alla tydliga med att noll procent inte är den nedre gränsen för räntan. Men vad menar vi då med detta, kan man fråga sig, om vi inte ens väljer att sänka räntan när ankaret i pris- och lönebildningen håller på att släppa – det vill säga själva motorn i inflationsmålpolitiken håller på att haverera.

Det är i sammanhanget också viktigt att påpeka att vi här inte pratar om en ”djupt” negativ reporänta, det vill säga att gå ner på flera procents negativ ränta.⁵ Det spelrum som jag ser framför mig att vi har ligger i närheten av de -0,5 procent vi tidigare har haft, möjligen något lägre, kanske -0,75 procent eller -1 procent. För sådana negativa räntenivåer bör alla våra hittills gjorda analyser, som i grund och botten säger att de olika negativa sidoeffekterna kan förväntas vara relativt små, vara giltiga. Det kan också vara värt att understryka att det för den som oroar sig för effekterna av en långvarigt negativ ränta nog är bäst att förespråka en så snabb sänkning som möjligt – det bör rimligen föra med sig de mest gynnsamma förutsättningarna för att snart kunna höja räntan igen.

Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag ställer mig bakom utkastet till ny penningpolitisk rapport, inklusive att lämna reporäntan oförändrad och förslaget till ny reporänteprognos. Jag ställer mig också bakom förslaget till beslut i protokollsbilaga B att utöka programmet för köp av värdepapper upp till 700 miljarder kronor och att förlänga programmet till utgången av 2021.

Pandemin utvecklas tyvärr åt fel håll för närvarande. Både i Sverige och vår omvärld återinförs skärpta begränsningsåtgärder och det får konsekvenser för den ekonomiska återhämtningen. Det råder stor osäkerhet om den globala ekonomiska utvecklingen, och man kan förvänta sig att återhämtningen kommer att ta tid. Prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport innehåller försämringar jämfört med rapporten i september och dessa hade kunnat vara ännu större utan ett antagande om än mer expansiv finans- och penningpolitik under kommande år.

⁵ Kenneth Rogoff exemplifierar en ”djupt” negativ ränta (”deeply negative interest rates”) med en räntenivå på -3 procent eller lägre (<https://think.ing.com/opinions/the-case-for-deeply-negative-interest-rates/>).

Men det finns också möjligheter till en snabbare återhämtning än den penningpolitiska rapportens huvudscenario. Jag tänker då på den senaste tidens positiva besked om vaccin som jag återkommer till senare.

Inflationsutfallen sedan septembermötet har varit oväntat låga i Sverige och prognosen för inflationen i närtid är nedreviderad. Precis som månaderna dessförinnan ska utfallen dock tolkas med stor försiktighet eftersom mätproblemen blir betydande när hushållens konsumtionsbeteenden ändras kraftigt i pandemins kölvatten. Även när man gör en internationell utblick blir det tydligt att många länder rapporterar stora svängningar i sina respektive inflationsmätningar.

Med tanke på de stora svängningarna i all form av makrodata sedan pandemin blev ett faktum är det positivt att rörelserna i olika indikatorer på inflationsförväntningar i Sverige varit tämligen begränsade.

Men det finns stark anledning till vaksamhet. Inflationen, mätt som KPIF, väntas i december att rapporteras in på en nivå nära noll procent och det kommer dröja fram till slutet av 2021 innan KPIF-inflationen varaktigt stiger över 1 procent igen. Att KPIF-inflationen kommer tillbaka över 1 procent är ett viktigt steg eftersom inflationen då återigen befinner sig inom variationsbandet. Variationsbandet finns för att påminna om att inflationen fluktuerar av olika skäl och under det här året och nästa drivs den främst av chocken från pandemin. Men det förtar inte betydelsen att penningpolitiken behöver ge fortsatt stöd åt ekonomin i syfte att stabilisera inflationen vid 2 procent.

De olika åtgärderna Riksbanken har satt in bidrar till att kreditförsörjningen fungerar och att de räntor som hushåll och företag möter hålls låga. Ett exempel på åtgärder är Riksbankens program för köp av företagspapper, som jag nu vill fördjupa mig i.

Under de senaste åren har företagspappersmarknadens betydelse i Sverige vuxit och den står nu för över en tredjedel av de lån som upptas av icke-finansiella företag.

Företagspappersmarknaden är därmed den näst största lånekällan efter banklån.

När marknaden för både certifikat och obligationer fick allvarliga problem i mars och finansieringskostnaderna hastigt fördyrades blev det centralt att agera. Emittenterna på dessa marknader är huvudsakligen större företag med goda möjligheter att byta värdepappersemissioner mot banklån. En önskad händelseutveckling skulle därför ha varit att större företag trängde ut mindre företag som också hade lånebehov i bankerna. Mindre företag har dessutom i allmänhet sämre eller ingen access till alternativa finansieringsformer. En fortsatt fungerande företagsobligationsmarknad var, och är fortfarande, central för att inte bankers

kreditgivning till små- och medelstora företag ska försämrats. Trots Riksbankens utfästelser i mars om köpeprogram både av företagscertifikat och företagsobligationer sjönk emissionsaktiviteten under flera månader medan bankernas utlåning till större företag markant steg (se Diagram 6 i utkastet till penningpolitisk rapport). Hade Riksbanken avstått från att agera i företagspappersmarknaden hade utvecklingen kunnat bli ännu sämre. Man kan ställa sig frågan om en annan respons från den offentliga sidan hade varit bättre än den Riksbanken valde, till exempel att de fonder som stängde under den mest turbulenta perioden skulle erbjudits någon form av stöd. Fonder är emellertid bara en av flera investerartyper och ett sådant vägval hade sannolikt inte varit tillräckligt för att stabilisera företagspappersmarknaden i tillfredsställande grad.

När jag blickar framåt finns, som jag nämnde i inledningen, stor osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen. En positiv omständighet var att ekonomiska aktivitetsdata blev bättre än väntat under tredje kvartalet, både i Sverige men också i andra länder, där restriktionerna lättade. Det talar för att återhämtningen kan komma snabbt när restriktionerna lättar så småningom. Men ju längre tid pandemin pågår, desto större är risken för mer varaktiga skador på samhällsekonomin, inte minst risken att arbetslösheten biter sig fast på hög nivå.

I syfte att lindra skadorna från pandemin verkar olika ekonomisk-politiska åtgärder, på det sätt som beskrivs i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Eftersom utsikterna till återhämtning försämrats sedan septemberrapporten stöder jag förslaget om ett utökat program för värdepappersköp. Man hade förstås kunnat överväga att avvakta eller endast öka programmet med ett mindre belopp. Jag ser dock fördelar med att ha en tydlig plan för hela 2021.

Tar utvecklingen en annan riktning finns en beredskap att anpassa penningpolitiken med våra olika verktyg. Det är också fullt möjligt att styrräntan kan behöva sänkas. Utrymmet för styrräntesänkningar är emellertid begränsat och behöver användas när det bedöms ge störst effekt.

Den förda ekonomiska politiken är nödvändig men riskerar bygga upp sårbarheter. Det finns till exempel många länder som kraftigt ökar sin skuldsättning. I Sverige är offentlig skuldsättning ett jämförelsevis mindre orosmoln men vi har våra egna sårbarheter, som jag inte kommer beskriva här utan bara påminna om att dessa beskrivs i våra finansiella stabilitetsrapporter. Däremot vill jag understryka att dessa sårbarheter i dagsläget är underordnade behovet att motverka pandemins omedelbara ekonomiska konsekvenser.

En viktig faktor för återhämtningen är när vaccineringen kan komma igång. För såväl den enskilda individen som ekonomin i sin helhet finns det stora fördelar med en snabb och fullständig vaccinering.

Skulle vaccineringen dra ut på tiden på grund av logistiska problem, ekonomiska skäl eller andra orsaker, kommer det inte att landa väl hos allmänheten om hindren uppfattas som byråkratiska och i grunden överkomliga. En fördröjning kommer, utöver det mänskliga lidandet, också att göra hushållen mer försiktiga än vad de redan är och försvåra den ekonomiska återhämtningen.

Den enskilt viktigaste åtgärden i närtid är därför att organisera så att vaccineringen görs skyndsamt och att sjukvårdsregionerna tillförs de resurser som eventuellt krävs.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom att utöka värdepappersköpen med upp till 200 miljarder kronor fram till slutet av 2021. De penningpolitiska åtgärderna syftar till att hålla räntorna i Sverige låga och se till att kreditförsörjningen i Sverige fungerar. Jag ställer mig också bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell under prognosperioden.

Covid-pandemin har helt överskuggat alla andra samhällsfrågor i Sverige och i omvärlden under 2020. Sett till antalet avlidna kulminerade pandemin i Sverige i månadsskiftet april/maj 2020 då i genomsnitt 86 personer avled varje dag av covid-19.⁶ Motsvarande siffra från mitten av augusti till början av oktober var 2 avlidna per dag i genomsnitt. Därefter har antalet avlidna av covid-19 börjat stiga. Just nu ligger antalet på ca 16 avlidna av covid-19 per dag men är stigande. Antalet intensivvårdade på grund av covid-19 nådde sin topp under andra delen av april med drygt 500 personer. Antalet sjönk till slutet av september och bottnade på ca 16 personer i intensivvård. Antalet personer i intensivvård började sedan öka. Just nu ligger antalet på ca 120 intensivvårdade på grund av covid-19 men är stigande.⁷ Det är givetvis bekymmersamt att covid-19 har börjat öka igen. Samtidigt är vi idag långt från de tal vi såg under våren 2020.

Svensk BNP väntas i år minska med 4,0 procent jämfört med 2019 enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Detta är en nedrevidering jämfört med den penningpolitiska rapporten i september då BNP-fallet under 2020 prognosticerades till 3,6 procent. Senast vi såg en minskning av denna storleksordning var under finanskrisen 2009 då minskningen var 4,3 procent. Under 1990-talskrisen minskade svensk BNP tre år i rad, den totala nedgången då var 3,8 procent (1991-1993). Dessa jämförelser visar hur allvarlig den nuvarande nedgången är.

⁶ Baserat på data från Folkhälsomyndigheten har jag beräknat genomsnittliga antalet avlidna under de senaste 30 dagarna för varje dag.

⁷ Baserat på data från Intensivvårdsregistret har jag beräknat genomsnittliga antalet intensivvårdade under de senaste 30 dagarna för varje dag.

KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i oktober låg den årliga ökningstakten för KPIF på 0,3 procent. Det glidande medelvärdet över tolv månader för KPIF-inflationen ligger på 0,7 procent. Vi är en bra bit från målet på 2 procent.

Samtidigt är inflationsstatistiken svårtolkad under den nuvarande ekonomiska krisen.⁸ För vissa tjänstegrupper finns det helt enkelt inga priser. Istället måste de saknade priserna uppskattas. Vidare har hushållens konsumtionsmönster ändrats väsentligt. Det innebär att det idag faktiska konsumtionsmönstret avviker mycket från det konsumtionsmönster som antas genom de vikter som används när konsumentprisindex beräknas. Aktuell forskning visar att imputeringar och ändrade konsumtionsmönster medför att inflationsstatistiken tenderar att underskatta den faktiska utvecklingen av levnadskostnaderna.⁹

Enligt den senaste månadsstatistiken från Arbetsförmedlingen var det genomsnittliga antalet inskrivna arbetslösa i relation till den registerbaserade arbetskraften 8,8 procent i oktober 2020. Det var en kraftig ökning med 1,7 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare då motsvarande tal låg på 7,1 procent. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I oktober 2020 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 4,1 procent. Samma månad ett år tidigare var andelen 2,9 procent. Ökningen under det senaste året har varit hela 1,2 procentenheter. Uppgången i arbetslöshet är bred. Alla grupper drabbas, starka såväl som svaga.

Den ökade arbetslöshet som den ekonomiska krisen har medfört är givetvis oönskad. Många arbetslösa är väl rustade och kommer att ha goda möjligheter att komma i arbete när den ekonomiska aktiviteten vänder uppåt. Andra behöver arbetsmarknadspolitiska åtgärder som stärker deras humankapital för att kunna komma i arbete.

Sverige är en liten öppen ekonomi. Vi är beroende av den ekonomiska aktiviteten och politiken i omvärlden. Under våren har drakoniska åtgärder vidtagits runt om i världen, åtgärder som kraftigt har minskat den ekonomiska aktiviteten. Dessa åtgärder minskade i styrka under sommaren. Vi såg tecken på återhämtning på många håll i världen. Under hösten har nedstängningsåtgärderna kommit tillbaka. De är dock inte lika omfattande som i våras. Jag noterar också att nedstängningspolitiken på en del håll har lett till demonstrationer och social oro.

Världshandeln med varor minskade med upp till drygt 15 procent i årstakt vissa månader under våren. Den senast tillgängliga månadsmätningen för augusti 2020 visar på en minskning med

⁸ Jag diskuterar detta närmare i mitt tal "Penningpolitik under den ekonomiska krisen" som hölls i juni 2020.

⁹ Se Diewert, W.E och Fox, K.J. (2020), "Measuring real consumption and CPI bias under lockdown conditions", NBER Working Paper Series, No. 27144 och Cavallo, A. (2020), "Inflation with Covid consumption baskets", NBER Working Paper Series No. 27352.

drygt 4 procent i årstakt. Det är en öppen fråga hur världshandeln kommer att utvecklas givet de nedstängningar som har skett under hösten.

Jag övergår nu till mina penningpolitiska överväganden. Inflationförväntningarna är ett viktigt element för att bedöma penningpolitikens trovärdighet när det gäller att nå inflationsmålet. Det är en viktig observation att inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden har legat kvar på kring 1,7 procent trots den pågående ekonomiska krisen.

Riksbanken beslutade under våren och sommaren om en rad penningpolitiska åtgärder. När finansiella marknader inte fungerar som normalt hotas kreditförsörjningen i ekonomin. Åtgärderna har två effekter. Kreditförsörjningen har underlättats eftersom Riksbanken på dessa sätt tillfört mer pengar till det finansiella systemet. När mängden pengar har ökat blir marknadsräntorna hållits låga. Resultatet har, med andra ord, blivit både tryggad kreditförsörjning och expansiv penningpolitik.

Den ekonomiska aktiviteten kan förväntas att gå ner både i Sverige och i omvärlden nu under vintern. Inflationen i Sverige ligger också klart under målet. Min bedömning är därför att Riksbanken bör vidta ytterligare åtgärder för att göra penningpolitiken än mer expansiv. Därför ställer jag mig bakom förslaget att utöka värdepappersköpen med upp till 200 miljarder kronor till och med utgången av 2021.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig alltså bakom att utöka värdepappersköpen med upp till 200 miljarder kronor fram till slutet av 2021. Jag ställer mig också bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell under prognosperioden. Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport ställer jag mig också bakom.

Dixi!

Vice riksbankschef Anna Breman:

Jag stödjer förslaget till beslut att förlänga tillgångsköpen under andra halvåret 2021, att utöka köptakten under första kvartalet 2021 och att införa normbaserad negativ screening i företagsobligationsköpen. Jag ställer mig också bakom att behålla reporäntan oförändrad och den föreslagna reporäntebanan i utkastet till penningpolitisk rapport. Men, jag reserverar mig mot beslutet att utöka tillgångsköpen med 200 miljarder kronor och mot att inkludera statsskuldväxlar. Jag förespråkar istället en utökning på 100 miljarder kronor, vilket jag kommer motivera mer i detalj nedan.

Låt mig först kommentera utvecklingen sedan det förra penningpolitiska mötet. Smittspridningen har ökat och vi befinner oss nu i en andra våg av pandemin med nära 60 miljoner bekräftat smittade. Över 1,4 miljoner människor har avlidit runt om i världen. I Sverige har den positiva utvecklingen vi såg under sommaren brutits. Smittspridningen, belastningen på vården och dödstalen ökar igen med stort mänskligt lidande som följd.

Den återhämtning i svensk ekonomi som påbörjades under maj har bromsat in. Det tredje kvartalet utvecklades något starkare än väntat. Det är positivt, men överskuggas av att en ökad smittspridning och nya rekommendationer nu tydligt pekar på en nedgång i svensk ekonomi under fjärde kvartalet. Samtidigt har vi fått positiva nyheter att flera vaccin är på gång och kan komma att distribueras i stor skala under nästa år. Vi behöver väga inbromsningen på kort sikt mot möjligheten till starkare återhämtning på längre sikt och vad det innebär för vårt uppdrag att upprätthålla prisstabilitet.

De senaste månaderna har inflationen mätt som KPIF och KPIF exklusive energi varit något lägre än väntat, medan inflationsförväntningarna är i stort sätt stabila. Inflationsutfallen ska fortsatt tolkas med försiktighet då hushållens konsumtionsvanor har ändrats vilket inte reflekteras i KPI-korgens sammansättning och vissa priser behöver uppskattas. Det är troligt att dessa mätproblem kommer bestå under en betydande tid framöver. Det gör att vi behöver se igenom kortsiktiga svängningar i inflationen och fokusera mer på helheten i den ekonomiska utvecklingen. Att ge stöd till en god ekonomisk återhämtning är det bästa sättet att långsiktigt värna prisstabilitet.

Sedan förra mötet har kronan stärkts, vilket väntas ge en viss negativ effekt på inflationen. Låt mig vara tydlig med att jag inte tycker att denna kronförstärkning och risken för att kronan stärks ytterligare i närtid är ett argument för utökade tillgångsköp. Med en flytande växelkurs är denna typ av svängningar i växelkursen rimlig. Det kan finnas situationer då mycket kraftiga och bestående förändringar i växelkursen motiverar att Riksbanken agerar för att värna prisstabilitet, men jag anser inte att vi är nära ett sådant läge nu. I de flesta lägen då en förstärkning av växelkursen motverkar måluppfyllelse på kort sikt är det istället extra viktigt att se till olika mått på inflationen som reflekterar inhemska priser. Ett exempel är hemmamarknadsprisindex i Diagram 44 i utkastet till penningpolitisk rapport som visar påfallande stabilitet med en årlig ökningstakt nära tre procent trots pandemin. Då hemmamarknadsprisindex endast avser svensktillverkade inhemska förbrukade varor bör dock måttet kompletteras med andra mått för att få en så pass god uppfattning om det inhemska inflationstrycket som möjligt.

Låt mig nu kommentera de penningpolitiska övervägandena vid dagens möte och min reservation mot storleken på tillgångsköpen och inkluderingen av statsskuldväxlar.

Jag har vid upprepade tillfällen betonat att detta är en ovanlig ekonomisk kris och att det är viktigt att våra åtgärder är anpassade till de utmaningar som coronapandemin medför. De penningpolitiska åtgärderna bör vara effektiva och proportionerliga. Med effektiva menar jag att de tydligt bidrar till en ekonomisk återhämtning och att nå inflationsmålet. Proportionalitet avser att den förväntade effekten av åtgärderna vägs mot eventuella negativa sidoeffekter, inklusive onödiga risker på Riksbankens balansräkning.

Jag vill vara tydlig med följande: Det för mig viktigaste motivet till att stödja att tillgångsköpen förlängs är att nedgången i realekonomin nu blir djupare och återhämtningen mer utdragen än tidigare. Om och när ett vaccin kommer på plats är det viktigt att den ekonomiska återhämtningen inte hämmas av stigande räntor för hushåll och företag. Utökade tillgångsköp till slutet av 2021 bidrar till att hålla en låg räntenivå i hela ekonomin och en väl fungerande kreditförsörjning och på så sätt understödja återhämtningen och bidra till att inflationen stiger mot målet. Förlängningen av köpen är därför både effektiva och proportionerliga.

Däremot är det inte tydligt att storleken på köpen behöver vara så omfattande. Det är troligt att räntorna på tillgångarna inom nuvarande köpprogram kan hållas kvar på låga nivåer, genom återinvesteringar av förfall och genom att köpen sker i mindre omfattning än den storleken som nu föreslås i beslutsutkastet. Min bedömning är därför att 100 miljarder kronor skulle vara tillräckligt för att behålla ett lågt ränteläge i hela ekonomin under andra halvåret 2021 och ge stöd till återhämtningen och inflationen. Jag anser inte heller att det är motiverat att inkludera statsskuldväxlar. Bredden i nuvarande tillgångsköp, det vill säga att vi inkluderar olika typer av värdepapper, reflekterar ett behov av att ha ett lågt ränteläge i hela ekonomin. Att inkludera statsskuldväxlar i dagsläget ger inte ett extra nämnvärt stöd till en ekonomisk återhämtning utöver det som kommer via köpen av statsobligationer. Min bedömning är att det i dagsläget inte är ett effektivt verktyg.

Om det visar sig att utvecklingen blir ännu sämre än vad vi väntar oss i dagsläget, och om inflationen dessutom inte börjar stiga mot målet, har vi beredskap att fatta nya beslut på kort varsel. I ett sådant scenario skulle jag inte tveka att utöka köpen ytterligare och överväga andra åtgärder som en räntesänkning och/eller förbättrade villkor i utlåning till banker för vidareutlåning till företag. Vilka åtgärder som är mest ändamålsmässiga kommer bero på omständigheterna vid den tidpunkten. Hur andra politikområden agerar kan också vara viktigt.

Jag vill som i tidigare möten lyfta fram att finanspolitiken har en viktig roll att spela i denna kris. Coronakrisen slår olika hårt mellan olika sektorer och olika hushåll. Finanspolitiken har möjlighet att ge riktade åtgärder till de hushåll och företag som drabbas hårdast av krisen.

Strukturreformer skulle också vara välkommet för att motverka långsiktigt negativa effekter av krisen, såsom persistens i arbetslösheten.

Slutligen vill jag lyfta fram att jag välkomnar att vi nu kan fatta beslut att göra en normbaserad negativ screening i våra köp av företagsobligationer. Vi har en legal skyldighet att ta hänsyn till risker i köp av tillgångar och en normbaserad negativ screening bidrar till detta. Det bästa skulle vara om alla företag lever upp till internationella normer och standarder så att vi inte skulle behöva utesluta något företag. Att dessutom mäta och redovisa växthusgasutsläpp kopplade till köp av företagsobligationer bidrar till att ha en hög grad av transparens kring våra åtgärder. Det belyser också vikten av bättre data på företagsnivå relaterat till klimatrisker. För mer information om Riksbankens strategi för att bidra till en klimatomställning och vad som faller inom vårt mandat rekommenderar jag varmt den fördjupning som finns i utkastet till penningpolitisk rapport.

Sammanfattningsvis vill jag betona att jag ser behov av en expansiv penningpolitik under en lång tid framöver och en hög beredskap för att använda alla våra verktyg om utvecklingen skulle bli sämre än väntat. Jag reserverar mig dock från storleken på det utökade köpen av tillgångar och att inkludera statsskuldväxlar. Jag förespråkar istället en utökning på 100 miljarder kronor. Jag stödjer dock förslaget att förlänga programmet under andra halvåret 2021, att lämna reporäntan oförändrad samt att införa negativ screening i köpen av företagsobligationer.

Tack – och tack till personal för dedikerat arbete och uthållighet i krisen.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag ställer mig bakom bedömningen av det nuvarande läget samt de prognoser och analyser som presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Men jag ställer mig inte bakom slutsatsen för det penningpolitiska beslutet. Jag reserverar mig mot beslutet att utöka programmet för tillgångsköpen och mot att inkludera statsskuldväxlar i programmet. Mer precist reserverar jag mig mot punkt 1 och punkt 2b i protokollsbilaga B. Jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad och de övriga delarna av protokollsbilagan.

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige präglas fortfarande av coronapandemin. Under hösten överraskade många ekonomiska utfall positivt, men det var också tydligt att ekonomierna hölls uppe av omfattande stödåtgärder. Den allra senaste tiden har smittspridningen åter ökat och nya restriktioner införts. Visserligen kommer det också uppmuntrande nyheter som tyder på att vaccinationsprogram snart kan inledas men det kommer att ta tid innan en stor andel av befolkningen har vaccinerats.

Och även om vi då kan se ett slut på pandemins direkta störningar på ekonomin kommer verksamheter knappast snabbt återgå till det läge som vi tidigare såg som normalt. Många företag gör nu stora förluster och tvingas skuldsätta sig allt mer. Pandemin påverkar även vårt beteende och våra preferenser, vilket kommer att medföra strukturella förändringar som kan bli problematiska under en övergångsperiod.

Detta i kombination med den fortsatta smittspridningen betyder att ekonomierna kommer att behöva stöd och stimulanser under många år framöver. Penningpolitiken kommer därför att förbli expansiv i såväl Sverige som omvärlden. Men ett stort ansvar faller på ländernas finanspolitik. Pandemin slår mycket ojämnt mellan olika sektorer och mellan olika hushåll, och finanspolitiken kan på olika sätt rikta stöden dit behoven är störst.

Och finanspolitiken har redan reagerat med omfattande stimulans- och garantiprogram. När smittspridningen nu har tagit ny fart förlängs dessa stöd. I många länder fortsätter den offentliga skuldsättningen att öka snabbt från redan höga nivåer.

Svaga balansräkningar med hög skuldsättning i såväl privat som offentlig sektor kommer att prägla tiden efter pandemin. Inflationen är visserligen låg just nu i de flesta ekonomierna. Mycket tyder dessutom på att inflationen kommer att förbli låg några år framåt trots de omfattande ekonomiska stimulanserna. Men på längre sikt utgör de stora skulderna en tydlig upptrisk för inflationen. Det är därför inte helt överraskande att de långsiktiga inflationsförväntningarna har varit förhållandevis stabila trots att inflationen har fallit snabbt.

Jag övergår nu till mina penningpolitiska överväganden. Riksbankens åtgärder under pandemin har varit viktiga och har medfört att ränteläget är lågt och att kreditgivningen fungerar väl. Konsekvenserna av pandemin kommer att hämma den svenska ekonomin under lång tid framöver. Riksbanken behöver därför se till att ränteläget förblir lågt under många år framöver. På så sätt underlättar penningpolitiken en ekonomisk återhämtning vilket bidrar till att inflationen i förlängningen stiger mot målet på 2 procent.

Så långt instämmer jag i det resonemang som ligger bakom förslaget till penningpolitiskt beslut i utkastet till penningpolitisk rapport. Mina invändningar mot beslutsförslaget är ändå flera.

Nu blir det här en lång lista med invändningar mot beslutsförslaget. Men listans längd är ingen bra indikation på hur långt ifrån beslutsförslaget jag står. Ingen punkt på min lista skulle enskilt motivera en reservation mot beslutsförslaget. Det är listan sammantaget som gör att jag väljer att reservera mig mot beslutet. Dessutom är min uppfattning att jag har samma syn på behovet av en fortsatt expansiv penningpolitik som övriga i direktionen. Min reservation handlar alltså om hur vi bäst utformar penningpolitiken för att uppnå detta.

För det första har Riksbanken redan beslutat om ett omfattande köpprogram som löper till mitten av 2021. Programmet har fått ett bra genomslag på räntor och kreditgivning. Räntorna på säkra tillgångar, såsom statsobligationer, är låga på alla löptider. Till exempel är räntan på alla statsobligationer med löptider upp till 10 år negativ och alltså lägre än vår styrränta. Avkastningskurvan är därmed låg och flack. Och även räntorna på mer riskabla och mindre likvida tillgångar är låga. Till exempel är räntorna på bostads- och företagsobligationer lägre än före pandemin. Det här bidrar till låga låneräntor för både hushåll och företag. Min bedömning är att reporäntan sätter en gräns för hur lågt alla dessa räntor kan sjunka. Det är enligt mig osannolikt att ytterligare köp kan pressa ner räntorna till märkbart lägre nivåer. Jag bedömer därför att ett löfte idag om större tillgångsköp inte medför att penningpolitiken blir påtagligt mer expansiv i närtid.

För det andra bedömer jag att det är osäkert om tillgångsköp under hösten 2021 medför att penningpolitiken då blir mer expansiv. När vårt tidigare utlovade köpprogram löper ut i mitten av 2021 kommer Riksbanken att äga en stor andel av de svenska nominella statsobligationerna och ha stora innehav av bostadsobligationer. Riksbanken kommer även att vara en betydande aktör på de ganska illikvida andrahandsmarknaderna för kommun- och företagsobligationer samt reala statsobligationer. Jag ser det därför som troligt att Riksbanken kan hålla kvar räntorna på de här tillgångarna på låga nivåer genom att enbart köpa tillgångar för att kompensera för förfall, eller åtminstone genom att köpa nya tillgångar i mindre omfattning än vad som nu föreslås i beslutsutkastet. Jag utesluter inte att omfattande tillgångsköp kan bli motiverade men ser det alltså inte som ett huvudscenario.

För det tredje tror jag att kommunikationen om ett omfattande köpprogram till slutet av 2021 kan skapa mer osäkerhet än klarhet. Det är bra att centralbanker är transparenta och vägleder om sina handlingsregler och framtida planer. Men Riksbanken är nu en stor aktör på obligationsmarknaderna. Det går inte idag att förutse hur köp nästa höst kommer att påverka dessa marknader. Istället för att utlova köp av en viss storlek anser jag att vår kommunikation bör fokusera på vad vi vill uppnå. Jag skulle därför hellre se att vi kommunicerar att vi under lång tid framöver kommer att hålla reporäntan låg, se till att ränteläget i övrigt förblir lågt och att kreditgivningen fortsätter att fungera. Vilka verktyg vi behöver använda för att uppnå detta och vilka eventuella köpbelopp som blir aktuella kan utvärderas löpande. Ökade tillgångsköp kan hålla nere ränteläget om risk-, likviditets- eller löptidspremier börjar stiga. Men om hela ränteläget behöver pressas ner från dagens nivå är det förmodligen bättre att istället sänka reporäntan.

För det fjärde finns det lägen när vi kan ingjuta förtroende genom att visa stor handlingskraft och hellre göra för mycket än för lite. Det var viktigt att Riksbanken agerade snabbt och kraftfullt med

stora stödprogram när pandemin slog till i våras. Pandemin förvärras nu på nytt och vissa branscher drabbas mycket hårt, men de aktörer och marknader som Riksbanken direkt kan påverka befinner sig ändå inte i ett lika akut krisläge som i våras. Våra tillgångsköp måste vägas dels mot att det inte är önskvärt att en centralbank dominerar marknaderna och påverkar prisbildningen alltför mycket – till exempel genom att pressa fram onormalt låga riskpremier, dels mot att stora köp medför ökad kredit- och, framförallt, ränterisk på Riksbankens balansräkning.

För det femte ser jag inte köp av statsskuldväxlar som en verkningsfull åtgärd. Det finns olika hypoteser kring hur och varför kvantitativa lättnader fungerar. Förmodligen fungerar lättnaderna genom flera olika mekanismer, och på olika sätt beroende på ekonomiskt läge och institutionella förhållanden. Men den kanske viktigaste mekanismen är att centralbanker genom tillgångsköp kan lyfta bort risk från marknaderna. Den mekanismen fungerar knappast om Riksbanken köper statspapper med kort löptid. Dessa papper är likvida och säkra och saknar löptidspremier. Detta syns bland annat av att de redan handlas till räntor som är lägre än Riksbankens reporänta. Om vår ambition är att få ner korta marknadsräntor på säkra tillgångar så uppnås det bäst genom att reporäntan sänks.

För det sjätte är osäkerheten om utvecklingen i närtid stor. Smittspridningen har ökat påtagligt de senaste veckorna och nya restriktioner har införts. Jag tycker att det därför är bra att vi lägger fast en plan för tillgångsköp under första kvartalet nästa år som är fortsatt stor. Jag förespråkar samma köpplan för första kvartalet nästa år som i beslutsförslaget, med undantag för de 10 miljarder kronor som avser för köp av statsskuldväxlar. Men förutsättningarna på de finansiella marknaderna kan ändras snabbt och det kan då behövas nya åtgärder från Riksbanken. Riksbanken behöver alltså ha beredskap att anpassa penningpolitiken även före nästa ordinarie penningpolitiska möte. Det utökade programmet för tillgångsköp gör oss dock inte bättre rustade att reagera om förutsättningarna ändras i närtid. Vi fattar ju samtidigt beslut om köptakten för första kvartalet 2021. Därför behöver vi fatta ett nytt penningpolitiskt beslut för att köpa mer i närtid, oavsett om vi idag utökar programmet eller ej.

I stället för det utökade programmet förespråkar jag att vi kommunicerar tydligt att vi kommer att se till att ränteläget förblir lågt under lång tid framöver. Mer konkret skulle det innebära att vi dels håller fast vid det tidigare utlovade programmet med tillgångsköp på 500 miljarder kronor till mitten av nästa år, dels kommunicerar en beredskap att även i närtid antingen utöka köpprogrammet, sänka reporäntan eller på annat sätt reagera på utvecklingar som annars skulle äventyra det expansiva genomslaget från penningpolitiken.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att behålla reporäntan oförändrad på noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 2 december 2020,
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- om utökat och förlängt program för Riksbankens köp av värdepapper i penningpolitiskt syfte under 2021 enligt protokollsbilaga B,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 26 november 2020 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde måndagen den 7 december 2020 kl. 9:30.

Vice riksbankscheferna Anna Breman och Martin Flodén reserverade sig mot beslutet att utöka programmet för Riksbankens värdepappersköp med 200 miljarder kronor och att inkludera statskuldväxlar i programmet. Breman förespråkade att programmet istället skulle utökas med 100 miljarder kronor under andra halvåret 2021. Flodén menade att Riksbanken borde utlova att penningpolitiken kommer att förbli expansiv så länge det behövs utan att nu besluta om köpbelopp för andra halvåret 2021. De stödde övriga beslut vid dagens möte.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Elsa Boyer de la Giroday

Pia Fromlet

Justeras:

Stefan Ingves

Cecilia Skingsley

Anna Breman

Martin Flodén

Per Jansson

Henry Ohlsson



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)
Tel 08 - 787 00 00
Fax 08 - 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se