



Penningpolitiskt protokoll

april 2020

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 27 april 2019 beslutade Riksbankens direktion om fortsatta köp av stats- och bostadsobligationer till och med september 2020 samt att lämna reporäntan på noll procent.

Ledamöterna ställde sig bakom de bedömningar och analyser som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Coronapandemin drabbar världen hårt och restriktioner för att minska smittspridningen har kraftigt bromsat upp aktiviteten i den globala ekonomin. Utvecklingen framåt är genuint osäker och beror till stor del på smittspridningen och restriktionerna för att bromsa den. I rapportutkastet beskrivs därför den möjliga utvecklingen i ett par scenarier istället för i en enda detaljerad prognos.

Inflationen väntas bli låg i år. Till stor del beror det på att olje- och elpriset faller kraftigt. Ledamöterna bedömer därför att inflationsnedgången bör vara tillfällig. Man betonade dock att det kommer att bli svårt att mäta och tolka inflationen i rådande läge. Flera ledamöter poängterade också vikten av att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna inte påverkas av den tillfälliga inflationsnedgången utan förblir förankrade nära inflationsmålet.

De ändrade ekonomiska förutsättningarna har reflekterats i kraftiga rörelser på finansmarknaderna. Olika marknader har tidvis fungerat dåligt, vilket gjort det svårare för banker och företag att finansiera sin verksamhet och för penningpolitiken att få genomslag. För att inte problem på finansmarknaderna ytterligare ska förvärra läget ansåg ledamöterna att penningpolitiken just nu behöver fokusera på åtgärder som tillför likviditet till det finansiella systemet och förbättrar marknadernas funktionssätt. Därigenom skapas också förutsättningar för en snabbare återhämtning när ekonomin åter börjar öppna upp. I förlängningen medför detta även att möjligheterna att klara inflationsmålet förbättras. Ledamöterna betonade att de sedan det ordinarie penningpolitiska mötet i februari har fattat beslut vid flera olika tillfällen om omfattande åtgärder som på olika sätt underlättar kreditförsörjningen i ekonomin och motverkar att de räntor som företag och hushåll möter stiger när osäkerheten ökar.

Alla ledamöter ställde sig bakom att, inom tidigare fattat rambeslut, köpa stats- och bostadsobligationer för 18 respektive 85 miljarder kronor till och med september 2020. Samtliga stod också bakom beslutet att lämna reporäntan oförändrad. Ledamöterna resonerade kring varför man inte ansåg det vara motiverat att nu sänka reporäntan. De ville dock inte utesluta att reporäntan kan komma att sänkas i ett senare skede för att stimulera efterfrågan i återhämtningsfasen och därmed värna prisstabiliteten. Ledamöterna underströk vikten av att anpassa kombinationen av åtgärder efter det ekonomiska läget. Flera betonade också att hanteringen av de ekonomiska konsekvenserna av krisen sker i en samverkan mellan olika politikområden, där inte minst finanspolitiken är central.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 7

DATUM: 2020-04-27
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
Cecilia Skingsley, per telefon
Anna Breman
Martin Flodén, per telefon
Per Jansson, per telefon
Henry Ohlsson, per telefon

Susanne Eberstein, ordförande, riksbanksfullmäktige
Michael Lundholm, vice ordförande, riksbanksfullmäktige, per telefon

Mattias Ankarhem
Vesna Corbo, per telefon
Hans Dellmo, per telefon
Charlotta Edler, per telefon
Dag Edvardsson, per telefon
Heidi Elmér, per telefon
Mattias Erlandsson, per telefon
Jesper Hansson
Marika Hegg, per telefon
Jens Iversen, per telefon
Sofia Kåhre
Petra Lennartsdotter, per telefon
Tomas Lundberg
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén, per telefon
Åsa Olli Segendorf, per telefon
Simon Rörborn, per telefon
Olof Sandstedt, per telefon
Per Selldén, per telefon
Maria Sjödin, per telefon
Ulf Söderström, per telefon
Anders Vredin, per telefon
Ingrid Wallin Johansson (§ 1-3a)

Det antecknades att Mattias Ankarhem och Marika Hegg skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Ingrid Wallin Johansson, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det förra, extrainsatta, penningpolitiska mötet den 21 april har oljeprisets utveckling varit i fokus på de finansiella marknaderna. En svagare efterfrågan, snabbt minskande tillgänglig lagerkapacitet och det faktum att utbudet inte på kort sikt anpassar sig så mycket, har drivit ned priset under de senaste veckorna. Denna utveckling förstärktes under förra veckan då terminskontrakt för maj löpte ut samtidigt som mottagarkapaciteten av olja var mycket låg, vilket fick till följd att priset på WTI-olja under en period blev negativt. Den akuta turbulensen förefaller dock ha lagt sig även om obalanserna kvarstår. Det har också varit ett stort fokus på finansieringsbehovet i euroområdet under den senaste veckan. Skillnaden mellan statsobligationsräntor inom euroområdet steg. ECB:s besked om att man, när det gäller de säkerheter centralbanken accepterar, inför undantag för emittenter vars kreditbetyg nedrevideras fick dock viss lugnande verkan. Även det faktum att kreditvärderingsinstitutet S&P valde att låta Italiens kreditbetyg förbli oförändrat sågs på med lättnad av marknadsaktörer.

På övriga finansiella marknader har det sammantaget varit relativt lugnt under föregående vecka. Stora börsindex har varit stabila eller försvagats några få procent och statsobligationsräntor i Sverige, Tyskland och USA har varit nästintill oförändrade. Även växelkurser, inklusive den svenska kronkursen, har sammantaget utvecklats stabilt den senaste veckan.

Kortfristiga interbankräntor i dollar har under senaste veckan fortsatt att falla, medan motsvarande räntor i euro samtidigt har stigit ytterligare. En lätt nedgång har också skett för interbankräntor i svenska kronor, som dock fortfarande är på en förhöjd nivå jämfört med reporäntan.

Vad gäller den svenska penningpolitiken så anser många marknadsaktörer att det är ett svårbedömt läge inför dagens penningpolitiska möte. Prissättningen på terminsräntemarknaden indikerar en ungefär lika stor sannolikhet för en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter som för att reporäntan lämnas oförändrad. Även analytiker kåren är delad. Ett par aktörer tror på en sänkning av reporäntan medan en majoritet av analytikerna tror att styrräntan lämnas oförändrad.

Den aktuella penningpolitiska beredningen

Jesper Hansson, chef för avdelningen för penningpolitik, inledde med att beskriva den penningpolitiska beredningsprocessen sedan det ordinarie penningpolitiska mötet i februari. Under perioden har det i stort sett varit dagliga avstämningar med direktionen angående smittspridningen av coronaviruset samt utvecklingen på de finansiella marknaderna. Utöver dessa har det varit ett flertal avstämningsmöten där direktionen har diskuterat den ekonomiska utvecklingen och penningpolitiken. Innehållet i den penningpolitiska rapporten har beretts den 26 mars samt den 1, 6, 7, 14 och 16 april. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett möte med direktionen den 21 april. Under den här perioden har det fattats penningpolitiska beslut vid 11 tillfällen, varav fem varit extrainsatta penningpolitiska möten den 12, 16, 19 och 26 mars samt den 21 april.

Riksbanken har under de senaste sju veckorna vidtagit omfattande åtgärder för att underlätta kreditförsörjningen och stödja marknadens funktionssätt. Dessa åtgärder inkluderar bland annat lån till banker på upp till 500 miljarder kronor för vidareutlåning till företag, att köpa värdepapper för upp till 300 miljarder kronor, att erbjuda lån till banker i amerikanska dollar samt en obegränsad tillgång till tremånaderslån i kronor mot säkerhet. Riksbankens balansräkning skulle öka med upp till 1400 miljarder kronor om alla åtgärder utnyttjas fullt ut, och än mer om bankerna väljer att utnyttja erbjudandet om obegränsade tremånaderslån.

Riksbankens åtgärder har bidragit till att ränteuppgångarna på en del marknader har dämpats. Räntan för företagsobligationer är dock fortfarande högre än vid årsskiftet. Styrräntor i de flesta avancerade ekonomier har sänkts till nära noll procent och lämnats oförändrad i de länder som redan före pandemin hade styrräntor kring noll. Terminsprisättningen indikerar att marknadsaktörer förväntar sig i stort sett oförändrade styrräntor flera år framöver.

Coronavirusets effekter på den ekonomiska utvecklingen är i dagsläget svåra att uppskatta. Utvecklingen är mycket osäker då vi varken vet hur länge smittspridningen fortskrider eller begränsningsåtgärderna behöver vara på plats. Det är inte meningsfullt att använda modeller som bygger på historiska korrelationer när vi ser så extrema rörelser i makrostatistiken som nu. I USA har till exempel antalet nya ansökningar om arbetslöshetsunderstöd stigit till rekordnivåer, nästan 7 miljoner sista veckan i mars vilket är ungefär lika många som var arbetslösa totalt sett i februari. I detta läge anser vi att det bästa beslutsunderlaget är att presentera möjliga scenarier – inte regelrätta prognoser.

I utkastet till penningpolitisk rapport presenteras två scenarier. Det ena scenariot, A, utgår ifrån att Sverige och andra länder går in i en fas då smittspridningen minskar och restriktioner på samhällslivet börjar lätta redan i närtid och än mer påtagligt under sommaren. Återgången till ett

mer normalt läge blir ändå ganska utdragen. I det andra scenariot, B, behöver åtgärderna för att begränsa smittspridningen vara på plats i betydande omfattning även under sommaren, vilket ger ett ännu mer långdraget krisförlopp. Det gör också att krisen får större negativa effekter på längre sikt.

BNP i omvärlden faller med 8 respektive 11 procent i år i dessa scenarier.¹ I scenario A är BNP-nivån i början av 2023 fortfarande något lägre än i prognosen från penningpolitisk rapport i februari. I scenario B är BNP-nivån ungefär 5 procent lägre. Det är också viktigt att komma ihåg att scenarierna inte illustrerar tänkta extremscenarier, det kan gå både bättre och sämre.

I Sverige, liksom i omvärlden, är det tjänstenärings som drabbas hårdast. Omsättningen i exempelvis restaurangbranschen bedöms ha minskat med ca 70 procent. Hotell, flygresor, rederier, taxi, frisörer, biografier och evenemang är andra branscher där begränsningsåtgärderna direkt bidrar till kraftigt minskad omsättning. Men även de flesta andra branscher drabbas indirekt av minskad efterfrågan. Arbetsmarknaden i Sverige har också påverkats mycket kraftigt med rekordmånga varsel – över 40 000 i mars och ca 18 000 fram till den 17 april. Samtidigt har stöd för korttidsarbete beviljats för drygt 250 000 anställda.

Liksom i omvärlden är det mycket osäkert hur djup och långvarig konjunktunedgången blir i Sverige. Sverige har något bättre förutsättningar, bland annat med en näringslivsstruktur där besöksnäringen inte är lika viktig. Dessutom är begränsningsåtgärderna något mindre strikta här än i omvärlden. Nedgången beräknas därmed bli något mindre i Sverige än i omvärlden: svensk BNP faller med 7 respektive 10 procent 2020 i de två scenarierna. I scenario B tar det längre tid innan begränsningsåtgärderna tas bort och det uppstår mer tydliga spridningseffekter till den svenska bostadsmarknaden och marknaden för kommersiella fastigheter. Finanspolitiken dämpar nedgången. Redan beslutade finanspolitiska åtgärder kommer sannolikt att kompletteras, särskilt i det mer utdragna scenario B. Offentliga sektorns finansiella sparande beräknas falla till minus 7 respektive minus 9 procent av BNP i år. Arbetslösheten beräknas stiga till ungefär 9 respektive drygt 10 procent i år enligt scenarierna – nivåer vi inte har sett sedan 90-talskrisen.

Inflationen beräknas också bli lägre, men på längre sikt förväntas effekterna bli begränsade. I år dämpas KPIF av kraftigt fallande energipriser. Redan innan coronapandemin hade elpriserna fallit kraftigt och den senaste månaden har oljepriset fallit till mycket låga nivåer. KPIF ökade med endast 0,6 procent i mars jämfört med samma månad 2019, exklusive energi var ökningen 1,5 procent. Det negativa bidraget från energipriser väntas bli ännu större fram till sommaren. Från och med nästa år beräknas inte energipriserna påverka inflationen lika mycket och KPIF stiger då

¹ BNP i omvärlden avser KIX2, det vill säga euroområdet och USA sammanvägt med deras respektive relativa KIX-vikter (cirka 0,86 respektive 0,14).

till ca 1,5 procent. Svagare efterfrågan väntas dämpa KPIF även på sikt, men osäkerheten är stor. Det kan mycket väl bli högre inflation till följd av utbudsbegränsningar och minskad globalisering.

Hansson avslutade med att redogöra för förslag till penningpolitisk åtgärd. Direktionen föreslås att inom ramen för de i mars beslutade värdepapperköpen besluta om fortsatta köp under perioden 1 maj till 30 september. Förslaget är att Riksbanken ska köpa nominella svenska statsobligationer för 18 miljarder kronor utöver de i april 2019 beslutade köpen, i enlighet med vad som anges i bilaga B, och bostadsobligationer för 85 miljarder kronor i enlighet med vad som anges i bilaga C.

Per Sellén, senior riskanalytiker på stabsavdelningen, redogjorde för en riskbedömning med hänsyn till de föreslagna åtgärderna och konstaterade att de sammantagna operativa och finansiella riskerna förknippade med förslaget om köp av stats- och bostadsobligationer i penningpolitiskt syfte är omhändertagna. Bedömningen är således oförändrad från den riskbedömning som gjordes i mitten av mars avseende det generella beslutet om att köpa värdepapper i svenska kronor.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

De elva veckorna som har gått sedan det förra ordinarie penningpolitiska mötet den 11 februari saknar motstycke. Coronapandemin och dess globala effekter har förödande effekter i otaliga människors liv, för deras hälsa och för deras möjligheter till ett gott ekonomiskt liv.

Vårt uppdrag är att utifrån Riksbankens mandat och verktyg göra det som går för att lindra de samhällsekonomiska effekter som pandemin för med sig i Sverige. Coronapandemin är först och främst en hälsokris och det är hälsoåtgärderna som prioriteras medan den samlade ekonomiska politiken inriktas på att lindra effekterna.

Våra moderna samhällsekonomier förutsätter väl fungerande finansiella system. Det finansiella systemets förmåga att förmedla betalningar, kanalisera sparkapital till finansiering, samt hantera risker, måste upprätthållas. Även när den ekonomiska aktiviteten nu bromsat tvärt förutsätter hushåll, företag och offentlig sektor att betalningar kan fortsätta göras säkert och i rätt tid.

Enskilda sparare så väl som stora institutionella kapitalförvaltare vill fortsätta kunna välja önskad sammansättning på sina investeringar och låntagare vill ha rimliga villkor på sina krediter. Den kraftigt reducerade samhällsaktiviteten medför en globalt synkroniserad ekonomisk chock. Då är det centralt att det finansiella systemet kan bidra till att absorbera chocken och inte blir en del av problemet som förvärrar den ekonomiska chocken ytterligare.

Med den ökade osäkerheten i ekonomin stiger räntor och kreditmöjligheterna försämrats. Riksbanken har emellertid verktyg som kan minska risken att det hela blir en självförstärkande spiral av kreditåtstramning som hotar ekonomins återhämtningsförmåga.

Besluten som har fattats vid de extra penningpolitiska mötena under mars och april har öppnat en rad löpande faciliteter som har flera olika syften:

- Genom att Riksbanken tillhandahåller likviditet på olika sätt så kan kreditinstitut upprätthålla sin utlåning.
- Genom att köpa statspapper, bostadsobligationer och inom kort även kommun- och regionutgivna obligationer stöds den expansiva penningpolitiken.
- Genom att tillhandahålla dollarlån till kreditinstitut kan de täcka både de egna dollarbehoven och behoven hos kunderna, till exempel kapitalförvaltare som vill vara ägare av tillgångar denominerade i dollar, men utan att behöva äga dollar.
- Och genom köp av värdepapper utgivna av icke-finansiella företag stödjer Riksbanken under coronapandemin livskraftiga företags tillgång till finansiering. Köpen har som ambition att minska dessa bolags behov att istället söka lån via bank, något som annars skulle kunna tränga ut kreditgivning till mindre företag.

Jag stöder att dessa olika faciliteter, som närmare beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport, kommer att behöva kvarstå i sina nuvarande utformningar. Jag är också öppen för att de olika egenskaperna i faciliteterna kan behöva justeras och utökas för att förbättra effektiviteten i dem.

Från de fattade besluten går jag nu över till min bedömning av de ekonomiska utsikterna och mina tankar om lämplig penningpolitik.

Det är i nuläget okänt hur länge smittbekämpningen kommer att pågå och därför är utsikterna för en ekonomisk återhämtning tämligen oklara. Utkastet till penningpolitisk rapport innehåller därför två scenarier: A, där smittspridningsåtgärderna börjar lätta före sommaren och återhämtning inleds tredje kvartalet och B, där smittspridningsåtgärderna är oförändrade större delen av sommaren och återhämtningen inleds senare, och blir mer långsam. Det går i nuläget inte att veta vilket förlopp som uppstår, det kan också bli både bättre eller sämre än de redovisade scenarierna, men det går att säga en del om vad jag kommer beakta i den fortsatta penningpolitiken.

Till att börja med är och kommer alla makrodata att bli synnerligen svårtolkade under ett antal kvartal framöver. Det här var något jag också reflekterade över vid det förra ordinarie mötet den 11 februari. Det kommer bli betydande utmaningar att mäta och uttolka inflationen. Stora

prisförändringar har skett i båda riktningar och prisförändringar kan också fortsätta, till exempel när företagskonkurser uppstår och konkurrensen minskar i olika sektorer. Vidare kommer olika länders skiftande hantering av pandemin också försvåra internationella jämförelser. För Sveriges del bör många prisförändringar dock kunna ses som tillfälliga. Även om inflationsförväntningarna behöva följas med vaksamhet är min utgångspunkt att de inte kommer avlägsna sig allt för långt från 2 procentsmålet. Riksbanken har tidigare visat stor uthållighet att återställa och värna förtroendet för inflationsmålet och det bör ge en viss stadga åt inflationsförväntningarna.

Givet den stora osäkerheten om konjunkturförloppet framåt behöver Riksbanken fortsätta bedriva en expansiv penningpolitik och med de olika faciliteterna stödja den transmissionsmekanism som går från Riksbankens insatser ut i den bredare ekonomin. En viktig fråga är då om en sänkning av reporäntan skulle tillföra ytterligare stimulans. I den frågan vill jag säga följande:

Eftersom den kraftiga nedgången i konsumtion, investeringar och export beror på nedstängningen av ekonomin och människors oro för sjukdomsspridningen stödjer jag bedömningen att det i nuläget inte är motiverat att försöka öka efterfrågan genom att sänka reporäntan. Det kan emellertid komma att bli aktuellt i ett senare skede, när vi når en återhämtningsfas som behöver stöd.

En aspekt att då beakta är att för att en räntesänkning ska ha önskad effekt krävs att den ger mer expansiva finansiella förhållanden. Om man gör en sänkning och sätter reporäntan i minusmiljö behöver man beakta den tekniska omständigheten att banksystemet då får betala ränta på det likviditetsöverskott som växer i takt med att de beslutade riksbanksåtgärderna verkställs. Ökade kostnader för banksektorn vore inte ett särskilt positivt bidrag till Riksbankens strävan att hålla räntorna låga, vare sig i den nuvarande akuta krisen eller senare under återhämtningen. Min slutsats är därför att noggranna avvägningar kommer behöva göras innan det eventuellt blir lämpligt att röra reporäntan.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad vid noll. Jag ställer mig också bakom att hålla reporäntebanan horisontell en tid framåt. Slutligen stöder jag förslagen vad gäller köp av statsobligationer och bostadsobligationer.

Tiden sedan det penningpolitiska mötet i februari har varit fundamentalt annorlunda jämfört med vad jag tidigare har upplevt sedan jag kom med i Riksbankens direktion i början av 2015. Mitt anförande vid detta penningpolitiska möte kommer också att bli annorlunda jämfört mina tidigare anföranden. Mer personligt, till del bakåtblickande men också till del framåtblickande.

I början av 1980-talet antogs jag till forskarutbildningen i nationalekonomi vid Umeå universitet. Det första forskningsprojekt jag kom med i handlade om att utvärdera de arbetsmarknadspolitiska åtgärder som sattes in i samband med en större personalneddragning vid LKAB:s anläggningar i Malmfälten. Så här nästan fyra decennier senare känns det som att jag är tillbaka där det hela började när jag betraktar den senaste utvecklingen på svensk arbetsmarknad.

Jag har inte här tänkt göra en översikt över forskningen om företagsnedläggningar och personalneddragningar. Istället kommer jag ta fram några erfarenheter från de forskningsprojekt på området som jag har medverkat i. Vid millennieskiftet utsågs jag till professor i nationalekonomi vid Göteborgs universitet. Där blev jag kollega med Donald Storrie som hade disputerat på en avhandling om effekterna för de anställda vid Uddevallavarvet när varvet lades ner 1985. Vi var båda intresserade av de mer långsiktiga effekterna för de anställda av nedläggningar och personalneddragningar. Det blev en projektansökan som beviljades medel och vi rekryterade en doktorand, Marcus Eliason, till projektet. Utöver de tidigare varvs- och gruvanställda samlade vi också in data om samtliga anställda som förlorade sina arbeten på grund av företagsnedläggningar under 1987.

Marcus och Donald fann i en uppsats att de som hade förlorat sina arbeten under 1987 inte bara drabbades av lägre inkomst och svårare arbetsmarknadssituation på kort sikt utan att detta höll i sig mer än tio år.² Senioritet är viktigt inom många branscher på svensk arbetsmarknad, både formell senioritet och informell senioritet. Har man en gång förlorat den kan det ta lång tid att återfå den. Sist in, först ut.

I en annan uppsats fann de att dödligheten bland män ökade kraftigt under de första fyra åren efter nedläggningarna.³ De fann också att de negativa hälsoeffekterna var stora. Marcus har också publicerat en uppsats vars titel talar för sig själv: "Lost jobs, broken marriages"⁴.

Men hur var det då med de tidigare varvs- och gruvanställda? Utvecklingen för dem visade sig vara ungefär densamma som för gruppen som förlorade sina arbeten 1987. Fram till några år in på 1990-talet. Då började inkomsterna stiga snabbare, sysselsättningen bli högre och arbetslösheten lägre för de tidigare varvs- och gruvanställda. Det var en sak som skilde dem från den andra gruppen – utbildning. Fler av de tidigare varvs- och gruvanställda hade gått från att

² Eliason, M., & Storrie, D. (2006). Lasting or latent scars? Swedish evidence on the long-term effects of job displacement. *Journal of Labor Economics*, 24(4), 831-856.

³ Eliason, M., & Storrie, D. (2009). Does job loss shorten life?. *Journal of Human Resources*, 44(2), 277-302.

⁴ Eliason, M. (2012). Lost jobs, broken marriages. *Journal of Population Economics*, 25(4), 1365-1397.

inte ha gymnasiekompetens vid tiden för när de förlorade sina arbeten till att ha fullföljt gymnasiet några år in på 1990-talet.⁵

För mig är utbildning nyckeln till att långsiktigt motverka de negativa arbetsmarknadseffekter som coronapandemin medför. Vi ser nu ett kraftigt ökat söktryck till universitet och högskolor, lågkonjunktur i allmänhet innebär högkonjunktur för högre utbildning. Det är här viktigt att högre utbildning kan expanderas utan att kvaliteten sänks. Det är också sannolikt att många som kommer till universitet och högskolor har en annan bakgrund än de som under normala konjunkturförhållanden studerar på högre nivå. Under goda tider spelar det för de flesta ingen roll om det blev några poäng kvar till en fullständig universitetsexamen, under dåliga tider kan de saknade poängen vara avgörande för om arbetet finns kvar eller inte.

Man skulle kunna tycka att bristen på formell utbildning skulle kunna kompenseras av personalutbildning på arbetsplatsen. Här finns dock två fundamentala problem.⁶ Det första är att om det råder goda tider behövs de anställda i den ordinarie verksamheten, under dåliga tider finns det inte medel för personalutbildning. Alltså blir det för lite personalutbildning. Det andra problemet är att en anställd kan byta arbete. Det företag som satsar på omfattande personalutbildning riskerar att avkastningen av utbildningen inte tillfaller det utbildande företaget utan andra arbetsgivare. Detta är ytterligare ett skäl till varför utbildning i huvudsak är en offentlig uppgift.

Däremot har arbetsmarknadens parter på många områden sedan lång tid tillbaka slutit avtal om omställningsförsäkringar och avsatt medel för dessa försäkringar. Här finns aktörer som exempelvis TRR. Syftet är att bidra till omställning för de anställda vid nedläggningar och neddragningar innan de anställda blir arbetslösa. Jag tycker att det är viktigt att påminna om att dessa försäkringar finns. De kommer att ha en mycket viktig roll under den kommande tiden.

När de finansiella marknaderna och företagen har fått sitt i form av likviditet, lån, bidrag, garantier och så vidare måste det bli humankapitalets tur. Den långsiktiga ekonomisk-politiska uppgiften blir människorna. Deras inkomster och deras arbetsmarknadssituation är viktiga pusselbitar i det som kan ge ett gott liv.

Jag övergår nu till mina penningpolitiska överväganden. De senaste månaderna har penningpolitiken helt fokuserat på att få de finansiella marknaderna att fungera. Riksbanken har fattat en rad beslut som på olika sätt tillför likviditet till det finansiella systemet. Spegelbilden av

⁵ Ohlsson, H., & Storrie, D. (2012). Long-term effects of public policy for displaced workers in Sweden. *International Journal of Manpower*.

⁶ Ohlsson, H., & Storrie, D. (2006). Friställd eller anställd? Strukturomvandling från individens perspektiv. *Ekonomisk debatt*, 34(7), 5-19.

detta är att storleken på Riksbankens balansräkning har ökat kraftigt. Min bedömning är att detta fokus kommer att kvarstå en tid framåt.

Vid den senaste inflationsmätningen i mars låg den årliga ökningstakten för KPIF på 0,6 procent. Men situationen under coronapandemin är mycket speciell. För vissa varu- och tjänstegrupper finns det helt enkelt inga priser. 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. Dessa båda effekter är tillfälliga, med tiden kommer de saknade priserna åter och vikterna i KPI överensstämmer bättre med det faktiska konsumtionsmönstret. Då kommer det också åter bli aktuellt att diskutera lämplig penningpolitik på det sätt som det gjordes fram till för ett par månader sedan.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad vid noll. Jag ställer mig också bakom att hålla reporäntebanan horisontell en tid framåt. Slutligen stöder jag förslagen vad gäller köp av statsobligationer och bostadsobligationer.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag ställer mig bakom de analyser och avvägningar som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag ställer mig även bakom förslaget om fortsatta tillgångsköp och att hålla reporäntan oförändrad på noll procent.

Utvecklingen de senaste två månaderna har förstås dominerats av coronapandemin. I den här miljön är det svårt att blicka framåt. De ekonomiska förutsättningarna ändras nu från dag till dag, vilket avspeglas i den mängd penningpolitiska beslut Riksbanken och andra centralbanker har fattat den senaste tiden.

Som en följd av pandemin är aktiviteten i stora delar av ekonomin nu kraftigt begränsad eller helt avstannad. Stabiliseringspolitiken kan därför inte förhindra att nedgången blir mycket djup. Stabiliseringspolitiken kan däremot i viss mån mildra nedgången och dessutom ge förutsättningar för en snabbare återhämtning när ekonomin öppnar upp efter pandemin.

Riksbankens åtgärder har hittills främst fokuserat på att upprätthålla kreditförsörjningen i ekonomin. Banksystemets utlåning till företag och hushåll ska inte begränsas av brist på likviditet. Marknader för företags- och bostadsobligationer ska fortsätta att fungera. Och ökad kreditrisk och osäkerhet ska inte pressa upp marknadsräntor, och därmed fördyra företags och hushålls lånekostnader, på ett sätt som gör att riskerna blir självuppfyllande.

Riksbankens åtgärder är viktiga inslag i hanteringen av den ekonomiska krisen. Men en fungerande kreditförsörjning och ett fortsatt lågt ränteläge är bara två av flera nödvändiga pusselbitar i krishanteringen. Under nedstängningen av ekonomin är de finanspolitiska åtgärderna ännu viktigare eftersom regeringen kan hjälpa företag, hushåll och kommuner med åtgärder som minskar deras kostnader och stöttar deras inkomster.

Riksbankens huvudsakliga uppgift är att upprätthålla ett fast penningvärde vilket vi tolkar som att inflationen ska vara 2 procent. Men det går inte att utforma och planera penningpolitiken för att styra inflationen samtidigt som de ekonomiska grundvalarna skakar. Som vi beskriver i en fördjupning i den penningpolitiska rapporten är det nu dessutom svårare än vanligt att ens mäta inflationen. Fokus för penningpolitiken i närtid måste vara att bidra till den allmänna stabiliseringspolitiken för att få ekonomin att stå stadigare.

När dammet har lagt sig kommer vi förmodligen se att mycket har förändrats, eller åtminstone att det är en lång väg tillbaka till det vi tidigare såg som normalt. I den penningpolitiska rapporten presenterar vi två scenarier för hur ekonomin kan utvecklas de kommande åren. I beskrivningen av scenarierna tar vi upp flera faktorer som kommer vara viktiga under återhämtningsfasen. Jag vill här utveckla resonemangen kring några faktorer.

För det första tror jag att balansräkningseffekter kommer att hämma återhämtningen under lång tid framöver. Många företag gör nu stora förluster och tvingas skuldsätta sig alltmer. Med minskat eget kapital och ökad skuldbörda kommer företagen förmodligen vara försiktiga med investeringar och anställningar även om efterfrågan på deras produkter återvänder. Balansräkningseffekterna gäller förstås även hushåll och stater, men på sätt som är mer typiska för ekonomiska nedgångar.

För det andra kommer många företag att slås ut innan krisen är över. I vissa branscher kommer nya företag att etableras förhållandevis snabbt när efterfrågan återvänder, och då ersätta de företag som slagits ut. I andra branscher, till exempel konfektionshandeln och flygbranschen, har krisen förmodligen påskyndat en redan pågående strukturomvandling. Det är inte sannolikt att dessa branscher under återhämtningsfasen kommer att röra sig mot det läge som rådde före krisen.

För det tredje kan krisen påverka vårt beteende och våra preferenser, och därmed medföra ekonomiska förändringar på sätt som idag är svåra att förutse. Sådana strukturella förändringar kan säkert medföra mycket gott, men de kan samtidigt medföra problem under en övergångsperiod. Till exempel kan finanssektorn drabbas av ökade kreditförluster om det finns stora exponeringar mot branscher som oväntat börjar tyna bort.

Sammantaget betyder allt detta, i kombination med analysen bakom scenarierna i utkastet till penningpolitisk rapport, att den ekonomiska nedgången blir osedvanligt stor i år och att det dessutom är osannolikt att ekonomin snabbt återvänder till något som liknar normalläget före krisen.

Det är också tydligt att osäkerheten kring den framtida ekonomiska utvecklingen är stor och att många ekonomiska samband kan förändras de närmaste åren. Trots detta är jag övertygad om att vårt inflationsmål ska, och kommer att, ligga fast. Det är en fördel att vi före krisen hade återbyggt ett gott förtroende för inflationsmålet. Det kommer att underlätta för penningpolitiken när ekonomin öppnar upp och inflationen åter står högst på vår agenda.

Låt mig till sist säga några ord om hur jag ser på den penningpolitiska verktygslådan framöver, och särskilt på möjligheten att vid behov stimulera ekonomin med hjälp av en lägre reporänta. Jag har tidigare, bland annat vid det penningpolitiska mötet i februari, sagt att reporäntan är nära sin effektiva nedre gräns. Var den effektiva nedre gränsen ligger är förstås svårt att säga med precision. När reporäntan är mycket låg blir penningpolitikens genomslag olika effektivt i transmissionsmekanismens olika kanaler, och genomslaget i respektive kanal kan dessutom variera med de ekonomiska omständigheterna.

Genomslaget av vår räntepolitik sker genom en växelkurskanal, en räntekanal, en kreditkanal och en förväntningskanal. Räntans genomslag på växelkursen är förmodligen lika stort när reporäntan är negativ som när den är positiv. Men eftersom kronan nu är mycket svag skulle en ytterligare försvagad krona riskera att medföra obalanser och osäkerhet som inte gynnar den svenska ekonomins utveckling.

Reporäntans genomslag i ränte- och kreditkanalerna är förmodligen mer situationsberoende. Våra tidigare räntesänkningar till negativa nivåer fick ett bra genomslag på viktiga marknadsräntor, åtminstone ner till en reporänta på -0,25 procent. Men det är tänkbart att genomslaget av en negativ styrränta blir sämre om oron på de finansiella marknaderna är förhöjd eller om bankernas lönsamhet är försvagad.

Min bedömning är att en sänkning av reporäntan idag hade varit kontraproduktiv. Ekonomin skulle inte främjas av en ännu svagare krona. Genomslaget på utlåningsräntor skulle vara osäkert eftersom oron på de finansiella marknaderna är hög. Och dessutom är allmän efterfrågestimulans av tveksamt värde när ekonomin nu till stor del är stängd.

Den penningpolitiska verktygslådan består inte enbart av styrräntan. Under de senaste månaderna har Riksbanken arbetat med olika utlåningsfaciliteter i kombination med tillgångsköp. Syftet har främst varit att säkerställa att kreditförsörjningen i ekonomin fortsätter att fungera.

Men de här verktygen kan även komplettera vår styrränta genom att påverka räntan på specifika tillgångsslag och löptider. Tillgångsköp blir särskilt verkningsfulla om de omfattar tillgångar som bedöms vara mer riskabla än centralbankspengar.

Just nu finns det alltså faktorer som talar för att en sänkning av styrräntan inte skulle vara ett effektivt sätt att bedriva penningpolitik. Samtidigt innebär den ökade osäkerheten och oron på de finansiella marknaderna att tillgångsköp, främst köp av bostads- och företagsobligationer, har blivit mer verkningsfulla och mer motiverade. Vid behov kan vi lätt öka omfattningen av köpprogrammet ytterligare, och detta gäller i synnerhet köp av bostadsobligationer.

Men de penningpolitiska förutsättningarna kan förstås ändras framöver. Styrräntan är vanligtvis det absolut mest effektiva verktyget för att med penningpolitiken påverka ekonomins efterfrågesida och i förlängningen inflationsutvecklingen. Jag utesluter därför inte att det kan bli motiverat att sänka reporäntan till negativa nivåer när ekonomin börjar öppnas upp.

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. Jag vill också varmt tacka alla medarbetare på Riksbanken som under mycket besvärliga omständigheter har arbetat med och bidragit till det här rapportutkastet, som jag tycker har blivit alldeles utmärkt.

Vi befinner oss i ovanliga tider. Det återspeglas också i utkastet till penningpolitisk rapport, som denna gång har ett ganska annorlunda upplägg och innehåll. Om man söker på ord som knyter an till "inflation" och "reporänta" ger den penningpolitiska rapporten i februari 176 fler träffar än det utkast till rapport för april som nu finns. Uttryckt i procentuella termer är skillnaden så stor som drygt 150 procent!⁷ Det här kan ge intrycket att Riksbankens penningpolitiska ramverk, med fokus på att styra inflationen genom att ändra reporäntan, har genomgått en tämligen dramatisk förändring på bara drygt två månader. Jag vill använda min tid på det här mötet för att tydliggöra att så definitivt inte är fallet och förklara, med mitt sätt att uttrycka det, varför det faktiskt inte är särskilt konstigt att vi i dagsläget inte pratar lika mycket om inflationen och reporäntan som vi brukar. För att få en bra struktur kommer jag att dela upp min diskussion så att jag börjar med att adressera frågorna som har att göra med inflationen och därefter kommer jag in på aspekterna som relaterar till styrräntan.

När det gäller inflationen är kanske nyckelfrågan om coronapandemin har fört med sig att vi inte längre tycker att det är lika viktigt att uppfylla inflationsmålet utan i stället har siktet inställt på andra saker, som att förbättra olika finansiella marknaders funktionssätt och förhindra stigande

⁷ Jämförelsen bygger på det utkast till aprilrapport som förelåg på förmiddagen den 23 april.

upplåningskostnader för staten, kommunerna, bankerna och, kanske framför allt, företagen. Till en början är det viktigt att inse att finansiella marknaders funktionssätt och räntebildningen på olika delmarknader är företeelser som är centrala för Riksbankens förutsättningar att nå inflationsmålet. Om finansiella marknader fungerar dåligt och olika upplåningsräntor kraftigt pressas upp, eller ner, av olika riskpremier, i värsta fall drivna av irrationella "animal spirits", kommer penningpolitiken inte att på ett tillfredsställande sätt nå fram till ekonomins aggregerade efterfrågan. Och i förlängningen inte heller till inflationen. På så vis finns inget motsatsförhållande mellan att å ena sidan sträva efter att klara inflationsmålet och å andra sidan vilja säkerställa att finansiella marknader är välfungerande och olika låneräntor inte stiger snabbt och omotiverat. Väl fungerande finansiella marknader och räntebildning på olika delmarknader är snarare ett nödvändigt villkor för att penningpolitiken ska kunna uppfylla inflationsmålet.

Vidare har naturligtvis också behovet av att sätta fokus på och diskutera inflationsutvecklingen att göra med hur problematiskt inflationsläget uppfattas vara. Tror vi att inflationens avvikelser från målet kommer att bli stora och gälla under lång tid? Eller räknar vi med att det mycket kommer att handla om tillfälliga avvikelser, kanske i hög grad drivna av variationer i vissa specifika priser som normalt inte bör ses som viktiga för den mer underliggande inflationsutvecklingen? Visserligen står det nu klart att konsekvenserna för realekonomin av coronapandemin kommer att bli väldigt dystra men det är inte alls självklart att inflationen för den skull måste falla dramatiskt, i alla fall inte när energipriserna exkluderas.

Inflationsbilden är förvisso för stunden mycket svåranalyserad, bland annat därför att det ännu bara finns en handfull dataobservationer som täcker tiden med epidemin⁸, men jag tycker ändå att den hittills ger skäl till en del optimism. Utfallet för KPIF-inflationen i mars uppgick till 0,6 procent, vilket var nästan 0,8 procentenheter lägre än väntat. Det är utan tvekan ett mycket stort prognosfel men räknar man bort energiprisernas bidrag landar inflationstakten på hyggliga 1,5 procent. Det var också sämre än förväntat i den penningpolitiska rapporten i februari men prognosfelet reduceras nu till knappt -0,3 procentenheter.

Ser vi till Riksbankens olika mått på den mer trendmässiga eller underliggande inflationstakten fås också bilden att en stor del av inflationsnedgången i mars är en tillfällig effekt. Medianen för måtten ligger på 1,5 procent, att jämföra med 1,8 procent vid det penningpolitiska mötet i februari. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, uppgick i mars till 1,5 respektive 1,8 procent.⁹ Inte heller dessa siffror har förändrats dramatiskt sedan mötet i februari.

⁸ Olika sammanställningar daterar tidpunkten för epidemins utbrott i Sverige till början av mars. WHO deklarerade att vi har att göra med en pandemi den 11 mars.

⁹ Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

En viktig del i inflationsbilden är inflationsförväntningarna. Om dessa går ner kraftigt kan även en störning som initialt bara gav upphov till temporära effekter börja påverka inflationen mer varaktigt. Det är i sammanhanget särskilt förväntningarna på lite längre sikt som är av betydelse. Sedan vårt förra möte har Prospera publicerat tre nya mätningar av inflationsförväntningarna, för februari, mars och april. Aprilenkäten genomfördes under en period då epidemin hade blivit en pandemi och det stod klart att de ekonomiska effekterna skulle bli mycket stora. Undersökningen i mars slutfördes just innan WHO deklarerade att det förelåg en pandemi. Och enkäten i februari gjordes under en tid då det ännu fanns förhoppningar om att smittspridningen skulle kunna hållas i schack och inte bli så allvarlig.

För att få en uppfattning om pandemins betydelse för de mer långsiktiga inflationsförväntningarna kan det mot den här bakgrunden vara av särskilt intresse att nu studera hur enkätsvaren förändrades mellan februari och april. I det tidsperspektivet har vi för stunden bara tillgång till data för penningmarknadens aktörer. För dessa redovisade Prospera ett fall i de långsiktiga, femåriga förväntningarna på knappt en tiondel av en procentenhet.¹⁰ Det är en förhållandevis liten nedgång som så här långt därmed ger stöd för tolkningen att inflationsnedgången ska kunna bli tillfällig. Inkluderas data från den senaste större kvartalsundersökningen, som alltså tyvärr bara är för mars och täcker en kort period med epidemin, ligger nivåerna för de långsiktiga inflationsförväntningarna i intervallet drygt 1,7 procent till knappt 2 procent, det vill säga inte allt för långt från inflationsmålet. Som påpekas i utkastet till penningpolitisk rapport så är det framför allt de marknadsbaserade måtten på inflationsförväntningarna som nu uppvisar de största och mest oroande nedgångarna. Jag delar dock synen i rapportutkastet att sådana mått är svårtolkade i ett läge med stor osäkerhet på de finansiella marknaderna.

I utkastet till penningpolitisk rapport redovisas två scenarier för den ekonomiska utvecklingen under kommande år. I ett första scenario, kallat scenario A, blir KPIF-inflationen förvisso framöver tydligt lägre än enligt bedömningarna i den penningpolitiska rapporten i februari. Men det förtjänar att påpekas att nedrevideringen i grunden ändå är tillfällig och att inflationen rensad för energiprisernas påverkan aldrig blir lägre än 1,5 procent. I ett andra lite mer pessimistiskt scenario, betecknat scenario B, blir inflationen i genomsnitt ytterligare ett par tiondelar av en procentenhet lägre. Men även här kommer den största effekten från tillfälligt nedpressade energipriser och inflationen letar sig med tiden, om än ganska sakta, tillbaka upp mot målet.

¹⁰ Jag fokuserar här på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen är mycket låg.

Riksbanken är inte ensam om att se coronapandemins inflationsdämpande effekter som i huvudsak temporära. I en intressant analys använder sig Goldman Sachs av tre olika ansatser för att kvantifiera pandemins effekter på den underliggande inflationen i euroområdet.¹¹ Samtliga ansatser – en historisk fallstudie av liknande exogena störningar, en empirisk Philipskurvmodell och en strukturell ekonometrisk modell som explicit identifierar utbuds- och efterfrågerörelser – förutsäger att inflationsnedgången blir tillfällig och att det mest är prisutvecklingen 2020 som påverkas. Resultaten i Goldman Sachs' studie skulle till och med kunna motivera en lite mer optimistisk syn på inflationsutvecklingen än vad som nu ligger i Riksbankens scenarier. I dessa tar det nämligen längre tid innan KPIF-inflationen exklusive energipriser vänder upp och återgången till den tidigare inflationsbanan före coronapandemin går också långsammare. Som Goldman Sachs påpekar och det även konstateras i utkastet till penningpolitisk rapport, går det på lite sikt faktiskt inte att utesluta att inflationen överskjuter sin tidigare bana före pandemin. I det tidsperspektivet bidrar sannolikt både ekonomins utbuds- och efterfrågesida till ett stigande inflationstryck.¹²

Med detta går jag över till att säga några ord om styrräntan. Som jag inledde med att konstatera har vi just nu inte vårt huvudfokus på reporäntan och reporäntebanan. Förklaringen är ganska enkel och har att göra med, precis som beskrivs utförligt i utkastet till penningpolitisk rapport, att det hittills i den här krisen har varit andra penningpolitiska åtgärder som har bedömts vara viktigare.

De åtgärder som Riksbanken har vidtagit har främst syftat till att undvika att problem med kreditförsörjningen förvärrar det ekonomiska läget ytterligare. Det handlar om åtgärder för att dels säkerställa att bankerna inte behöver strama åt sin utlåning på grund av brist på likviditet, dels slå vakt om penningpolitikens genomslag på räntebildningen och förhindra en omotiverad uppgång i räntorna på enskilda marknader. Att ha synen att traditionella penning- och finanspolitiska efterfrågestimulanser inte är särskilt verksamma när stora delar av ekonomierna världen över är nedstängda och människor håller sig hemma på grund av sjukdom eller oro för sjukdomsspridningen är knappast kontroversiellt och förefaller delas av ett flertal beslutsfattare och bedömare. I en sådan miljö talar mycket för att det är bättre att inrikta den ekonomiska politiken på att specifikt underlätta för företag som drabbas extra hårt och begränsa det direkta inkomstbortfallet för individer som blir av med sin anställning. Jag har fått intrycket att detta är ett sätt att tänka som också i hög grad har varit vägledande för regeringens krisbekämpning så här långt.

¹¹ Se C. Schnittker och K. Saxena, "The Coronavirus Impact on Euro Area Inflation", Goldman Sachs, 19 april 2020.

¹² L. Fornaro och M. Wolf, "Coronavirus and macroeconomic policy", VOX, CEPR Policy Portal, 10 mars 2020, diskuterar denna möjlighet inom ramen för en enkel teoretisk nykeynesiansk modell.

När det gäller Riksbankens reporänta tillkommer en särskild omständighet, nämligen att reporäntan redan är på en mycket låg nivå och att utrymmet för räntesänkningar därför inte är hur stort som helst. Det gör att varje förändring av reporäntan måste prövas extra noga för att inte i onödan slösa med det krut som finns kvar. Min syn är att förutsättningarna för reporäntesänkningar kommer att förbättras när takten i smittspridningen börjar minska och samhällslivet gradvis öppnar upp. Av stor betydelse för hur jag kommer att uppfatta behovet av sänkningar av reporäntan framöver är utvecklingen av inflationen och inflationsförväntningarna. Som jag har varit inne på ger utvecklingen hittills viss anledning till optimism men krisen är långt ifrån över och inte ens när det gäller nuläget har vi ännu fullständig information.

Vice riksbankschef Anna Breman:

Jag vill börja med att säga att jag står bakom alla de åtgärder som Riksbanken har vidtagit under de fem extrainsatta penningpolitiska mötena sedan det senaste ordinarie penningpolitiska mötet i februari. Dessa åtgärder inkluderar bland annat lån till banker på upp till 500 miljarder kronor för vidareutlåning till företag, att köpa värdepapper för upp till 300 miljarder kronor och att erbjuda lån till bankerna i amerikanska dollar. Jag stödjer även förslagen vid dagens möte, det vill säga att förlänga köpen av statsobligationer och bostadsobligationer till september, att lämna reporäntan oförändrad vid noll procent, den föreslagna reporäntebanan och de scenarier som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport.

Sedan det förra ordinarie penningpolitiska mötet i februari har omfattande åtgärder vidtagits i Sverige och resten av världen för att dämpa smittspridningen och möjliggöra för världen att hantera den extraordinära belastning som coronapandemin innebär. Pandemin är främst en hälsokris, men den förändrar i grunden de ekonomiska utsikterna i Sverige och i vår omvärld. Coronakrisen är annorlunda från många andra ekonomiska kriser på flera sätt. Det är en chock till både efterfråge- och utbudssidan i ekonomin. Den ekonomiska nedgången är en följd av införda restriktioner och förstärks av osäkerheten om framtiden som gör att hushåll och företag drar ner på konsumtion och investeringar. Dessutom påverkas i stort sätt hela världen av krisen samtidigt. Hur djup och hur utdragen krisen kommer att bli kan vi inte veta. Ett par av många möjliga scenarier illustreras väl i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Styrkan i dessa scenarier är att bakomliggande antaganden redovisas tydligt så att vi lätt kan uppdatera scenarierna i samband med att vi får mer information om utvecklingen.

Idag vill jag diskutera de åtgärder som Riksbanken har gjort för att mildra effekterna av coronapandemin på svensk ekonomi, varför jag bedömer att det inte är lämpligt att sänka reporäntan vid dagens möte och hur jag ser att vi kan gå vidare med penningpolitiken framöver.

En viktig aspekt för mig under hela krisförloppet är att coronapandemin riskerar att orsaka allvarliga följd effekter utöver den djupa ekonomiska nedgången som restriktionerna medför. Den omfattande turbulensen på finansiella marknader kan i sig bidra till att utlösa en finanskris, statsfinansiella problem, inte i Sverige men i många andra länder, och/eller, som vi sett de senaste veckorna, en oljekris. Detta skulle ytterligare förstärka den redan djupa nedgång som vi ser i ekonomin. Vår krishantering behöver därför hela tiden ta hänsyn till effekterna på realekonomin och för finansiell stabilitet och samspelet dem emellan. Coronapandemin är ett exempel på att det i en krissituation i praktiken är svårt att särskilja mellan vad som är stöd för finansiell stabilitet och vad som är penningpolitik.

Mer specifikt för svenska förhållanden så innebär turbulensen på finansiella marknader att företag har svårt att få den finansiering de behöver för att överbrygga krisen. Detta gäller finansiering både via marknaden för företagsobligationer och lån direkt från banker. Bankerna riskerar ökade kreditförluster vilket tenderar att leda till en kredittätstramning, som i sin tur kan spä på nedgången i ekonomin. Krisen har också medfört att räntan på bostadsobligationer har stigit trots oförändrad styrränta vilket riskerar att på sikt bidra till högre räntor för bostadslån för hushållen. Riksbankens åtgärder har därför varit inriktade på att tillföra likviditet till det finansiella systemet och att förbättra marknadens funktionssätt. Det är nödvändigt för att penningpolitiken ska fungera ut mot hushåll och företag, det vi brukar kalla den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Det är viktigt att ha det perspektivet när vi ser till de åtgärder som vi har genomfört de senaste veckorna. Många av Riksbankens åtgärder fungerar som en sorts försäkring så att banker, företag och hushåll kan lita på att det finns solid finansiering till en rimlig kostnad. Det skapar förutsättningar för en god återhämtning i svensk ekonomi, vilket är en förutsättning för en låg och stabil inflation.

Under 2020 kommer vi troligtvis att se en fortsatt dämpad inflation mätt som KPIF, främst drivet av lägre energipriser. Detta är en tillfällig nedgång i KPIF-inflationen, och inte ett långsiktigt hot mot prisstabiliteten. Vi behöver även beakta att det kommer att vara svårt att mäta inflation i närtid, vilket beskrivs väl i den penningpolitiska rapporten. För mig är det viktiga att fortsätta följa förutsättningarna för inflationstrycket, det vill säga, att vi på sikt ser en stabilisering och en återhämtning i ekonomin, att inflationsförväntningarna är väl förankrade nära inflationsmålet och att olika mått på underliggande inflation är stabila. Skulle vi på sikt se tendenser till en mer permanent nedgång i inflationen kommer vi att agera kraftfullt för att värna prisstabiliteten.

Låt mig nu diskutera reporäntan och reporäntebanan. Jag anser att det inte skulle vara rätt att sänka reporäntan under noll procent vid dagens möte av flera skäl. För det första bedömer jag att det inte är motiverat just nu att försöka öka efterfrågan genom att sänka räntan när nedgången i ekonomin beror på införda restriktioner och människors oro för sjukdomsspridningen. Det är den

enskilt viktigaste aspekten för mig i dagsläget. Samtidigt behöver vi också beakta att en räntesänkning skulle kunna leda till oönskade sidoeffekter. En aspekt att ta hänsyn till är växelkursen. Den svenska kronan, som försvagats sedan coronapandemin bröt ut, skulle förmodligen försvagas ytterligare av en räntesänkning. Det skulle påverka redan utsatta branscher, som exempelvis detaljhandeln, samtidigt som det förmodligen inte ger någon större fördel till exportindustrin när restriktionerna begränsar efterfrågan. En annan aspekt är hur bankerna hanterar en lägre styrränta när kapitalisering och lönsamhet försvagas. Genomslaget på det allmänna ränteläget riskerar att bli mindre än vid tidigare räntesänkningar. Sammantaget kommer dessa faktorer även framöver vara viktiga för hur jag ser på en räntesänkning. Jag vill dock betona att jag inte på något sätt utesluter en räntesänkning i framtiden. För mig handlar det inte på något sätt om att "spara på krutet" utan att genomföra de penningpolitiska åtgärder som skapar bäst förutsättningar för en god återhämtning i svensk ekonomi på sikt.

I detta sammanhang vill jag också kommentera att reporäntebanan är oförändrad under det kommande året. Reporäntebanan hade kunnat innehålla en sannolikhet för en räntesänkning, exempelvis under hösten. Problemet med detta är att det skulle ge sken av en precision som vi inte kan ha för tillfället; osäkerheten om pandemins utveckling och effekterna på ekonomin är allt för hög. Istället förespråkar jag att vi fortsätter med de åtgärder som finns på plats samtidigt som vi har ständig beredskap att använda alla våra verktyg.

Det leder mig till den sista delen av mitt anförande. Vilken penningpolitisk strategi bör Riksbanken ha framöver? Det är lika viktigt nu som alltid att penningpolitiken är framåtblickande. Men, det går inte att tydlig signalera vad nästa steg blir eftersom vi gradvis lär oss mer om pandemins utveckling och dess effekter på ekonomin och därför behöver ha flexibilitet att kunna anpassa åtgärderna därefter. Det innebär, som jag redan har nämnt, att vår strategi bör bygga på tre delar. För det första, att ha ständig beredskap att kunna använda alla Riksbankens verktyg; för det andra, att kunna genomföra nya åtgärder på mycket kort varsel och för det tredje, att fortsätta med att kontinuerligt följa upp och anpassa åtgärderna för att genomslaget ska bli så effektivt som möjligt. Utöver de åtgärder jag nämnde inledningsvis har vi genomfört ett flertal andra beslut, som förändrade säkerhetskrav och att tillfälligt utöka kretsen av penningpolitiska motparter, vilket förbättrar effektiviteten av de andra åtgärderna.

På sikt kommer det vara viktigt att anpassa penningpolitiken mot mer generella efterfrågestimulanser. I ett sådant skede kan räntesänkningar bli aktuella, men det kan också vara mer effektivt att fortsätta med omfattande obligationsköp för att bidra till ett lågt ränteläge under en lång tid. Det viktigaste är att kombinationen av lämpliga åtgärder kommer att anpassas till den ekonomiska utvecklingen. Hur penningpolitiken utformas beror också på vilken typ av

åtgärder som genomförs inom andra politikområden. Både i Sverige och internationellt är det rimligt att förvänta sig att finanspolitiken kommer att vara viktig för återhämtningen.

Innan jag sammanfattar vill jag lyfta fram Riksbankens personal och den krishanteringsförmåga och professionalism som de visat under en pressad situation. Utöver de fem extrainsatta penningpolitiska mötena har vi haft 38 extrainsatta möten för att bereda dessa beslut. Varje sådant möte kräver en stor mängd ny information och analys – alltid med kort varsel – och dessutom med en stor majoritet av anställda som jobbar på distans. Bland nationalekonomer är det väl känt att det är svårt att mäta produktivitet i allmänhet och i den offentliga sektorn i synnerhet. Tänk även hur mycket sjukvården, inte bara ökat sin kapacitet, men även produktivitet under krisen. Jag tror att dessa extraordinära insatser som sker inom offentlig sektor riskerar att underskattas i nationalräkenskaperna, ytterligare ett exempel på mätproblem. Vi fokuserar mycket på nedgången i ekonomin, men låt oss inte glömma bort att det är många som aldrig har jobbat så mycket och så intensivt som nu. Det är mitt lite omständliga sätt att säga varmt tack till er alla.

Låt mig sammanfatta. Jag ställer mig bakom förslaget att förlänga köpen av statsobligationer och bostadsobligationer samt att lämna reporäntan och reporäntebanan oförändrad. Riksbanken har agerat med styrka och säkerhet och på kort tid genomfört en stor mängd åtgärder för att möta krisen. Jag är trygg med att Riksbanken har fortsatt hög beredskap att använda alla verktyg vi har, att kunna genomföra nya åtgärder på kort varsel, och att kontinuerligt följa upp och anpassa åtgärderna för att genomslaget ska bli så effektivt som möjligt.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Sedan vårt ordinarie penningpolitiska möte i februari, för ungefär två och en halv månad sedan, har det ekonomiska läget ändrats på ett dramatiskt sätt. Under den här perioden har direktionen fattat penningpolitiska beslut vid 11 tillfällen, varav 5 varit formella extrainsatta penningpolitiska möten, för att på olika sätt mildra effekterna på svensk ekonomi av coronapandemin. Våra beslut har på olika sätt syftat till att säkra kreditförsörjningen, vidmakthålla den låga räntenivån och upprätthålla finansiell stabilitet. Dagens möte, årets andra ordinarie penningpolitiska möte, är en del av den här sekvensen. Idag har vi att ta ställning till förslaget att utöka våra köp av statsobligationer och bostadsobligationer. Men vi har även ett utkast till penningpolitisk rapport att fatta beslut om. De bedömningar av den ekonomiska utvecklingen som finns i utkastet har mellan februari och idag ändrats på ett sällan skådat slag. Och rapporten har ändrat struktur. Allt detta är ytterligare tecken på hur annorlunda situationen är nu jämfört med tidigare.

Coronapandemin överskuggar nu allt annat i världsekonomin. Mänskligheten har drabbats av pandemier förr, men aldrig har så kraftiga, och i stort sett samtidiga, åtgärder vidtagits globalt för

att försöka stoppa eller dämpa smittspridningen. Konsekvenserna av dessa nödvändiga åtgärder är en exceptionell störning i världsekonomin, större än under den globala finanskrisen för ett drygt decennium sedan.

Den lågkonjunktur som världsekonomin nu hamnat i är mycket bekymmersam, för den är både djup och synkroniserad, det vill säga inträffar ungefär samtidigt i alla stora ekonomier och valutaområden. Bedömningen i utkastet till penningpolitisk rapport för BNP-utvecklingen i den för svensk del viktigaste omvärlden i år är en nedgång på mellan 8 och 11 procent, vilket är i samma härad som IMF:s prognos. För Sverige, en liten öppen ekonomi med stort beroende av utrikeshandel och välintegrerade produkt-, tjänste- och finansiella marknader, är detta en mycket påtaglig och svår förändring.

Det är nu ett helt nytt läge jämfört med för bara ett par månader sedan och samtidigt råder det en mycket stor osäkerhet om framtiden. Osäkerheten finns i flera dimensioner.

Till att börja med har vi osäkerheten om smittspridningen. Vi ser nu hur smittan drar fram över stora delar av världen, men när slutar det? Blir det en andra våg till hösten eller nästa år? Lyssnar man till smittskyddsmyndigheter i olika länder tycker jag att alla, på olika sätt, säger ungefär samma sak – vi vet inte hur länge detta kommer att pågå.

För ekonomiska prognosmakare blir uppgiften nästan omöjlig. Varje scenario för smittspridningen är förenad med flera möjliga utvecklingsbanor för den ekonomiska aktiviteten. Läger man till olika kombinationer av åtgärder från myndigheter har utfallsrummet ökat mycket påtagligt. Att i detta läge göra traditionella prognoser är inte meningsfullt, menar jag. Fokus i vårt analysarbete inför dagens möte har därför varit mer på den korta sikten, och en rad olika nya realtidsindikatorer har tagits fram för att hjälpa oss att se hur stort fallet i den ekonomiska aktiviteten ser ut att bli. Några av dessa nya indikatorer finns med i utkastet till penningpolitisk rapport. I det mer framåtblickande analysarbetet har vi denna gång resonerat utifrån olika scenarier. Rapportutkastet redogör för två av dem och de skiljer sig bland annat i antagandet om hur länge smittspridningen pågår. I båda scenarier handlar det om stora fall i BNP i år – runt 7 procent i scenario A och ca 10 procent i scenario B. Arbetslösheten kommer att stiga, från fjolårets nivå på 6,8 procent till omkring 9 respektive 10 procent i de två scenarierna. Och inflationen faller i år, vilket jag återkommer till.

Än en gång vill jag betona att osäkerheten är mycket stor. Utvecklingen kan bli helt annorlunda än vad scenarierna berättar. Sämre, om smittspridningen och dess konsekvenser blir mer utdragna, men bättre om till exempel smittspridningen avtar tidigare än vi antagit och den ekonomiska aktiviteten kommer igång. Det hade kanske varit mer rakt på sak att säga att vi egentligen inte vet hur djup och utdragen lågkonjunkturen blir.

Osäkerheten har också påverkat vårt beslutsfattande. Fokus i analysen har som sagt förskjutits mer till nuläget, och vi har fattat flera beslut i syfte att upprätthålla kreditförsörjningen och värna om förtroendet för det finansiella systemet. Med dessa åtgärder, som beskrivs i en tabell i utkastet till penningpolitisk rapport, har vi spänt upp ett skyddsnet, en slags försäkring mot riktigt dåliga utfall, och bidragit till att hålla nere räntenivåer. Alla dessa åtgärder, som i grund och botten handlar om att se till att det finns tillräckligt mycket likviditet i ekonomin, är klassiska centralbanksåtgärder. De liknar också de åtgärder som vidtagits av andra centralbanker på andra håll i världen. Så här långt är min bedömning att de åtgärder som Riksbanken vidtagit har fungerat väl, både som försäkring och som aktiva åtgärder för att förhindra en ännu sämre utveckling. Och vi står redo att skala upp dem ifall att den ekonomiska utvecklingen motiverar det.

Så några ord om inflationsutvecklingen. De massiva utbuds- och efterfrågechocker som vi nu ser kommer förstås att påverka inflationen, globalt och i Sverige. Vi har exempelvis sett ett historiskt stort fall i oljepriset. Den sammantagna bedömningen i utkastet till penningpolitisk rapport är att inflationen i år blir betydligt lägre än tidigare väntat. KPIF-inflationen, som alltså påverkas starkt av fallande energipriser, väntas i år falla till i genomsnitt 0,6 procent. Men effekterna av oljeprisfallet är tillfälliga och bör inte påverka KPIF-inflationen nästa år, och inflationen bör då stiga. Låt mig samtidigt tillägga, att även om våra åtgärder under de senaste veckorna varit inriktade på kreditförsörjningen, så har de varit nödvändiga åtgärder för att vi på lite sikt ska kunna uppfylla inflationsmålet. I det avseendet drar den nu förda penningpolitiken åt precis samma håll som tidigare.

De stora påfrestningar som svensk och internationell ekonomi utsätts för kan leda till både lägre och högre priser framöver. SCB har även flaggat för att det kommer att bli svårare att på ett korrekt sätt mäta inflationen under de speciella omständigheter som nu råder. Allt det här behöver vi förstås följa noggrant.

Under de kommande veckorna får vi mer information och statistik som förhoppningsvis kan skingra en del av den osäkerhet som nu råder och ge oss vägledning om hur vi ligger till i våra bedömningar. Från vår sida på Riksbanken behöver vi fortsätta att vara ständigt redo att anpassa våra policyåtgärder till nya behov. Vi kan skala upp våra åtgärder om utvecklingen blir ännu sämre än väntat. Och i takt med att läget stabiliseras kan vi behöva utveckla och tydliggöra varaktigheten i de olika åtgärdsprogram som vi hittills lanserat.

Samtidigt är det framförallt finanspolitiken som kan mildra effekterna av pandemin på svensk ekonomi. Finanspolitiken kan vidta åtgärder som är mer direkt riktade till företag och hushåll, och

många åtgärder i denna riktning har vidtagits sedan pandemin kom till Sverige. Utvecklingen kommer att avgöra om fler finanspolitiska åtgärder blir nödvändiga.

Gemensamt för många av de åtgärder som nu vidtas från regeringen och olika myndigheter är att samhällsekonomisk risk lyfts över till det allmänna, det vill säga, främst till staten men även till Riksbanken. Efter en lång tid med en god ekonomisk utveckling står svenska statsfinanser på mycket stabil grund jämfört med många länder i till exempel övriga Europa. Samtidigt är tyvärr svensk ekonomi även sårbar på grund av obalanserna på bostadsmarknaden och hushållens höga skuldsättning.

Sammanfattningsvis ställer jag mig bakom utkastet till penningpolitisk rapport. Det ekonomiska läget förblir osäkert, och därför stödjer jag förslaget att fram till den 30 september 2020 köpa statsobligationer till ett värde av 18 miljarder kronor och bostadsobligationer till ett värde av 85 miljarder kronor. Båda åtgärderna ryms inom det rambelopp som beslutades den 16 mars 2020, och som lätt kan skalas upp ifall det behövs. Jag ställer mig också bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på 0 procent. Tillsammans innebär åtgärderna en penningpolitik fullt inriktad på att försöka mildra de stora negativa effekterna av coronapandemin på svensk ekonomi. Låt mig till sist notera att under det senaste decenniet har vi haft minusränta, negativa realräntor, negativa elpriser, senast negativa oljepriser och i dagsläget kämpar vi med de ekonomiska konsekvenserna av en pandemi. Vi har med andra ord befunnit oss ganska långt ifrån någon form av normalläge. För att då kunna agera och laga efter läge är det mycket viktigt att Riksbanken, utöver att sätta räntan, har möjlighet att använda sin balansräkning fullt ut.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att behålla reporäntan oförändrad på noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 29 april 2020.
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A.
- om penningpolitiska åtgärder och att dessa åtgärder ska tillämpas i enlighet med vad som anges i protokollsbilaga B och protokollsbilaga C.
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande tisdagen den 28 april 2020 kl. 9:30.
- att publicera protokollet från dagens sammanträde måndagen den 11 maj 2020 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Sofia Kåhre

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