



Penningpolitiskt protokoll

februari 2021

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 9 februari beslutade Riksbankens direktion att hålla reporäntan oförändrad på noll procent. För att ge stöd åt återhämtningen och inflationen fortsätter Riksbanken också att köpa tillgångar inom ramen om 700 miljarder kronor och att erbjuda likviditet inom alla de program som lanserades under 2020.

Den andra vågen av smittspridning under hösten och vintern har lett till skärpta restriktioner och till att återhämtningen i världsekonomin bromsat in. Ledamöterna noterade att svensk ekonomi dock varit mer motståndskraftig mot pandemins andra våg än den första och man underströk betydelsen av de omfattande ekonomisk-politiska stödåtgärder som satts in under krisen. Inflationen och realekonomin har överraskat positivt och utsikterna ser ljusare ut än vid det penningpolitiska mötet i november. Det konstaterades att det skett en välkommen uppgång i de långsiktiga inflationsförväntningarna och att det är viktigt att ekonomins aktörer litar på att inflationen så småningom kommer tillbaka till målet.

Ledamöterna poängterade att pandemin gör utvecklingen fortsatt osäker och att behovet av expansiv penningpolitik och låga räntor kommer att finnas kvar under en lång tid. För att stödja återhämtningen och bidra till att inflationen stiger mot målet är det viktigt med uthållighet i penningpolitiken.

Ledamöterna var eniga om att lämna reporäntan oförändrad på noll procent och om fördelningen av tillgångsköpen under andra kvartalet 2021. Man framhöll att planen är att utnyttja ramen om 700 miljarder under 2021 och att därefter hålla tillgångsinnehavet ungefär oförändrat under nästa år. Det är en viktig signal om att åtgärderna kommer att finnas kvar under en lång tid.

Ledamöterna betonade att det är viktigt med fortsatt beredskap och i det sammanhanget menade flera att reporäntan kan komma att sänkas om behov av ytterligare penningpolitisk stimulans skulle uppstå. Det underströks också att ett scenario med högre inflation inte behöver vara ett skäl till att göra penningpolitiken mindre expansiv. Man framhöll att finanspolitiken även fortsättningsvis kommer att ha en viktig roll att spela, inte minst för att stödja enskilda branscher eller vissa grupper som har det svårt på arbetsmarknaden.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 1

DATUM: 2021-02-09

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
Anna Breman, på distans
Martin Flodén, på distans
Per Jansson, på distans
Henry Ohlsson, på distans

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

Hans Dellmo, på distans
Charlotta Edler, på distans
Dag Edvardsson, på distans
Heidi Elmér, på distans
Mattias Erlandsson, på distans
Jesper Hansson
Jens Iversen, på distans
Henrik Jönsson
Peter Kaplan, på distans
Henrik Lundvall
Ola Melander, på distans
Pernilla Meyersson
Ann-Leena Mikiver, på distans
Marianne Nessén, på distans
Jessica Penzo
Carl-Fredrik Pettersson (§ 1-3a), på distans
Olof Sandstedt, på distans
Henrik Siverbo, på distans
Åsa Olli Segendorf, på distans
Maria Sjödin, på distans

Det antecknades att Henrik Lundvall och Henrik Siverbo skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Carl-Fredrik Pettersson, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i november har riskviljan varit stark och aktiepriserna har fortsatt att stiga. Förklaringen står att finna i förhoppningar om en ekonomisk återhämtning understödd av mycket expansiv finans- och penningpolitik samt oväntat starka delårsrapporter för fjärde kvartalet. Dessutom har risken för en oreglerad Brexit till stor del avskrivits från agendan. Samtidigt är den implicita volatiliteten på den amerikanska marknaden (VIX) fortsatt relativt hög och det finns en oro för att den kommer att ligga kvar på höga nivåer till följd av makroekonomisk osäkerhet.

Räntor och ränteskillnader på företagskrediter har sjunkit lite ytterligare i omvärlden sedan det penningpolitiska mötet i november. För svenska räntor är bilden inte väsentligt annorlunda än på andra utvecklade marknader. Ränteskillnaderna mot statsobligationsräntor visar att finansieringskostnaderna för kommuner, företag och bostadsinstitut är lägre än innan coronapandemin.

När det gäller finanspolitiken har det varit mycket fokus på USA och president Bidens föreslagna stimulanspaket som bedöms ha förutsättningar att passera kongressen där Demokraterna nu har knapp majoritet. Stimulanspaketet tolkas som mycket expansivt vilket återspeglas i tydligt högre långräntor. Sedan det penningpolitiska mötet i november har tioåriga amerikanska statsobligationsräntor stigit med cirka 30 punkter, medan tyska och svenska stigit med 15-20 punkter.

För penningpolitiken globalt noteras ECB:s beslut av en bred palett åtgärder vid mötet den 10 december. Beskedet var ungefär som marknadsaktörer väntade, det som överraskade var emellertid att den ökade ramen för tillgångsköp avses spridas över en längre tidsperiod samt beskedet att inte hela beloppet nödvändigtvis kommer att användas. Federal Reserve har å sin sida varit tydlig med att man inte har några planer på att trappa ner tillgångsköpen, icke desto mindre finns det fortfarande marknadsaktörer som förväntar sig en nedtrappning vid slutet av året. Bank of England var i samband med det penningpolitiska beslutet i början av februari tydlig med att en negativ styrränta inte är aktuellt i basscenariot.

Den svenska kronan är knappt förändrad i KIX-termer sedan det penningpolitiska mötet i november. Fram till årsskiftet förstärktes kronan, medan utvecklingen sedan årsskiftet inneburit en svagare krona. På längre sikt finns det fortfarande en tydlig förväntningsbild om att kronan ska fortsätta att stärkas mot både euro och dollar.

Slutligen förväntar sig inte marknaden några förändringar i vare sig reporäntan, reporäntebanan eller ramen för tillgångsköp vid dagens möte. Liksom tidigare anses tröskeln för en räntesänkning vid ett senare tillfälle vara ganska hög. Vad gäller tillgångsköpen förväntar sig en del Riksbanken tydliggör hur man ser på återinvesteringar, om dessa ingår i den nuvarande ramen eller inte. Prissättningen ser i princip ut som den gjorde vid det penningpolitiska mötet i november, det vill säga en större sannolikhet för en sänkning än en höjning under kommande år.

Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

Olof Sandstedt, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, berättade kortfattat om prisutvecklingen på bostadsmarknaden och om läget i företagssektorn och banksystemet.

Bostadspriserna fortsätter att stiga. Mellan december 2019 och december 2020 har priserna ökat med 11,5 procent i riket. Det är framför allt priserna på villor som stiger snabbt, med en ökning på 15,5 procent jämfört med december 2019, medan priserna på bostadsrätter ökar i en lägre takt.¹

I slutet av förra året ökade konkurserna bland svenska företag, men i början på detta år har vi sett en minskning jämfört med motsvarande period tidigare år. Förlängda stödåtgärder spelar sannolikt en viktig roll för att underlätta för fler företag att klara sig, men det går inte att utesluta att konkurserna kommer att öka om krisen blir mer utdragen eller om återhämtningen tar tid. Riskerna är förstås särskilt stora inom de branscher som drabbats hårdast i krisen.

Bankernas finansieringskostnader är överlag fortsatt låga. Det allmänt låga ränteläget innebär att de räntor som bankerna betalar för inlåning ligger runt noll procent. Räntorna på svenska säkerställda obligationer är också fortsatt mycket låga. Det gäller även räntorna för lån mellan banker i amerikanska dollar utan säkerhet, USD LIBOR, och STIBOR, som speglar räntesatserna på korta interbanklån i Sverige. Samtidigt innebär den höga inlåningen hos bankerna att deras behov av marknadsfinansiering minskar.

Mattias Erlandsson, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den ekonomiska utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet den 25 november och för de penningpolitiska åtgärder som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle samla en majoritet av direktionen vid dagens möte. Den penningpolitiska beredningen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 27 och 28 januari samt den 1 februari. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett direktionsmöte den 3 februari.

¹ Här avses HOX Sverige som publiceras av Valueguard.

Erlandsson började med att konstatera att regeringar och myndigheter i många europeiska länder skärpt sina restriktioner under hösten, som en följd av den alltmer omfattande smittspridningen, och att flera länder nu är i princip helt nedstängda. Restriktionerna har skärpts påtagligt även i Sverige. Oron för nya, mer smittsamma varianter av viruset har bidragit till att begränsningsåtgärderna hittills ligger kvar, trots att smittan dämpats något på sistone. I prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport antas att vaccinationerna bidrar till att pandemin dämpas och att restriktionerna börjar lättas gradvis under det andra kvartalet i år. Osäkerheten om den fortsatta smittspridningen och omfattningen på begränsningsåtgärderna är dock fortsatt hög.

Pandemins återverkningar på den globala ekonomin har under hösten och vintern varit mildare än i våras. Det gäller framför allt tillverkningsindustrin, som i ganska liten utsträckning har påverkats av de nya nedstängningarna i Europa samtidigt som den gynnats av en stark utveckling i Asien. Däremot har hushållens konsumtion sjunkit på nytt och möjligheterna att resa har återigen begränsats. Länder som i vanliga fall tar emot många turister riskerar därför att drabbas hårdare än länder som exempelvis Tyskland och Sverige, där tillverkningsindustrin är viktigare. Från och med andra kvartalet i år väntas den ekonomiska aktiviteten åter stiga och BNP-tillväxten i omvärlden bedöms bli högre än normalt både i år och nästa år. En viktig faktor när det gäller styrkan i återhämtningen är förväntningar om fortsatt expansiv ekonomisk politik i euroområdet och USA. De nyligen föreslagna finanspolitiska stimulanserna i USA är värda att nämna i detta sammanhang.

I det utkast till penningpolitisk rapport som nu ligger på direktionsbordet tecknas en något ljusare bild av återhämtningen än i prognosen från november. Den ekonomiska statistik som publicerats sedan slutet av november visar att inbromsningen i svensk ekonomi blivit lindrigare än befarat. Exempelvis har svensk tillverkningsindustri nu gott och väl återhämtat det fall i produktionen som inträffade i våras. Men hushållens konsumtion har åter fallit och läget är fortsatt bekymmersamt inom flera tjänstebranscher, exempelvis turism- och besöksnäringarna. Tudenningen inom svensk ekonomi och dess påverkan på den väntade återhämtningen har varit en viktig fråga i beredningen av dagens penningpolitiska beslut.

Från och med andra kvartalet i år väntas hushållen åter kunna konsumera gradvis mer av de tjänster som man fått avstå från under pandemin och då sker en jämförelsevis snabb återhämtning i produktionen. Den ökade aktiviteten inom tjänstebranscherna innebär också att efterfrågan på arbetskraft ökar och att arbetslösheten fortsätter att falla. Prognosen för arbetslösheten har justerats ned jämfört med november men arbetslösheten väntas trots det vara betydligt högre än före pandemin, både i år och nästa år.

Den expansiva ekonomiska politiken har i betydande grad dämpat krisens effekter på företagen och på hushållens inkomster och den bedöms spela en central roll även framöver.

Penningpolitiken har bidragit till att hålla nere räntorna på lån till företag och hushåll och till att tillgången på krediter varit god. Genom finanspolitiska beslut har stöd riktats till de företag och anställda som drabbats särskilt hårt av pandemin. Att företagen i dessa branscher inte slås ut är en viktig förutsättning för att återhämtningen ska kunna gå relativt snabbt, när smittspridningen väl dämpas.

Utsikterna för inflationen bedöms i stora drag vara oförändrade jämfört med prognosen från november. I november och december var KPIF-inflationen fortsatt låg, även om priserna ökade något snabbare än väntat. Högre energipriser har bidragit till att prisökningstakten den närmaste tiden har reviderats upp i prognosförslaget. Mätproblem och förändrade konsumtionsmönster på grund av pandemin bidrar till att KPIF-inflationen blir volatil i år, något som diskuteras i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport. Från och med nästa år bedöms inflationen stiga mer stadigt och mot slutet av prognosperioden väntas KPIF-inflationen vara nära 2 procent. Faktorer som bidrar till den bedömningen är ett snabbt stigande resursutnyttjande, ett kostnadstryck som gradvis blir högre och att förstärkningen av kronans växelkurs avstannar.

Prognoserna bygger på den penningpolitik som avdelningen för penningpolitik bedömer kommer att samla en majoritet av direktionen vid dagens penningpolitiska möte. Köpen av värdepapper fortsätter under året, reporäntan hålls oförändrad på noll procent och Riksbanken fortsätter att erbjuda likviditet inom alla de program som sjösattes i fjol. I en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport beskrivs Riksbankens plan för köp av värdepapper under innevarande år och för innehavet av värdepapper på längre sikt.

Vid dagens möte föreslås att direktionen fattar beslut om hur köpen av värdepapper under andra kvartalet i år ska fördelas på olika typer av tillgångar. Detaljerna i förslaget återges i protokollsbilaga B och innebär bland annat att Riksbanken köper statsskuldväxlar i en sådan omfattning att innehavet av sådana växlar under det andra kvartalet ökar från 10 till 20 miljarder kronor. Förslaget innebär även köp av nominella och reala statsobligationer, inklusive statens gröna obligationer, för sammanlagt 12 miljarder kronor. Riksbanken äger redan en stor andel av de utestående nominella statsobligationerna med löptider under 10 år. Enligt förslaget kommer Riksbanken därför att under det andra kvartalet köpa statsobligationer med längre löptider.

Förslaget innebär dessutom att Riksbanken under det andra kvartalet i år köper obligationer utgivna av kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB för 15 miljarder kronor och säkerställda obligationer utgivna av svenska institut för 60 miljarder kronor. Dessutom ska

Riksbanken erbjuda sig att köpa företagscertifikat utgivna av svenska icke-finansiella företag till ett sådant belopp att Riksbankens innehav inte överstiger 32 miljarder kronor.

Riskenheten har analyserat förslaget på penningpolitiska åtgärder och bedömer att det inte medför någon ökad risk jämfört med det penningpolitiska beslut som fattades i november. Riskenheten hänvisar därmed till utlåtandet från november.

Heidi Elmér, chef för avdelningen för marknader, redogjorde för ytterligare detaljer i Protokollsbilaga B.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad och utkastet till ny penningpolitisk rapport, inklusive förslaget till ny reporänteprognos. Jag ställer mig också bakom förslaget i protokollsbilaga B om inriktningen för fortsatta köp av värdepapper.

Därutöver har jag några ytterligare kommentarer till dagens beslut och jag tänkte börja med en reflektion om samspelet mellan pandemin och de globala finansiella marknaderna.

När detta möte hålls är det 11 månader sedan Världshälsoorganisationen slog fast att covid-19 var en pandemi. Under den tilltagande smittspridningen och tilltagande levnadsrestriktionerna i flertalet länder ökade turbulensen på de finansiella marknaderna. Den stora osäkerheten om hur makroekonomin skulle utveckla sig framåt sänkte priserna på riskfyllda tillgångar och fördrade finansieringen för lån till företag och hushåll. Många centralbanker, däribland Riksbanken, gjorde därför snabbt stora insatser för att stabilisera de finansiella förhållandena så att den makroekonomiska chocken inte skulle förvärras av kreditrestriktioner eller fördrade lån. En sådan utveckling skulle kunna leda till en mer fundamental finanskris. Under månaderna som följde sjönk emellertid räntenivåerna och priserna på mer riskfyllda tillgångar återhämtade sig.

Efter några månader av ljusare utveckling förvärrades pandemin återigen i höstas och levnadsrestriktionerna skärptes återigen i många länder inklusive Sverige.

Men till skillnad mot utvecklingen under våren var finansmarknadsförloppet istället betydligt lugnare. Pandemiförsämringen gav inte samma negativa finansiella effekter som under våren. Förmodligen berodde den annorlunda responsen på att flera positiva besked om vaccin publicerades under samma tidsperiod. Men även vetskapen att den samlade ekonomiska politiken förblir mycket stödjande för makroförloppet bidrog med all sannolikhet också. Att

Riksbanken upprätthåller sin nuvarande penningpolitik bidrar till att hålla räntor låga och till att kreditgivningen förblir expansiv.

Penningpolitiken bidrog därmed till att den ekonomiska utvecklingen i Sverige under fjärde kvartalet, trots pandemiförsämringen, inte blev fullt så svagt som Riksbanken prognostiserade i november. Det verkar som att det svenska samhället har blivit bättre på att hålla igång den ekonomiska aktiviteten trots att levnadsrestriktionerna måste betraktas som minst lika stränga som de som gällde under förra våren.

Inkommande data har alltså överraskat positivt jämfört med bedömningen från november och det motiverar vissa upprevideringar av prognosen. En positiv faktor är att inflationsförväntningarna inte fortsatt sjunka utan istället enligt vissa mått har stigit något. Stabila inflationsförväntningar är ju som bekant centralt för att ett inflationsmål ska kunna fungera som ankare för pris- och lönebildningen och är extra värdefullt i tider som de nuvarande, när den ekonomiska utvecklingen är särskilt svårbedömd.

Även om utsikterna alltså blivit något ljusare räcker inte den reviderade prognosen för att i nuläget ändra på den penningpolitiska planen. Även om medicinen fortsätter fungera, det vill säga krediter flödar och till låga räntor, är de ekonomiska utsikterna fortsatt osäkra och inflationen prognostiseras förbli under målet de närmaste tre åren. Det finns alltså skäl att vara uthållig med den expansiva penningpolitiken eftersom pandemin kan överraska igen. Därför är det klokt att direktionen prognostiserar att hålla portföljen på ungefär den nivån som den når i slutet av 2021, också under loppet av hela året 2022.

Så långt den hittills förda politiken. Jag vill avsluta med några ord om mina preferenser om huvudscenariot i rapporten inte skulle infrias.

I ett scenario där behovet av penningpolitiskt stöd ökar ytterligare anser jag det fullt möjligt att sänka reporäntan. De exakta omständigheterna som motiverar en räntesänkning är svåra att annonsera på förhand, men ett tydligt fall i inflationsförväntningarna - exempelvis drivet av en snabb och kraftig förstärkning av kronans växelkurs - skulle vara en övertygande faktor för mig för att stödja ett beslut att sänka reporäntan till negativa nivåer igen.

Ett scenario där återhämtningen istället går snabbare, med följden att inflationen snabbare når inflationsmålet, behöver inte vara ett skäl till att på olika sätt göra penningpolitiken mindre expansiv än den plan direktionen har för närvarande. En inflation som överstiger målet skulle istället kunna bidra till att inflationsförväntningarna tydligare förankras nära 2 procent, och på så sätt vara bra för pris- och lönebildningen.

Vice riksbankschef Per Jansson:

Jag ställer mig bakom de ekonomiska bedömningarna och de penningpolitiska antagandena i utkastet till penningpolitisk rapport. Som vanligt ska jag börja med att kommentera den aktuella inflationsbilden och inflationsutsikterna. Därefter går jag över till att ge min syn på det penningpolitiska läget.

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte har vi fått två nya inflationsutfall, för november och december. Utfallet för KPIF-inflationen i december uppgick till 0,5 procent. Med energipriserna borträknade fortsätter inflationen att vara högre, 1,2 procent. Både inklusive och exklusive energipriser underskattades inflationen i december, med 0,5 respektive 0,2 procentenheter. Därmed kan konstateras att energipriserna är en viktig förklaring till de oväntat snabba prisökningarna men att det också finns vissa andra priser som just nu bidrar till att inflationen ökar lite mer än förväntat.

Den här slutsatsen understryks av utvecklingen av Riksbankens olika mått på underliggande inflation. Riksbanken gör visserligen inga prognoser på hur dessa inflationsmått ska utvecklas men att i stort sett samtliga mått har ökat sedan det penningpolitiska mötet i november ger ändå en fingervisning om att inflationstrycket mer generellt nu överraskar lite på uppsidan. Medianen för måtten uppgår med de nya utfallen till 1,2 procent, att jämföra med 1,1 procent vid beräkningen i samband med novemberrapporten. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, uppgick i december bägge till 1,6 procent.² Även om inflationsmålet är formulerat i termer av hela KPIF fortsätter jag, precis som tidigare under pandemin, att fästa lite extra stor vikt vid KPIF-inflationen rensad för energipriser och andra mått på den mer underliggande inflationsutvecklingen.

Utöver mått på den mer trendmässiga inflationstakten är det för stunden särskilt viktigt att följa utvecklingen av inflationsförväntningarna hos olika aktörer. 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 några 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, månadsundersökningen för januari, som bara avser penningmarknadens aktörer, och den större kvartalsenkäten för december, som bland annat också mäter förväntningarna hos

² Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

arbetsmarknadsorganisationerna. Enligt undersökningen i januari är de mer långsiktiga, femåriga inflationsförväntningarna för penningmarknadens aktörer, efter en liten nedgång i december, tillbaka på ungefär samma nivå som vid vårt novembermöte, 1,8 procent.³ Jämfört med i våras kan en tydlig uppgång i förväntningarna på fem års sikt bland penningmarknadens aktörer noteras. Det är naturligtvis en välkommen utveckling.

Även resultaten i den större kvartalsundersökningen för december är i huvudsak positiva. Inköpschefernas femårsförväntningar är visserligen något lägre än tidigare men här är det viktigt att notera att den föregående enkäten gjordes under en period då det fortfarande fanns hopp om att en andra våg av smittspridning skulle kunna undvikas.⁴ Till bilden hör också att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna är lite högre än i den förra undersökningen. Uppgången är förvisso inte särskilt stor – bara en dryg halv tiondel av en procentenhet – men den bryter en nedåtgående trend i förväntningarna allt sedan pandemins utbrott. Det är förstås glädjande, inte minst eftersom man hade kunnat befara att den ökade smittspridningen mot slutet av fjolåret skulle kunna ha inneburit en fortsättning på den negativa trenden för arbetsmarknadsorganisationernas inflationsförväntningar. Med undantag för inköpscheferna i tillverkningsindustrin överstiger samtliga utfall i den senaste kvartalsundersökningen 1,7 procent. Och för dessa inköpschefer ligger utfallet bara drygt tre hundradelar av en procentenhet under 1,7 procent.

Långsiktiga inflationsförväntningar kan också beräknas från prissättningen på olika finansiella marknader. Jag har tidigare påpekat att det kan vara svårt att tolka marknadsbaserade mått på förväntad inflation i ett läge med omfattande centralbanksinterventioner och stor osäkerhet. Men trenderna på de här marknaderna är nu tydliga i flera länder, och understryker att det börjar finnas en ganska allmänt utbredd uppfattning om att inflationstrycket kommer att stiga framöver. Utvecklingen är än så länge inte alls dramatisk och ses nog hittills snarast som något positivt i de berörda länderna. Men skulle trenderna med stigande inflationsförväntningar och fallande realräntor fortsätta, och kanske till och med förstärkas, kan avvägningarna i penningpolitiken så småningom bli svåra. Särskilt problematiskt skulle situationen kunna bli om realekonomin samtidigt utvecklades svagt.

Den ganska stabila och sammantaget något ljusare inflationsbilden, i kombination med energipriser som stiger snabbare än väntat och vissa tekniska justeringar sammanhängande med KPI-vikterna⁵, gör att det i utkastet till penningpolitisk rapport nu föreslås förhållandevis påtagliga

³ Jag fokuserar som vanligt på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen ofta är lägre.

⁴ Data till den föregående kvartalsenkäten för september samlades in under perioden 24 augusti till 8 september.

⁵ Se fördjupningen "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen" i utkastet till penningpolitisk rapport.

upprevideringar av prognosen för KPIF-inflationen på kort sikt. Under första halvåret i år väntas KPIF-inflationen därmed ligga mycket nära inflationsmålet och till och med tillfälligt överskrida det. Exklusive energipriser beräknas inflationen också bli högre men här är upprevideringen mindre och mer kortvarig. Från och med 2022 är prognosjusteringarna i huvudsak små. Förloppsmässigt väntas inflationen gradvis avta under andra halvåret i år, till följd av bland annat effekter från den tidigare kronförstärkningen. Under 2022 och resten av prognosperioden stiger inflationen gradvis igen, mot bakgrund av en starkare efterfrågan, snabbare löneökningar och högre inflation i omvärlden. Precis som i novemberprognosen är KPIF-inflationen i linje med inflationsmålet mot slutet av prognosperioden.

Med detta går jag över till att runda av mitt inlägg med några kommentarer kring penningpolitiken. Inflationens bild och inflationsutsikterna, som jag just har gått igenom, är sådana att jag i dagsläget bedömer att det är lämpligt att inte göra några förändringar i utformningen av penningpolitiken, i linje med antagandena i utkastet till penningpolitisk rapport. Planen för värdepappersköpen under andra kvartalet preciseras men detta sker inom den ram om 700 miljarder kronor som vi tidigare har beslutat om. Köpbeloppet under kvartalet kommer att uppgå till 100 miljarder kronor, vilket är något mindre än under första kvartalet då värdepapper för 120 miljarder kronor ska förvärfvas. En något mer expansiv penningpolitik skulle förvisso öka tryggheten kring att vi framöver verkligen kommer att klara av att få upp inflationen på det sätt vi tänker oss det. Men samtidigt har inflationsbild och inflationsutsikterna förbättrats något sedan vårt senaste penningpolitiska möte och det finns inga tecken på att förtroendet för inflationsmålet skulle vara på väg att vika. I det läget tycker jag ändå att det är bäst att lämna politiken oförändrad för att inte i onödan slösa med det krut som finns kvar. Utrymmet som nu finns för att göra penningpolitiken mer expansiv – oavsett om det gäller sänkningar av reporäntan eller andra åtgärder – är trots allt inte obegränsat.

Somliga menar att det nu är dags att börja göra penningpolitiken mindre expansiv, eftersom utvecklingen på olika finansiella marknader har förbättrats påtagligt sedan i våras och för stunden är stabil. Riksbankens interventioner är numera onödiga och stjälper mer än de hjälper, heter det. Men den här slutsatsen tycker jag är lite farlig att dra när den utveckling vi idag ser på olika marknader rimligen är betingad på att centralbankerna avser att fortsätta med sitt stöd ännu en tid. Det har ju centralbankerna varit väldigt tydliga med i sin kommunikation. Det är i sammanhanget också av betydelse att inflationen fortfarande är långt under målet och att inflationsutsikterna fortsatt omgärdas av stor osäkerhet, bland annat mot bakgrund av risker för en tredje våg i smittspridningen. Jag delar därför synen i utkastet till penningpolitisk rapport att

penningpolitiken bör kännetecknas av en försiktighetsprincip, där det är viktigt att stödåtgärderna inte minskar för tidigt.

Den centrala frågan i penningpolitiken för mig är just nu inte att fundera på när stödåtgärderna ska avslutas utan snarare vad som kan göras ifall ett läge skulle uppstå där det blir nödvändigt med ytterligare stimulanser. Det jag tänker på i första hand här är att det börjar uppstå mer allvarliga förtroendeproblem för inflationsmålet. Och i detta sammanhang vill jag gärna upprepa det som jag sade på vårt penningpolitiska möte i november: Om det skulle uppstå ett behov av att göra penningpolitiken tydligt mer expansiv tror jag inte att det räcker med att bara genomföra tillgångsköp, då måste också reporäntan sänkas. Jag är emellertid inte beredd att experimentera med en så kallad djupt negativ reporänta, det vill säga gå ner på flera procents negativ ränta.⁶ 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.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell under prognosperioden. Vidare ställer jag mig bakom förslagen vad gäller värdepappersköp under andra kvartalet 2021.

Under 2020 avled 98 000 personer i Sverige. Av dessa avled 9 800, eller 10 procent, på grund av covid-19. Nio av tio avled av andra orsaker. Det årliga genomsnittet för antalet avlidna under åren 2015-2019 är drygt 91 000 personer. Jämfört med detta var antalet avlidna under 2020 7 000 högre. Under 2018 avled många eftersom antalet personer som drabbades av influensa var högt. Om man jämför antalet avlidna under 2020 med antalet avlidna under 2018 visar det att antalet under fjolåret var 6 000 personer högre.

Sett till antalet avlidna kulminerade den första vågen av pandemin i Sverige i början av maj 2020 då i genomsnitt knappt 90 personer avled varje dag av covid-19.⁷ Motsvarande siffra från slutet av augusti till början av oktober var 2 avlidna per dag i genomsnitt. Därefter kom den andra vågen av pandemin. Den andra vågen kulminerade i mitten av januari 2021 då antalet avlidna av

⁶ Kenneth Rogoff exemplifierar en djupt negativ ränta ("deeply negative interest rates") med en räntenivå på minus 3 procent eller lägre (<https://think.ing.com/opinions/the-case-for-deeply-negative-interest-rates/>).

⁷ Jag har beräknat det genomsnittliga antalet avlidna av Covid-19 under de senaste 30 dagarna för varje dag baserat på data från Folkhälsomyndigheten.

covid-19 per dag uppgick till drygt 90 personer. Sedan dess är trenden för antalet avlidna avtagande.

Antalet intensivvårdade på grund av covid-19 under den första vågen nådde sin topp under första delen av maj 2020 med drygt 500 personer.⁸ Antalet sjönk därefter till slutet av september 2020 och bottnade på cirka 16 personer i intensivvård. Antalet personer i intensivvård började sedan öka under den andra vågen. Antalet kulminerade på cirka 350 intensivvårdade på grund av covid-19 per dag i mitten av januari 2021. Den andra vågens topp var alltså betydligt lägre än den första vågens.

Nu har vaccineringen mot covid-19 kommit igång och fler har blivit immuna genom att ha haft infektionen. Detta är två fakta som talar för att smittspridningen kommer att minska. Men oavsett detta är det utifrån ekonomisk utgångspunkt mest intressanta anser jag att sambandet mellan pandemins omfattning och den ekonomiska aktiviteten uppenbart inte är stabilt. Även om den andra vågen har medfört en nedgång i den ekonomiska aktiviteten har denna inte alls varit av samma storleksordning som under den första vågen.

Svensk BNP väntas minska med 2,8 procent under 2020 jämfört med 2019 enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Detta är en avsevärd upprevidering jämfört med den penningpolitiska rapporten i november då BNP-fallet under 2020 prognosticerades till 4,0 procent. För innevarande år är prognosen i utkastet till penningpolitisk rapport en ökning på 3,0 procent. Detta är en upprevidering jämfört med den föregående penningpolitiska rapporten då prognosen var en BNP-ökning under 2021 på 2,6 procent,

Visserligen är det i ett kortsiktigt perspektiv bra att den ekonomiska återhämtningen är så pass stark. Samtidigt är det bekymmersamt på längre sikt med de drakoniska nedstängningsåtgärderna som alldeles uppenbart har starkt negativa effekter exempelvis på utbildningssystemets kvalitet på alla nivåer.

KPIF är målvariabel för penningpolitiken sedan 2017. Vid den senaste inflationsmätningen i december låg den årliga ökningstakten för KPIF på 0,5 procent. Det glidande medelvärdet över tolv månader för KPIF-inflationen låg också på 0,5 procent. Vi är en bra bit från målet på 2 procent.

Samtidigt är inflationsstatistiken svårtolkad under den nuvarande ekonomiska krisen.⁹ 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

⁸ Jag har beräknat det genomsnittliga antalet personer i intensivvård på grund av Covid-19 under de senaste 30 dagarna för varje dag baserat på data från Intensivvårdsregistret.

⁹ Jag diskuterar detta närmare i mitt tal "Penningpolitik under den ekonomiska krisen" som hölls i juni 2020.

konsumtionsmönstret avviker mycket från det konsumtionsmönster som antas genom de vikter som används när konsumentprisindex beräknas. Forskningen visar också att imputeringar och ändrade konsumtionsmönster medför att inflationsstatistiken tenderar att underskatta den faktiska utvecklingen av levnadskostnaderna. Detta diskuteras närmare i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport.

Enligt den senaste månadsstatistiken från Arbetsförmedlingen var det genomsnittliga antalet inskrivna arbetslösa i relation till den registerbaserade arbetskraften 8,8 procent i december 2020. Det var en kraftig ökning med 1,4 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare då motsvarande tal låg på 7,4 procent. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I december 2020 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 4,0 procent. Samma månad ett år tidigare var andelen 3,3 procent. Ökningen under det senaste året har varit hela 0,7 procentenheter.

Uppgången i arbetslöshet var bred framförallt under första delen av 2020. Alla grupper drabbades, starka såväl som svaga. Nu finns det tydliga tecken på att tillsvidareanställda har klarat krisen bättre än andra grupper. Detta framgår i utkastet till penningpolitisk rapport. Ett skäl till detta är att de tillsvidareanställda har kunnat få del av åtgärder som exempelvis korttidsarbete.

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 2020 vidtogs drakoniska åtgärder runt om i världen, åtgärder som kraftigt minskade den ekonomiska aktiviteten. Under sommaren 2020 såg vi tecken på återhämtning på många håll i världen men nedstängningsåtgärderna kom tillbaka senare under hösten 2020. 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 2020. Den senast tillgängliga månadsmätningen för november 2020 visar glädjande på en ökning med 1,5 procent i årstakt. Detta är givetvis mycket positivt för ett utrikeshandelsberoende land som Sverige.

Jag övergår nu till mina penningpolitiska överväganden. Inflationsförväntningarna 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 2020 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 har marknadsräntorna hållits låga. Resultatet har, med andra ord, blivit både tryggad kreditförsörjning och expansiv penningpolitik.

Den ekonomiska aktiviteten har gått 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 hålla penningpolitiken fortsatt expansiv.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell under prognosperioden. Vidare ställer jag mig bakom förslagen vad gäller värdepappersköp under andra kvartalet 2021. Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport ställer jag mig också bakom.

Dixi!

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag ställer mig bakom de prognoser och analyser som presenteras i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Jag ställer mig även bakom förslaget att lämna reporäntan och reporäntebanan oförändrade samt förslaget för hur tillgångsköpen under andra kvartalet ska fördelas.

Vid vårt penningpolitiska möte i november noterade vi att pandemin hade tagit ny fart i såväl Sverige som viktiga länder i omvärlden. Smittspridningen hade ökat och nya restriktioner började införas. Som en följd reviderade vi ner prognoserna för både realekonomin och inflationen. Trots att smittspridningen sedan ökade snabbare än vad vi såg framför oss har de aggregerade ekonomiska konsekvenserna hittills blivit förhållandevis begränsade, och mindre än i vår prognos.

En ganska påtaglig förändring sedan senast är att inflationsförväntningarna har stigit. Det kan till viss del förklaras av att energipriserna har stigit och att inflationsutfallen kommit in överraskande högt i såväl Sverige som omvärlden. Men det har också börjat talas alltmer om högre inflation på

längre sikt, och särskilt de långsiktiga marknadsprissatta inflationsförväntningarna har stigit tydligt.

Efter många år med alltför låg inflation är de stigande inflationsförväntningar som vi hittills har sett huvudsakligen välkomna. Förväntningarna ligger nu i linje med inflationsmålen och kommer att underlätta för penningpolitiken att föra inflationen tillbaka mot målnivån.

Efter finanskrisen, den europeiska statskuldkrisen och nu coronakrisen har de finans- och penningpolitiska stimulanserna varit omfattande. Det går inte att avfärda ett scenario där snabb skulduppbyggnad i kombination med kvarvarande djupa strukturproblem och svag tillväxtpotential, främst i andra länder än Sverige, medför att stigande inflationsförväntningar ställer penningpolitiken inför svåra val. Risken för ett sådant här scenario ser jag dock än så länge som ganska liten, särskilt i Sverige.

De ekonomiska problemen blir visserligen inte lika stora om inflationen istället fortsätter att ligga lite under målet, men risken att ett sådant scenario infrias är större. Detta bland annat eftersom inflationstrycket fortfarande är svagt. Jag välkomnar därför de stigande inflationsförväntningar vi nu har sett och ser ingen anledning för penningpolitiken att reagera på dessa. Liksom tidigare bedömer jag därför att det kommer att finnas ett behov av en expansiv penningpolitik och låga räntor under lång tid framöver.

Realekonomin har alltså överraskat positivt samtidigt som smittspridningen blivit mer omfattande än vi såg framför oss i november. Det här förstärker bilden av coronakrisen som en väldigt speciell ekonomisk kris. Pandemins direkta effekter på ekonomin är omfattande. Vissa sektorer har drabbats mycket hårt och hushållen har valt eller tvingats att välja bort viss konsumtion.

Det anmärkningsvärda är att spridningseffekterna har blivit små. Hushållens sparande har visserligen ökat och hushållens totala konsumtion har fallit ganska påtagligt, men mycket tyder på att detta främst beror på utebliven konsumtion inom de områden som är direkt drabbade av restriktioner och ökat hemarbete. Jag ser i data inga tecken på ökat försiktighetssparande. Ett ökat försiktighetssparande skulle medföra att hushållen vill konsumera mindre inom alla utgiftsområden, något som skulle förstärka konjunkturedgången. Istället utvecklas många konsumtionsposter förhållandevis starkt. Den här bilden förstärks av att bostadspriserna stiger snabbt trots pandemin. Även företagens investeringar är förenliga med den här bilden. Nedgången i investeringar är blygsam i förhållande till krisens omfattning.

Allt det här tyder på att det finns förväntningar på en god ekonomisk utveckling när pandemin är över, men det indikerar också att stabiliseringspolitiken har varit framgångsrik.

Stabiliseringspolitiken kan inte förhindra att restriktioner medför minskad aktivitet i vissa sektorer. Men stabiliseringspolitiken kan mildra de ekonomiska konsekvenserna för de hushåll och företagare som drabbas av restriktionerna. Den kan också se till att finansmarknaderna fortsätter att fungera och att en finanskris därmed inte leder till en djupare ekonomisk kris. Och stabiliseringspolitiken kan mer allmänt bidra till att upprätthålla framtidstron och därmed konsumtions- och investeringsviljan.

Min uppfattning är alltså att stabiliseringspolitiken i såväl Sverige som omvärlden hittills har varit anmärkningsvärt framgångsrik i sin hantering av pandemins konsekvenser. På många håll sker dock detta, med nödvändighet, till priset av att strukturella problem sopas under mattan. Det gäller till exempel länder som redan före pandemin hade svaga offentliga finanser och olönsamma banksystem med en hög andel dåliga lån. Dessa problem kommer i framtiden att behöva hanteras. Och ju längre man skjuter detta på framtiden, desto svårare blir det. Det är dock knappast lämpligt att ta tag i problemen mitt under pandemin.

Låt mig nu övergå till mina överväganden kring dagens penningpolitiska beslut. Jag reserverade mig mot beslutet i november att utöka ramen för tillgångsköp med 200 miljarder kronor och förlänga programmet till årets slut. Jag ställer mig ändå bakom dagens beslut. Att nu ändra det beslut som nyligen fattats skulle leda till förvirring och osäkerhet.

I protokollbilaga B framgår att vi inom ramen för tillgångsköpsprogrammet på 700 miljarder kronor avser att räkna innehavet istället för de samlade köpen av statskuldväxlar. I praktiken innebär detta att ramen blir något större än vad som följde av vårt beslut i november. Eftersom jag reserverade mig mot den stora utökningen av ramen i november borde jag möjligen även reservera mig mot att ramen nu blir ännu större. Men jag anser att den här förändringen ändå främst är en teknisk justering som medför att programmet för köp av växlar dels blir tydligare när det delegeras till avdelningen för marknader, dels blir lättare att kommunicera externt. Jag tycker därför att det är bra att vi ändrar beslutet på det här sättet. För certifikat och växlar fattar vi alltså beslut om hur vårt innehav ska utvecklas. För obligationer fattar vi istället beslut om hur mycket vi ska köpa.

Beslutet idag innebär också att vi köper nominella statsobligationer med längre löptid än tidigare. Riksbankens tidigare köp har fördelats ganska jämnt över den utestående stocken, med undantag för att obligationerna med de längsta löptiderna underviktades under köpprogrammens inledande år. Över tid innebär den strategin att vi håller en större andel av de obligationer som funnits på marknaden längst tid, vilket vanligen är de obligationer som har kortast kvarvarande

löptid. För att Riksbankens ägarandel i enskilda obligationsutgåvor inte ska bli alltför stor kommer våra köp nu att inriktas på löptider från 10 år och uppåt.

Givet att vi vill köpa en viss mängd statsobligationer är det här en rimlig inriktning. Men jag bedömer att den penningpolitiska effekten av att köpa obligationer med långa löptider är liten. Detta bland annat eftersom det i Sverige är mycket sällsynt att hushåll eller företag tar upp lån eller ger ut obligationer med räntan bunden på längre löptider än fem år.

Att köpen av statspapper nu inriktas på statskuldväxlar och obligationer med lång löptid speglar alltså att vårt köpprogram redan är omfattande. Liksom vid mötet i november är min uppfattning att vi sannolikt kunde ha uppnått en lika expansiv penningpolitik med ett mindre köpprogram, där vi bland annat hade köpt mindre volymer statspapper.

Av utkastet till den penningpolitiska rapporten framgår att vi planerar att hålla tillgångsportföljen ungefär oförändrad under nästa år. Det är enligt mig en rimlig plan att nu ha som utgångspunkt. I linje med min reservation mot beslutet i november ser jag ingen anledning att fortsätta att expandera vårt innehav framöver. Samtidigt skulle det vara märkligt om vi fortsatte att utöka portföljen fram till årsskiftet för att sedan direkt lämna marknaden och därmed låta portföljen minska i storlek.

Jämfört med novembermötet är jag idag mindre oroad för att de ekonomiska förutsättningarna ska försämrats snabbt i närtid. Men vi behöver ändå ha en fortsatt beredskap att reagera på utvecklingar som annars skulle äventyra det expansiva genomslaget från penningpolitiken. Att sänka reporäntan kan i så fall bli aktuellt.

Trots att jag nu har framfört vissa invändningar ställer jag mig alltså bakom förslaget till dagens beslut så som det presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport och protokollsbilaga B. Mot bakgrund av det beslut som fattades i november ser jag det här som rätt beslut. Jag ställer mig även bakom de analyser och prognoser som presenteras i rapportutkastet.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Jag ställer mig bakom utkastet till penningpolitisk rapport, de prognoser som beskrivs i utkastet, och att lämna reporäntan oförändrad. Jag ställer mig också bakom förslaget till beslut i protokollsbilaga B, som beskriver våra tillgångsköp under andra kvartalet. Då bibehåller Riksbanken en penningpolitisk expansivitet som syftar till att stödja kreditförsörjningen och återhämtningen, samt se till att inflationen på sikt utvecklas i linje med vårt inflationsmål om 2 procent.

Jämfört med det förra penningpolitiska mötet i slutet av november i fjol ser läget nu något stabilare ut. Då hade den andra vågen av smittspridning lett till skärpta restriktioner och

återhämtningen i världsekonomin bromsade in. Pandemin kommer sannolikt att fortsätta att tynga den globala ekonomiska tillväxten i år, men motverkas nu av att vaccinationer mot covid-19 påbörjats. Och smittspridningen bland de utvecklade ekonomierna kan eventuellt avta i takt med att norra halvklotet går mot sommar. Sammantaget finns nu en ökad optimism om en återhämtning i världsekonomin. Den KIX-vägda BNP-nivån väntas i och för sig falla något under årets första kvartal, men därefter väntas återhämtningen komma igång igen.

För svensk ekonomi ser läget ljusare ut jämfört med vår bedömning i november. Den ekonomiska återhämtningen bromsade då in till följd av den andra vågen, men tappet i ekonomisk aktivitet blev mindre än under den första smittvågen för snart ett år sedan. Att Sverige, i ekonomisk mening, visat sig vara mer motståndskraftigt mot den andra vågen beror sannolikt på en rad faktorer. En faktor är att svensk export gynnats av att den globala industriproduktionen inte påverkats på samma sätt som i våras, och att världshandeln med varor i stort sett återgått till nivåerna före krisen. BNP-fallet under 2020 väntas nu bli mindre jämfört med vår tidigare bedömning, ett fall på knappt 3 procent. Och i takt med att smittspridningen avtar och återhämtningen internationellt kommer igång väntas en genomsnittlig svensk BNP-tillväxt under 2021-2023 på drygt 3 procent. Men återhämtningen ser ut att bli tudelad. Till exempel har tjänstesektorn påverkats mer av restriktionerna och återhämtningen där kan dröja om beteendeförändringar, säg vad gäller resor, blir bestående.

Även på den svenska arbetsmarknaden har utvecklingen under pandemins andra våg varit bättre än under den första. Under våren steg arbetslösheten med cirka 1,5 procentenheter till som högst 9,2 procent i juni. Trots den andra smittvågen under hösten har arbetslösheten sjunkit, till 8,7 procent i december. Framöver, i takt med att den ekonomiska tillväxten fortgår i Sverige bedöms arbetsmarknaden successivt förbättras, men inte förrän mot slutet av prognosperioden väntas arbetslösheten vara tillbaka på nivåerna före krisen.

Inflationstakten mätt med KPIF var låg under 2020, bland annat på grund av fallande energipriser. Under inledningen av 2021 väntar vi oss en högre inflationstakt, bland annat på grund av att energipriserna slutat falla och till och med stigit under senare tid, och på grund av tekniska förändringar i beräkningen av KPI. Vår bedömning är att inflationen i Sverige stiger i takt med att efterfrågan stärks, lönerna ökar något snabbare och inflationen i omvärlden stiger. I slutet av prognosperioden väntas KPIF-inflationen vara nära 2 procent.

I utkastet till penningpolitisk rapport tecknas bilden av en ekonomisk återhämtning som kommer igång igen i takt med att smittspridningen avtar och vaccinationsprogrammen rullas ut. I dagsläget är det här vår bästa prognos. Men den pandemi som drabbat världen är en unik händelse som vi inte har någon erfarenhet av, och det råder fortfarande stor osäkerhet om såväl

själva smittspridningen och om de mer långsiktiga effekterna på hushållens och företagens beteende. Det finns risker både på upp- och nedsidan, och exempel finns i en fördjupningsruta i utkastet till penningpolitisk rapport. En annan slags risk har att göra med varaktigheten i de ekonomisk-politiska åtgärder som satts in för att mildra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin. Som jag ser det är riskerna asymmetriska. Det vill säga riskerna förenade med att ligga kvar med krisåtgärderna under en längre tid är mindre än riskerna med att avveckla åtgärderna i framtid. Vad gäller penningpolitiken ser jag stora nedåtrisker med att avveckla det penningpolitiska stödet för fort. Det är viktigt för den ekonomiska återhämtningen och för vår måluppfyllelse vad gäller inflationsutvecklingen att det penningpolitiska stödet ligger kvar ett bra tag till.

Det har nu gått ungefär ett år sedan coronaviruset på allvar började sprida sig på olika håll, vilket sedan ledde till omfattande restriktioner och en kraftig inbromsning i den ekonomiska aktiviteten i världsekonomin. När de ekonomiska effekterna började bli tydliga i Sverige vidtog Riksbanken en rad olika åtgärder i syfte att först stabilisera de finansiella marknaderna under den inledande volatila delen av krisen, sedan för att trygga kreditgivningen och hålla räntor till företag och hushåll låga och hela tiden också med fokus på inflationsmålet. Det har varit en meny av åtgärder, från likviditetsstöd till olika slags tillgångsköp. Allt detta har inneburit förändringar i Riksbankens balansräkning, vars balansomslutning vuxit i omfattning, från cirka 900 miljarder kronor för ett år sedan till drygt 1 300 miljarder kronor i slutet av januari 2021. Riksbankens åtgärder liknar dem som många andra centralbanker vidtagit, och många andra centralbanker har sett sina balansräkningar växa under pandemin.

Jag menar att Riksbankens penningpolitik varit framgångsrik. De åtgärder som vi har vidtagit har varit avgörande för att motverka den stora turbulens som i våras hotade att växa till en ny finanskris. Penningpolitiken har bidragit till att upprätthålla kreditförsörjningen och på så sätt bidragit till att understödja återhämtningen i ekonomin. Och inflationen har hållits förvånansvärt stabil med tanke på den snabba inbromsningen i ekonomin.

I det här sammanhanget vill jag kort kommentera riksbankskommitténs förslag till ny riksbankslag. Det är minst sagt bekymmersamt att några av de åtgärder som Riksbanken vidtog 2020 hade varit omöjliga att få på plats i rimlig tid om utredningens förslag varit lag. Därtill argumenterar utredningen för en turordning bland de penningpolitiska verktygen som dels riskerar att leda till en Riksbank utan verktyg, dels är otidsenlig då den rimmar illa med hur dagens finansiella marknader ser ut. Kort sagt har riksbankskommittén lagt fram ett säreget förslag som skulle göra Riksbanken väldigt olik andra centralbanker. Detta innebär inte bara begränsningar i Riksbankens förmåga att uppfylla sitt uppdrag, utan gör det även svårare för Riksbanken att verka inom EU och globalt.

Jag har ställt mig frågan vilket problem kommittén försökt att lösa. Enligt mitt sätt att se är utredningens förslag ingen förbättring jämfört med dagens lagstiftning utan skapar nya problem.

Låt mig avsluta med att säga några ord om policymixen i Sverige. För att hantera den stora ekonomiska chock som pandemin inneburit har både finans- och penningpolitiken fått bidra med omfattande åtgärder. Vi ser nu konturen av en återhämtning, men den kommer att bli ojämnt fördelad över ekonomins olika sektorer och över olika grupper på arbetsmarknaden. Om åtgärder behövs för att stödja enskilda branscher eller särskilda grupper av arbetslösa krävs riktade åtgärder och här är finanspolitiken ett bättre alternativ än penningpolitiska lättnader, som oftast verkar mera brett.

Vice riksbankschef Anna Breman:

Riksbanken har sedan krisens börjat vidtagit omfattande åtgärder för att skapa förutsättningar för en god återhämtning i svensk ekonomi och för att värna inflationsmålet. Pandemin är inte över och dess ekonomiska konsekvenser tynger fortfarande svensk ekonomi. Det är viktigt att inte dra tillbaka Riksbankens åtgärder för tidigt. Jag stödjer därför förslaget om storlek och fördelning av värdepappersköpen under andra kvartalet, att behålla reporäntan oförändrad, samt den föreslagna reporäntebanan och den prognos och alternativscenarier som finns i utkastet till penningpolitisk rapport.

Låt mig börja med att kommentera den ekonomiska utvecklingen för att sedan gå in i de penningpolitiska övervägandena.

Sedan det senaste penningpolitiska mötet i november har vaccinering påbörjats och svensk ekonomi har utvecklats något bättre än väntat. Men, det är viktigt att inte ta ut konjunkturåterhämtningen i förskott av flera anledningar. Låt mig nämna tre.

För det första är det bara vissa branscher som har överraskat positivt. Att svensk BNP är lite högre än väntat förklaras till stor del av varuexporten och investeringarna. Samtidigt är många tjänstebanscher fortfarande hårt drabbade av restriktioner och hushållens befogade oro för smittspridning. Hushållens konsumtion har utvecklats lika svagt som väntat, vilket bidrar till en modest utveckling av importen. Stark export men svag import gav ett stort nettoexportbidrag under 2020 som ger positiv effekt på BNP-tillväxten. Det är utmärkt att svensk industri är konkurrenskraftig och visar styrka. Men för Riksbankens uppdrag att upprätthålla prisstabilitet är utvecklingen för inhemska tjänstenärings och hushållens konsumtion centrala.

För det andra kommer svensk återhämtning som alltid att vara beroende av utvecklingen i vår omvärld. Euroområdet är särskilt viktigt. Under pandemin har antalet konkurser minskat inom euroområdet som en effekt av moratorier och stödåtgärder samtidigt som utlåningen till företag

har ökat kraftigt. Tyvärr kan företag som lyckades övervintra den första vågen ha svårt att klara en andra och tredje våg. Det kommer dock ta tid innan fler konkurser syns i den officiella statistiken. Dåliga lån kan skapa finansiella problem i länder med svaga banksystem. Det riskerar att hämma återhämtningen inom euroområdet vilket kan spilla över på Sverige.

För det tredje, pandemin har hittills blivit mer utdragen och långvarig än vad många hade förväntat sig. De branscher som drabbats mest är sysselsättningsintensiva tjänstesektorer. Ju längre krisen pågår desto större är riskerna för persistenseffekter på arbetsmarknaden. Vi ser redan nu att långtidsarbetslösheten har stigit i Sverige och i många andra länder, vilket också kan dämpa återhämtningen.

Sammantaget är jag försiktigt optimistisk att en återhämtning kan gå snabbt när vaccinationer har distribuerats brett i samhället. Men det är viktigt att ha beredskap för bakslag. Det innebär också att kostnaden av att dra tillbaka penningpolitiskt stöd för tidigt är hög. Det leder mig in på de penningpolitiska övervägandena vid dagens möte.

Penningpolitiken bör vägledas av att upprätthålla prisstabilitet och nå inflationsmålet på medellång sikt. Tre aspekter på detta tycker jag är bra att lyfta fram i dagsläget: För det första, att prognosticera återhämtningen och inflationen efter historiska mönster kan bli missvisande. Under finanskrisen var hushållens konsumtion relativt stabil medan export och investeringar föll kraftigt. Under pandemin är det hushållens konsumtion och delar av inhemska tjänstesektorn som tynger medan exporten och investeringar har återhämtat sig snabbt. Som jag redan har nämnt kan denna komposition i tillväxten ha påverkan för inflationens utveckling under kommande år.

För det andra kvarstår pandemirelaterade mätproblem för inflationen, vilket är väl beskrivet i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport. I de senaste utfallen har inflationen varit något högre än väntat och inflationsförväntningarna har stigit något. I närtid är det troligt att inflationen stiger ytterligare till följd av höga energipriser och mätproblem. På samma sätt som låga energipriser och imputeringar bidrog till att pressa ned inflationen under 2020 är det viktigt att se igenom dessa kortsiktiga fluktuationer under kommande år. Att inflationen varit något högre än väntat i närtid är därför inget argument för att börja strama åt penningpolitiken i närtid. Inte heller i ett scenario där inflationen stiger snabbare än i prognosen behöver penningpolitiken göras mindre expansiv då en inflation över målet kan bidra till att stabilisera de långsiktiga inflationsförväntningarna.

För det tredje, nuvarande räntenivåer reflekterar förväntningar om att Riksbankens åtgärder bibehålls. En nedtrappning riskerar att medföra stigande räntekostnader för hushåll och företag och orsaka en finansiell åtstramning. Ett för snabbt tillbakadragande av expansiv penningpolitik

skulle riskera den ekonomiska återhämtningen och bidra till att varaktigt negativa effekter av krisen biter sig fast.

Jag stödjer därför den allmänna inriktningen på penningpolitiken. Det är dock fortfarande min bedömning att det hade varit tillräckligt med en mindre ram för andra halvåret 2021 och att det inte var nödvändigt att inkludera statsskuldväxlar. I detta sammanhang är det dock värt att notera att, som den preliminära planen för andra halvåret 2021 ser ut, kommer förfallen under hösten 2021 inte att återinvesteras fullt ut. Det är viktigt att detta inte uppfattas som en nedtrappning utan det sker av tekniska skäl för att inte skapa för stora svängningar i köptakt mellan olika kvartal. Dessutom reserveras utrymme för köp av företagscertifikat som med nuvarande utveckling troligtvis inte kommer utnyttjas. Det gör att förväntade köp av värdepapper under andra halvåret 2021 i praktiken är ganska nära min föredragna storlek. Att sedan upprätthålla innehavet under 2022 är bra. Mer detaljer kring detta finns i fördjupningen i utkastet till penningpolitisk rapport.

Det sista jag vill kommentera om penningpolitiken är möjligheten till en reporäntesänkning. Om vaccineringarna kommer igång för breda grupper i samhället, och vi ser en minskad smittspridning och färre restriktioner, kan en räntesänkning vara ett effektivt verktyg för att bidra till en bred efterfrågestimulans och att inflationen stiger mot målet. Om en räntesänkning är lämplig kommer dock vara situationsberoende och som alltid måste fördelar vägas mot eventuella nackdelar.

Som vid tidigare möten vill jag lyfta fram att finanspolitiken har en viktig roll att spela i denna kris. Finanspolitiken har möjlighet att ge riktade åtgärder till de hushåll och företag som drabbas hårdast av krisen. Strukture reformer skulle också vara välkommet, exempelvis för att hantera problemen på svensk bostadsmarknad. Så länge det finns en högre efterfrågan än utbud av bostäder är det troligt att priser och skuldsättning kommer att fortsätta öka. Det leder till behov av skärpta makrotillsynsåtgärder som riskerar att försvåra möjligheterna att flytta till jobb och ny bostad för många hushåll. För att minska riskerna med en dåligt fungerande bostadsmarknad krävs breda reformer inom bostads- och skattepolitiken.¹⁰

Sammanfattningsvis vill jag betona att jag ser behov av en expansiv penningpolitik under en tid framöver. Att dra tillbaka Riksbankens nuvarande åtgärder för tidigt riskerar att hämma den återhämtning som påbörjats. Det är dessutom fortfarande viktigt att ha en hög beredskap för att använda alla våra verktyg om utvecklingen skulle bli sämre än väntat.

¹⁰ För en diskussion om de förhöjda riskerna för den finansiella stabiliteten, se Riksbankens rapport Finansiell stabilitet 2020:2.

§3c. Diskussion

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag har en kommentar apropå det Henry Ohlsson sa om mätproblem i KPIF. Det är, som Henry sa, välkänt att det finns stora mät- och metodproblem när inflationen ska mätas. En del av problemen kan leda till att KPIF-måttet systematiskt under- eller överskattar den "sanna" inflationstakten, om man nu kan tala om en sådan. Men det viktiga är inte att den sanna inflationen ska ligga kring två procent i genomsnitt. Det viktiga är att med inflationsmålet lägga fast ett tydligt nominellt ankare som en grund för pris- och lönebildningen i ekonomin. I Sverige har vi uttryckt inflationsmålet i termer av KPIF-inflationen. Det är alltså KPIF-inflationen så som den mäts som ska vara två procent i genomsnitt.

För att kunna utforma penningpolitiken på rätt sätt är det viktigt att vi förstår om KPIF-måttet påverkas av temporära faktorer, till exempel av snabbt förändrade konsumtionsmönster under pandemin. Det är också viktigt för oss att förstå om det sker strukturella förändringar som över tiden påverkar hur KPIF-måttet förhåller sig till det underliggande inflationstrycket.

Om vi bedömer att KPIF-måttet systematiskt underskattar den sanna inflationen ser jag däremot inte detta som ett skäl att vara nöjda med en KPIF-inflation som i genomsnitt blir lägre än tvåprocentmålet.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Det grundläggande syftet när man mäter konsumentprisernas förändring är att ta reda på hur levnadskostnaderna har utvecklats för ett genomsnittligt svenskt hushåll. Vi tar KPIF:s förändring som måttet på vad som har hänt med levnadskostnaderna. Men det är viktigt att se att KPIF bara är ett sätt att mäta det som vi i grunden vill ha reda på.

Under 2020 vet vi att beräkningar av konsumentprisindex inte riktigt motsvarar den faktiska utvecklingen av levnadskostnaderna. Ingen kritik mot dem som gör dessa beräkningar, det är svårt att göra sådana beräkningar när konsumtionsmönstret ändrar sig kraftigt under en ekonomisk kris. Men samtidigt vet vi att det är mycket troligt att konsumentprisindexmätningarna under 2020 sannolikt underskattar de verkliga ökningarna av levnadskostnaderna. Detta beror bland annat på att det verkliga konsumtionsmönstret under 2020 har avvikit från det mönster som antas vid beräkningen av konsumentprisindex. Det finns ingen anledning att kraftigt ifrågasätta beräkningarna av KPIF, däremot finns det all anledning att betrakta dessa beräkningar med större försiktighet än annars.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att behålla reporäntan oförändrad på noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 17 februari 2021,
- 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,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande onsdagen den 10 februari 2021 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde fredagen den 19 februari 2021 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Henrik Lundvall

Henrik Siverbo

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