

Redogörelse för penningpolitiken

2020



Redogörelse för penningpolitiken 2020

Riksbanken är en myndighet under riksdagen med ansvar för penningpolitiken i Sverige. Sedan 1999 har Riksbanken en självständig ställning gentemot riksdag och regering. Det innebär att de sex medlemmarna i Riksbankens direktion fattar beslut i penningpolitiska frågor utan att söka eller ta emot instruktioner. Ingen annan myndighet får heller bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitiken.

Hur Riksbanken genomför det uppdrag som delegerats till den följs upp på olika sätt av riksdagen. Bland annat ska riksdagens finansutskott varje år pröva om riksbanksfullmäktige och direktionen kan beviljas ansvarsfrihet för sin förvaltning under det gånga verksamhetsåret. Finansutskottet granskar och utvärderar också varje år den penningpolitik som Riksbanken fört under de närmast föregående åren. Riksbanken sammanställer och publicerar ett underlag för denna utvärdering.

Det material Riksbanken sammanställer är alltså ett underlag för utvärdering – inte en utvärdering i sig. Det innebär däremot inte att det endast är en ren sammanställning av siffror. Redogörelsen innehåller även analyser av utfall, prognoser och händelseförlopp eftersom Riksbanken anser att de som utvärderar penningpolitiken bör få bankens tolkningar av materialet. Det står sedan finansutskottet, och andra som vill utvärdera materialet, fritt att dela Riksbankens slutsatser eller göra andra tolkningar.

Kapitel 1 undersöker måluppfyllelsen 2020, och kapitel 2 redogör för den penningpolitik som bedrivits under året. Kapitel 3 analyserar träffsäkerheten i prognoserna 2018-2019 och alternativscenarierna 2020 medan kapitel 4 går igenom viktiga penningpolitiska frågor. Rapporten innehåller också ett antal fördjupningar om bland annat de långsiktiga konsekvenserna av coronakrisen och Riksbankens utvecklingsarbete.

Direktionen fattade beslut om Redogörelse för penningpolitiken den 23 mars 2021. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

Penningpolitiken i Sverige

Penningpolitisk strategi

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- För att illustrera att inflationen inte kommer att vara exakt 2 procent varje månad används ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent, vilket fångar cirka tre fjärdedelar av de historiska månadsutfallen av KPIF-inflationen. Riksbanken strävar hela tiden efter att inflationen ska nå 2 procent oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i de penningpolitiska besluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009 och under coronapandemin, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

Beslutsprocessen

Direktionen håller normalt fem penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om penningpolitiken. I samband med dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella beslutet och se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

Presentation av penningpolitiskt beslut

Det penningpolitiska beslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9.30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Pressmeddelandet anger också hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls dagen efter det penningpolitiska mötet.

Innehållsförteckning

1	Måluppfyllelse	5
1.1	Den ekonomiska utvecklingen och inflationen 2020	5
2	Penningpolitiken 2020	16
2.1	Riksbankens prognoser och bedömningar	16
2.2	Direktionens diskussion och penningpolitiska överväganden	27
2.3	Penningpolitiska beslut 2020	29
3	Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren	34
3.1	Även välgrundade prognoser kan slå fel, vilket blir extra tydligt i kriser	34
3.2	Förutsättningarna för prognoserna, penningpolitiken och måluppfyllelsen 2020 ändrades helt av pandemin	35
3.3	Den stora osäkerheten om det ekonomiska läget och utvecklingen förändrade prognosarbetet	37
4	Viktiga penningpolitiska frågor	48
4.1	Syftet med inflationsmålet	48
4.2	Den penningpolitiska debatten	50
4.3	Frågor inför framtiden	55
	FÖRDJUPNING – Coronakrisen visar behovet av flexibilitet i ny riksbankslag	62
	FÖRDJUPNING – Långsiktiga effekter av pandemin på svensk ekonomi	68
	FÖRDJUPNING – Riksbankens utvecklingsarbete	74
	Appendix - Diagram	77

1 Måluppfyllelse

Under 2020 präglades utvecklingen i Sverige och världen av coronapandemin. BNP och sysselsättningen föll kraftigt, men omfattande åtgärder av regeringar och centralbanker mildrade effekterna och förhindrade en finansiell kris. Riksbanken vidtog en rad åtgärder för att säkerställa att banker kan fortsätta att ge krediter till företag och hushåll till låga räntor. Inflationen låg under målet under året men de insatser som gjordes inom penningpolitiken bidrog till att inflationsförväntningarna på längre sikt har upprätthållits.

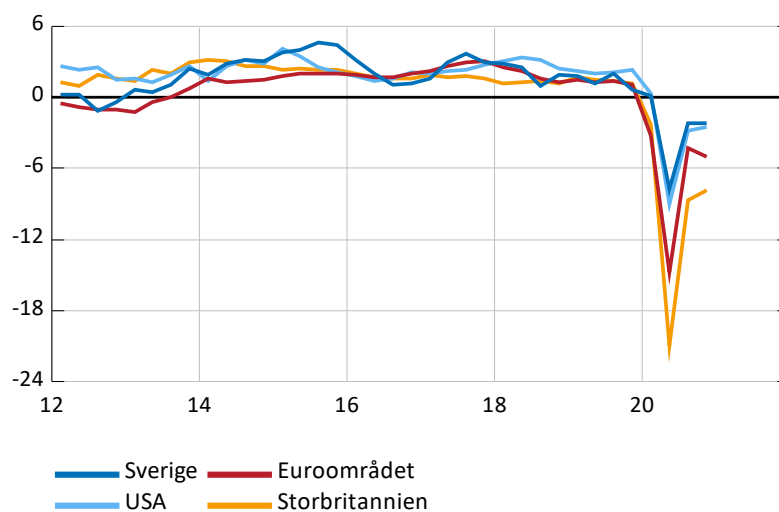
1.1 Den ekonomiska utvecklingen och inflationen 2020

Pandemin präglade utvecklingen 2020

Under 2020 präglades utvecklingen i Sverige och världen av pandemin och dess ekonomiska konsekvenser. Det var oundvikligt att BNP föll kraftigt (se diagram 1) trots att exceptionellt stora finans- och penningpolitiska åtgärder sattes in för att mildra effekterna och hindra spridningseffekter från de drabbade sektorerna till övriga delar av ekonomin och den finansiella sektorn. Pandemin drabbade tjänstesektorn särskilt hårt, i synnerhet besöksnära verksamheter som transport, hotell och restaurang, kultur och nöje, turism och delar av detaljhandeln.

Diagram 1. BNP-tillväxt i Sverige och i omvärlden

Årlig procentuell förändring, säsongrensade och kalenderkorrigerade data



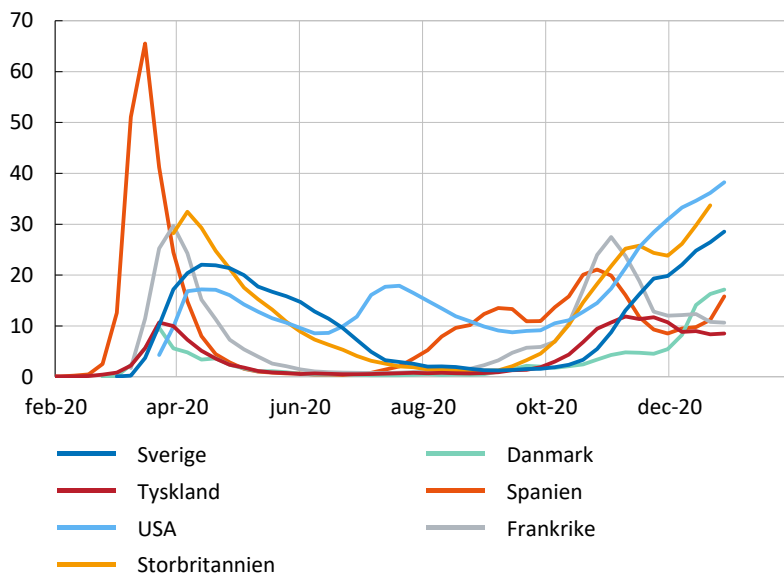
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for national statistics och SCB.

Under förvåren ökade smittspridningen hastigt runt om i världen och efter en dämpning under sommaren kom en andra smittvåg hösten 2020 (se diagram 2). Från mitten

av mars 2020 sattes omfattande restriktioner in för att dämpa spridningen och i kombination med att människor frivilligt ändrade sitt beteende ledde detta till att aktiviteten i den globala ekonomin bromsade kraftigt. Restriktionerna lättades något under sommaren då smittspridningen minskade, men skärptes sedan igen under hösten när smittspridningen åter tog fart (se diagram 3).

Diagram 2. Antalet patienter som vårdas på sjukhus med covid-19

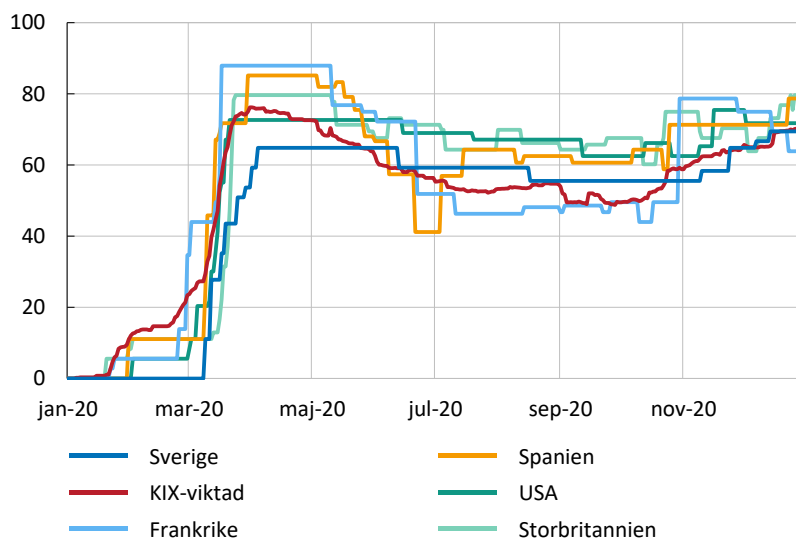
Antal patienter per 100 000 invånare



Anm. Serierna visar antalet patienter som vårdas på sjukhus med covid-19 under 2020, veckodata.

Källor: European Centre for Disease Prevention and Control (ECDC), nationella källor och The COVID Tracking Project.

Diagram 3. Mått på grad av statliga restriktioner för att dämpa smittspridningen
Index



Anm. Indexet mäter omfattningen av åtgärder för att motverka spridningen av covid-19. Indexet består av nio komponenter som beskriver olika typer av restriktioner, stängning av skolor, reseförbud, etc. För varje komponent finns vanligtvis en tregradig skala motsvarande "ingen åtgärd", "någon slags uppmaning" och "ett förbud". Indexet motsvarar genomsnittet av samtliga komponenter. KIX-viktad avser här en sammanvägning av 31 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden för 2020.

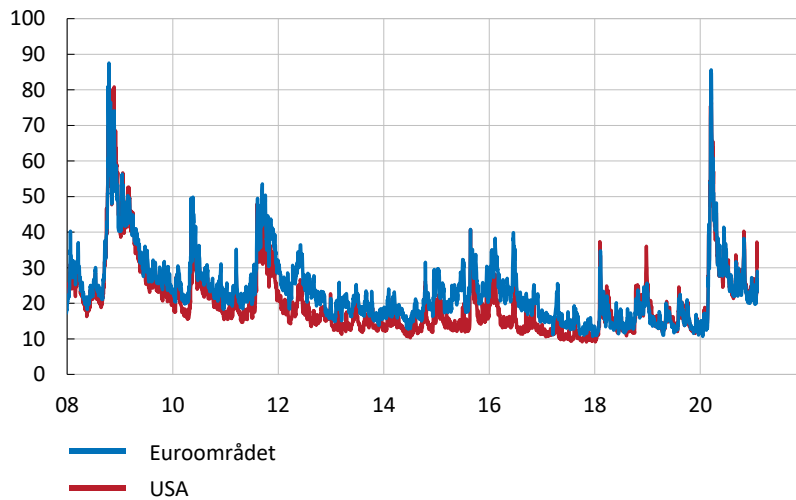
Källor: Oxford COVID-19 Government Response Tracker (OxCGRT) och Riksbanken.

De åtgärder Riksbanken vidtog under året fokuserade på att förhindra att krisen skulle förvärras och i värsta fall resultera i en finansiell kris och en ännu kraftigare lågkonjunktur. Detta skulle också ha fört med sig en mer varaktigt låg inflation. Åtgärderna hade således det dubbla syftet att upprätthålla den finansiella stabiliteten och stabiliteten i makroekonomin, inklusive inflationsmålet. De kunde dock inte förhindra fall i både den ekonomiska aktiviteten och inflationen. Eftersom krisen hade ett ovanligt ursprung och ett mycket snabbt förlopp blev målavvikelsen relativt stor. Detta bör man ha i åtanke när man studerar den penningpolitiska måluppfyllelsen för 2020.

Osäkerheten kring hur världsekonomin skulle komma att klara av krisen reflekterades i kraftiga rörelser på de finansiella marknaderna i form av bland annat stora prisfall på riskfyllda tillgångar, som aktier, och ökad volatilitet. Uppgångarna i volatilitetsmåten på aktiemarknaderna var i paritet med dem under finanskrisen (se diagram 4).

Diagram 4. Volatilitetsindex för aktiemarknaden i USA och euroområdet

Procent



Anm. Volatilitetsindexen visar den förväntade volatiliteten på den amerikanska respektive den europeiska börsen utifrån optionspriser.

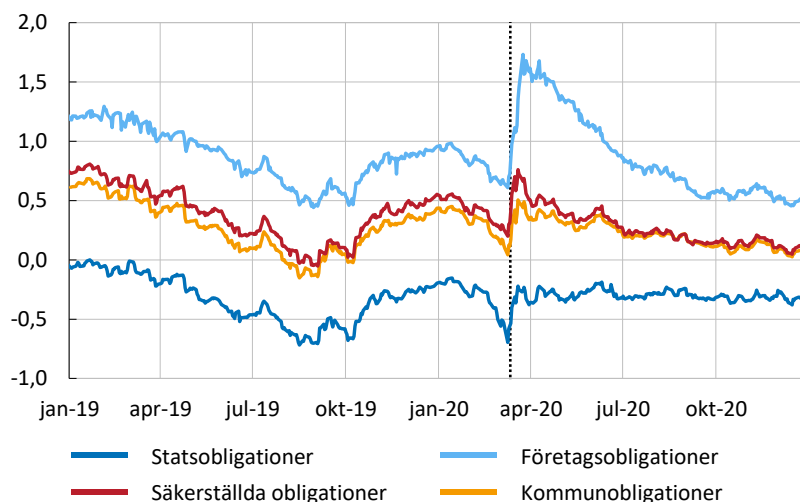
Källor: Chicago Board Operations Exchange, Deutsche Börse Group och Macrobond.

I Sverige liksom i andra länder slog krisen hårt mot intäkterna hos många företag som hamnade i svåra likviditetsproblem. Detta ökade också risken för deras finansiärer. Viljan att inneha värdepapper med längre löptid minskade och räntorna steg markant (se diagram 5). Till följd av de stigande räntorna och tecken på friktioner på viktiga finansieringsmarknader behövde centralbankerna snabbt vidta åtgärder för att förhindra att krisen förvärrades.

I kapitel 2 beskrivs de krisåtgärder som Riksbanken satte in för att se till att kreditförsörjningen skulle fortsätta att fungera och att hushåll och företag fortsatt skulle möta låga räntor. Kraften i de samlade åtgärder som vidtogs i Sverige och omvärlden av regeringar och centralbanker för att mildra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin bidrog sammantaget till att utvecklingen på de finansiella marknaderna kunde vändas och en fördjupad och mer utdragen lågkonjunktur kunde undvikas under 2020.

Diagram 5. Räntor på svenska obligationer med 5 års löptid

Procent



Anm. Nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Serien företagsobligationer illustrerar en heterogen grupp av obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Den streckade vertikala linjen markerar den 11 mars, då WHO deklarerade att Covid-19 var en pandemi.

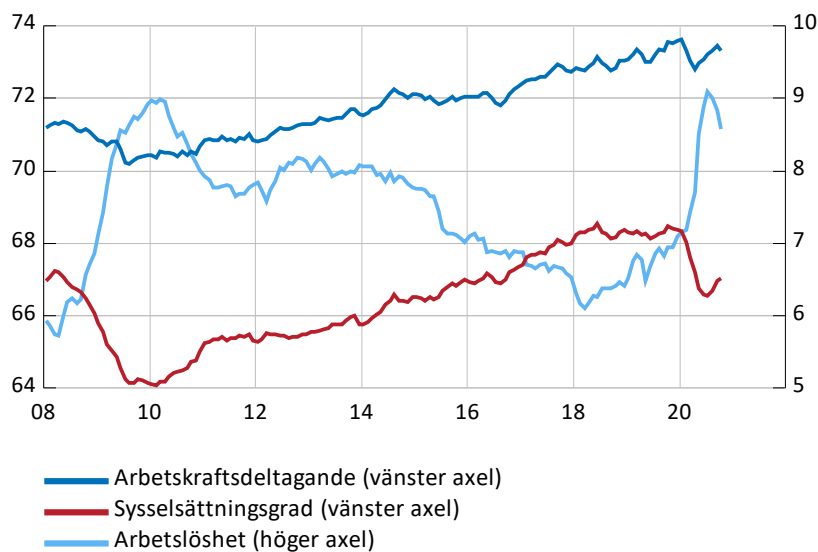
Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Arbetslösheten ökade särskilt bland unga och utrikes födda

I inledningen av pandemin föll efterfrågan snabbt, vilket fick sysselsättningen att minska och arbetslösheten att öka kraftigt (se diagram 6). Sysselsättningen återhämtade sig och arbetslösheten minskade när smittspridningen föll tillbaka under sommaren. Nedgången i sysselsättningen har också dämpats av att företagen kan permittera personal fram till juni 2021. Men det finns stora skillnader mellan olika branscher. Hotell- och restaurangbranschen samt övriga tjänstebanscher bidrog mest till den minskade sysselsättningen under 2020 (se diagram 7). De första som blir uppsagda i en kris är vanligen de med mer osäkra anställningar. Visstidsanställningar är vanligare bland anställda i besöksnära branscher och de branscherna sysselsätter många unga och utrikes födda. Därför har krisen drabbat dessa grupper särskilt hårt. Totalt var drygt 60 000 färre personer visstidsanställda under 2020 än 2019 efter att många blivit uppsagda under första halvåret 2020. Samtidigt har möjligheten till korttidspermittering medfört att många med en tillsvidareanställning har kunnat behålla sina jobb och mot slutet på 2020 var antalet tillsvidareanställda tillbaka på ungefär samma nivå som 2019 (se diagram 8).

Diagram 6. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet

Procent, säsongrensade månadsdata, tre månaders glidande medelvärde

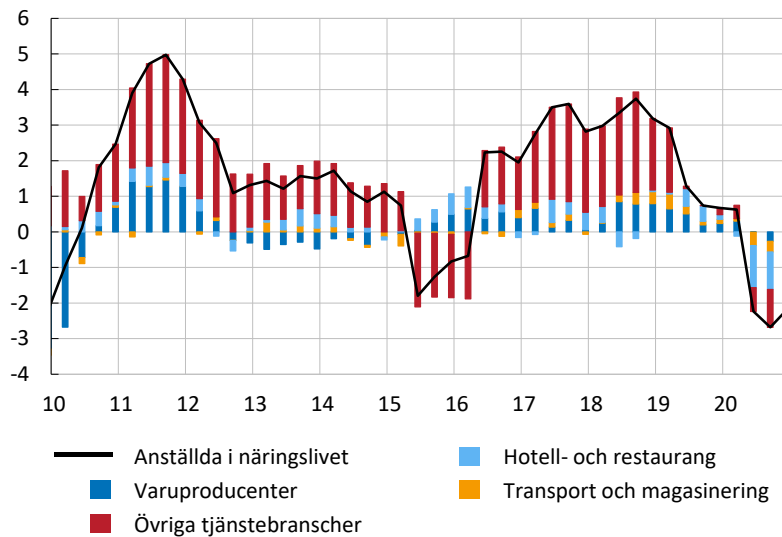


Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Procent av befolkningen respektive procent av arbetskraften, 15-74 år.

Källa: SCB.

Diagram 7. Förändring i antalet anställda inom näringslivet fördelat på bransch

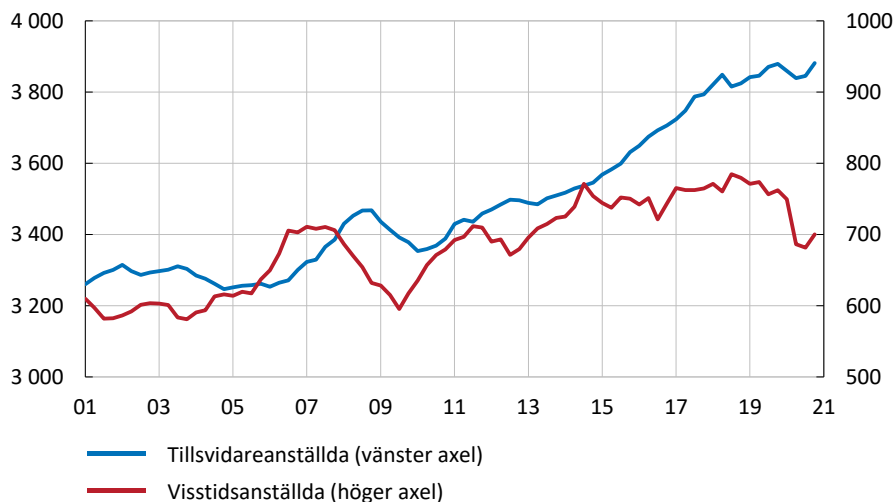
Årlig procentuell förändring respektive bidrag i procentenheter, kvartalsdata



Källa: SCB (kortperiodisk sysselsättningsstatistik).

Diagram 8. Antalet sysselsatta uppdelat på anställningsform

Tusental, säsongrensade kvartalsdata



Källa: SCB.

Under 2020 tecknades nya treåriga avtal mellan arbetsmarknadens parter och de enades om att de centralt avtalade lönerna ska öka med i genomsnitt cirka 2 procent årligen fram till och med första kvartalet 2023. Utöver detta resulterade avtalen i avsättningar till pensioner motsvarande en ökning av arbetskostnaderna med ytterligare ett par tiondels procentenheter. Löneökningstakten bestäms inte bara av de centralt avtalade lönerna utan även av lokala lönerevisioner. Storleken på dessa påverkas av efterfrågeläget på arbetsmarknaden som för många grupper varit svagt till följd av pandemin. Under 2020 uppgick löneökningarna till cirka 2 procent, enligt konjunkturlöne-statistiken.

Inflationen under målet, fallande energipriser spelade stor roll

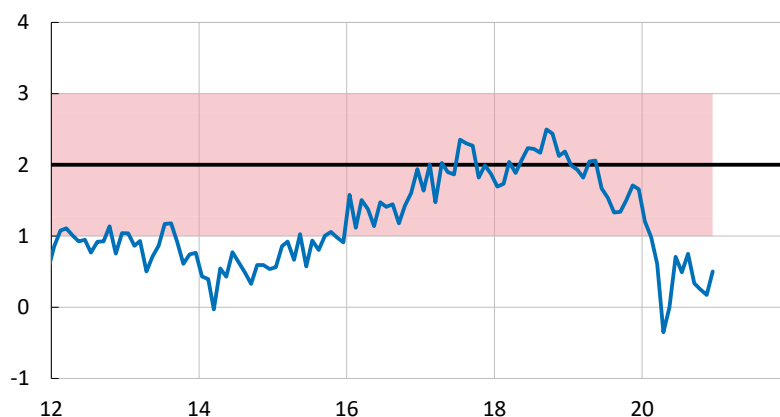
Inflationen låg mellan 0 och 1 procent under större delen av 2020 efter att ha varit nära 2 procent under perioden 2017-2019 (se diagram 9). Det var främst energipriserna som ökade ovanligt långsamt under 2020. Inflationen exklusive energi föll inte lika mycket och var i genomsnitt 1,3 procent (se diagram 10 och tabell 1).

Nedväxlingen i inflationstakten hade flera orsaker. Den ovanligt milda vintern dämpade efterfrågan på el. Det bidrog till att elpriserna sjönk successivt från och med hösten 2019. I februari 2020 började också oljepriset att sjunka kraftigt, vilket bidrog till lägre drivmedelspriser. De fallande energipriserna pressade ned inflationen under hela året. Inflationsutfallen påverkades dessutom av den årliga uppdateringen av viktorna i KPI-beräkningen. För 2020 blev effekten av viktjusteringen ovanligt stor och detta minskade inflationstakten med drygt 0,2 procentenheter under året. Coronapandemin påverkade inflationen från april, och inflationen var därefter volatil. En del av dessa prisrörelser berodde på faktiska prisnedgångar, medan andra var resultat av tillfälligt ändrade mätmetoder.

Diagram 11 och tabell 2 visar bidraget till KPIF-inflationen från priser som har varit särskilt påverkade av pandemin. Under pandemin har hushållen förändrat sina konsumtionsmönster ovanligt mycket. Vissa tjänster har periodvis knappt konsumerats alls. Det gäller till exempel charterresor, hotellvistelser, restaurangbesök och olika typer av nöjen som teater, bio och idrottsevenemang. Konsumtionen av produkter som livsmedel, spel, hyrbilar, produkter för hemrenoveringar och hemelektronik har i stället ökat då folk i större utsträckning hållit sig hemma. Priserna på de produkter som konsumerats mindre har i många fall ökat relativt långsamt, medan priserna på de produkter som konsumerats mer i stället i många fall har ökat relativt snabbt. Vikterna i KPIF 2020 baserades i huvudsak på hur konsumtionen fördelade sig 2018. Den uppmätta inflationstakten kan således underskatta ökningstakten i de priser som ett genomsnittligt hushåll möter.¹ Samtidigt innebär restriktionerna att vissa tjänster inte kunnat konsumeras och därför inte heller kunnat prismätas, vilket bidrog till att öka osäkerheten om den verkliga inflationsutvecklingen ytterligare.

Diagram 9. KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring



Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallen sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stora.

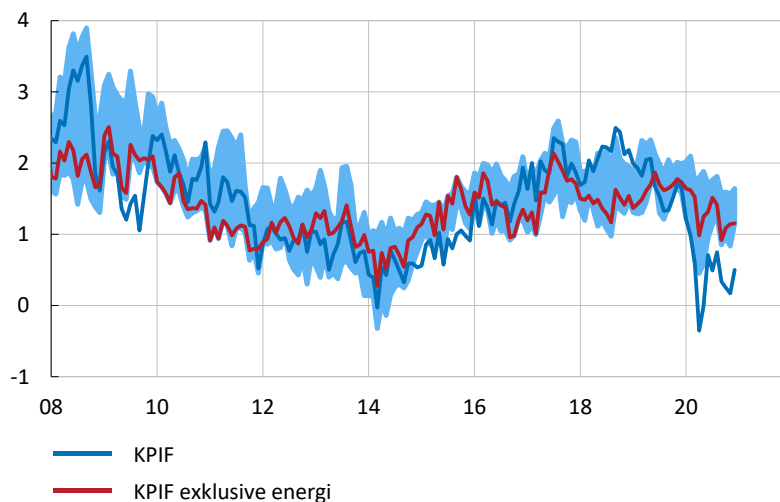
Källor: SCB och Riksbanken.

Det är vanligt att den uppmätta inflationen pressas upp eller ned på grund av tillfälliga förändringar i vissa priser, främst energipriserna. För att bättre kunna avgöra hur stor del av utvecklingen i inflationen som är tillfällig respektive varaktig analyserar Riksbanken kontinuerligt alternativa mått på inflationen. Flera mått på underliggande inflation, som bland annat exkluderar eller minskar betydelsen av kraftigt varierande priser, indikerar att även den mer varaktiga inflationen var låg under 2020 och låg mellan 1 och 2 procent (se diagram 10 och tabell 1). Problemen att mäta inflationen i priser på tjänster som inte konsumerats präglar dock även dessa mått och gör dem mer osäkra än normalt.

¹ Se t.ex. fördjupning "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen" i Penningpolitisk rapport februari 2021.

Diagram 10. KPIF, KPIF exklusive energi och underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland 7 olika mått på underliggande inflation: KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 1. Inflationen enligt olika mått

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2018	2019	2020
KPIF	2,1	1,7	0,5
KPIF exklusive energi	1,4	1,6	1,3
Underliggande inflation (median)	1,6	1,8	1,4

Anm. Underliggande inflation avser medianen för ett antal mått på underliggande inflation. Inkluderade mått är KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1). Se <https://www.riksbank.se/sv/statistik/makroindikatorer/underliggande-inflation/> för mer information.

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 2. Utveckling i KPIF och dess komponenter

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

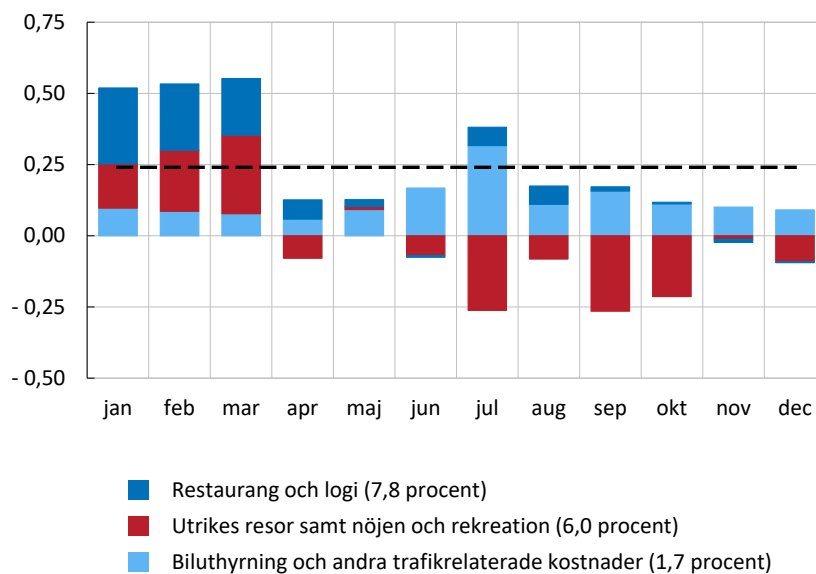
	Vikt (procent)	2000-2019	2019	2020
Tjänster	46	1,8	2,0	1,4
Varor exkl. livsmedel	27	-0,4	-0,1	0,1
Livsmedel	18	1,9	2,6	2,1
Energi	7	3,9	3,2	-9,7
Kapitalstock	3	5,3	5,8	5,6
KPIF	100	1,6	1,7	0,5

Anm. Vikterna är de som gällde för 2020.

Källa: SCB.

Diagram 11. Bidrag till KPIF-inflationen från priser som påverkas särskilt under pandemin

Procentenheter



Anm. Procenttalen inom parentes anger produktgruppernas vikt i KPIF. Streckad linje avser medelvärdet av bidragen från de tre produktgrupperna sedan 2012.

Källor: SCB och Riksbanken.

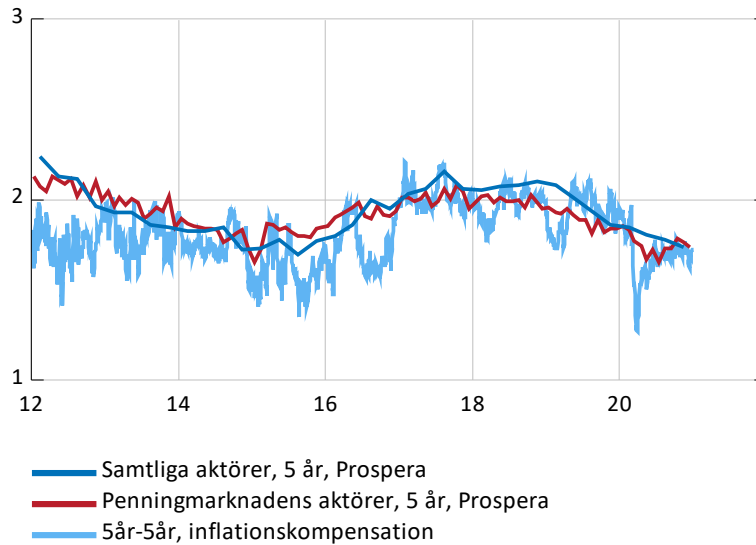
Inflationsförväntningar på lång sikt endast marginellt lägre

Penningpolitiken syftar till att stabilisera inflationen kring inflationsmålet. Detta skapar stabilitet och förutsägbarhet i pris- och lönebildningen och medverkar till en gynnsam ekonomisk utveckling. För att det ska vara möjligt att uppnå målet är det viktigt att aktörerna i ekonomin litar på att centralbanken återför inflationen till målet när störningar har fått den att avvika. De kortsiktiga förväntningarna följer vanligen den faktiska inflationen och föll tillbaka i takt med den lägre inflationen under året. De

långsiktiga inflationsförväntningarna sjönk inledningsvis tillbaka, särskilt förväntningarna baserade på marknadsprissättningen, men återhämtade sig och låg i slutet av året endast någon tiondels procentenhet under målet (se diagram 12). Detta tyder på att ekonomins aktörer inte förväntar sig några större varaktiga effekter av pandemin på inflationen.

Diagram 12. Långsiktiga inflationsförväntningar, Sverige

Procent



Anm. Inflationskompensationen avser en 5-årig period med start om 5 år, beräknad utifrån obligationsräntor.

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken

2 Penningpolitiken 2020

Penningpolitiken under året präglades av de ekonomiska konsekvenserna av coronapandemin. Efter flera år med en förhållandevis god tillväxt och en inflationstakt nära målet innebar 2020 ett trendbrott. BNP föll stort och inflationen låg en bit under målet på 2 procent. De penningpolitiska åtgärderna inriktades i första hand på att säkerställa att kreditgivningen i ekonomin fungerade och att räntorna till hushåll och företag förblev låga, bland annat genom omfattande tillgångsköp och utlåning till företag via banker. Reporäntan låg kvar på noll procent under hela året.

Konsekvenserna av coronapandemin präglade den ekonomiska utvecklingen och penningpolitiken under 2020. När smittspridningen tog fart och restriktioner började införas under mars och april ledde det till stora produktionsfall i Sverige och omvärlden, se diagram 1. Arbetsmarknaden drabbades hårt. Framför allt drabbades tjänstesektorn och näringar som turism, hotell och restaurang. Pandemin och mycket låga energipriser innebar dessutom att inflationen – som under en tid legat nära målet på 2 procent – låg under målet, se diagram 10. Det fanns även en oro för att de långsiktiga inflationsförväntningarna skulle falla, men nedgången i dessa blev förhållandevis måttlig och de låg ganska nära 2 procent under hela året, se diagram 12.

2.1 Riksbankens prognoser och bedömningar

Inför det penningpolitiska mötet i februari 2020 hade den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden i stora drag varit i linje med prognoserna i den penningpolitiska rapporten från december 2019. Det nya coronaviruset i Kina gjorde visserligen att osäkerheten hade ökat något men det var då svårt att uppskatta de ekonomiska konsekvenserna av viruset, eftersom ingen visste hur den fortsatta smittspridningen skulle se ut. Detta avspeglades i prognoserna. Revideringarna av konjunktur- och inflationsutsikterna var små på lite längre sikt. Reporäntan lämnades oförändrad på noll procent och den bedömdes även förbli oförändrad under i stort sett hela prognosperioden i linje med prognosen från december.

Pandemin slår till med full kraft runt om i världen

I början av mars började coronaviruset att spridas i en allt snabbare takt runt om i världen och den 11 mars deklarerade WHO att covid-19 var en pandemi. De ekonomiska konsekvenserna var dock svårtolkade, då man kunde se störningar i både utbud och efterfrågan. Företagen drabbades hårt med sjunkande intäkter och större lånebehov. Osäkerhet på de finansiella marknaderna skapade problem för bankerna och finansiella aktörer.

I mitten av mars bedömde Riksbanken att det fanns en överhängande risk för en omfattande kreditåtstramning med negativa effekter för likviditetsförsörjningen och möjligheterna att uppfylla inflationsmålet. Mellan den 12 mars och 21 april höll Riksbanken fem extrainsatta penningpolitiska möten och den 27 april ett ordinarie möte. Beslut fattades om en rad åtgärder för att säkerställa bankernas fortsatta finansieringsmöjligheter, trygga kreditgivningen till företag, bibehålla det låga ränteläget för banklån och värdepappersupplåning samt stödja den ekonomiska utvecklingen.

Reporäntan sänktes dock inte. Räntesänkningar som under normala förhållanden hade stimulerat ekonomin, skulle sannolikt ha varit ganska ineffektiva när restriktioner från myndigheterna och andra frivilliga begränsningar hindrade normal konsumtion. Det fanns också andra argument mot att åter sänka reporäntan under noll. Om bankerna exempelvis skulle införa negativa inlåningsräntor för hushållen fanns det en risk för att dessa skulle reagera genom att göra stora uttag av kontanter, vilket i sin tur kunde leda till likviditetsproblem för bankerna, se Penningpolitisk rapport, december 2019. Riksbanken kom därför att, utöver olika former av likviditetsstöd till bankerna, i större utsträckning än tidigare köpa olika finansiella tillgångar för att möta krisens utmaningar och hålla räntorna till hushåll och företag låga.

Pandemin ledde till att osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen blev mycket stor, vilket bland annat avspeglade sig i en hög volatilitet på de finansiella marknaderna. Det var inte längre självklart att man kunde förlita sig på historiska ekonomiska samband och göra prognoser på det vanliga sättet. Riksbanken visade därför inga prognoser i den penningpolitiska rapporten i april utan endast två möjliga scenarier för den framtida utvecklingen.

Det var också svårt att veta vilken effekt de olika penningpolitiska åtgärderna som Riksbanken hade till sitt förfogande skulle få. Samtidigt var det nödvändigt att agera snabbt, tydligt och i stor omfattning för att säkerställa att kreditgivningen i ekonomin fortsatte att fungera. Riksbanken satte därför in en lång rad åtgärder på kort tid. En mer sekventiell politik, där en åtgärd i taget sätts in och man sedan inväntar och utvärderar dess effekter, bedömdes i detta läge inte vara lämplig. Åtgärderna bidrog tillsammans på olika sätt till att ett kreditstopp på de finansiella marknaderna kunde undvikas och att den finansiella stabiliteten upprätthölls. Dessutom kunde en större och mer långvarig nedgång i ekonomin undvikas, vilket var positivt för inflationsutsikterna. Det fanns med andra ord ingen målkonflikt mellan att å ena sidan upprätthålla den finansiella stabiliteten och att å andra sidan stötta den reala ekonomin och upprätthålla prisstabiliteten. Flera lärdomar kan dras från Riksbankens agerande under krisen, men en speciellt viktig lärdom är att det är svårt att särskilja på åtgärder som bevarar stabiliteten i det finansiella systemet och åtgärder som bevarar den allmänna ekonomiska stabiliteten och prisstabiliteten. De verktyg som Riksbanken förfogar över påverkar dessa områden på lite olika sätt och det är svårt att i förväg veta vilken kombination av åtgärder som stöttar ekonomin på bästa sätt. Snabbhet, tydlighet och åtgärder med bredd reducerar osäkerheten, vilket i sin tur skapar stadga under en mycket svår period.

Riksbankens åtgärder: likviditetstöd och tillgångsköp

Likviditetsstöd för att värna kreditgivningen. Den finansiella oron till följd av pandemin ökade efterfrågan på likvida tillgångar och riskerade att försämra kreditgivningen. Bankernas roll som kreditgivare är viktig för en god ekonomisk utveckling, men också för penningpolitiken. Försämras kreditgivningen kan genomslaget av reporäntan till övriga räntor i ekonomin påverkas. Riksbanken lanserade därför ett program där man lånade ut **kronor till bankerna för vidareutlåning till företag**. Villkoren var generösa med bland annat en rörlig ränta motsvarande Riksbankens reporänta. Vidareutlåning kunde ske till svenska icke-finansiella företag. Även vidareutlåning till enskild firma (enskild näringsverksamhet) ingick i programmet. Lånen syftade till att trygga kreditgivningen till företagen, i synnerhet till de små och medelstora företagen. Lånen gav alltså stöd åt bankernas utlåning men det var fortsatt upp till bankerna själva att göra kreditprövningar.

En del av bankernas kortfristiga finansiering sker i amerikanska dollar. I inledningsfasen av pandemin ökade den globala efterfrågan på dollar snabbt, vilket gjorde det svårt att få tillgång till finansiering i dollar, se diagram 13. För att öka tillgången på dollar i det finansiella systemet började Riksbanken att erbjuda **lån i dollar mot säkerhet**. Detta underlättades av att Federal Reserve satte upp så kallade swapavtal med flera centralbanker, inklusive Riksbanken. I korthet betydde det att Riksbanken och Federal Reserve kunde byta sina respektive valutor med varandra under en period för att sedan byta tillbaka dem. Riksbanken fick därmed ökade möjligheter att vid behov förse bankerna med amerikanska dollar.

Riksbanken lanserade dessutom flera andra åtgärder för att underlätta bankernas finansiering. Det var bland annat fråga om:

- Veckovisa **extraordinära marknadsoperationer**.²
- Ändrade räntevillkor i den **stående utlåningsfaciliteten**.
- Ändrade regler för att öka flexibiliteten kring vilka **säkerheter** bankerna kunde använda när de lånade av Riksbanken.
- Utökad **krets av motparter** för Riksbankens transaktioner för att bredda genomslaget av låneprogrammet till bankerna för vidareutlåning till företag.

Tillgångsköp för att bibehålla ett lågt ränteläge. Köp av **statsobligationer** dämpar den allmänna räntenivån och de längre räntorna i ekonomin. Räntan på statsobligationer med längre löptider innehåller en så kallad löptidspremie (terminspremie) som kompenserar investerare för den risk det innebär att köpa obligationer med längre löptider. När Riksbanken gör omfattande köp av statsobligationer minskar löptidspremien och det allmänna ränteläget sjunker. Köpen innebär också en signal till marknaden att Riksbanken räknar med att reporäntan kommer att vara låg framöver, vilket gör att marknadsaktörernas förväntningar på de framtida korta räntorna också kan

² Se tabell 3.

sjunka. Dessutom kan lägre statsobligationsräntor bidra till lägre räntor på mer riskfyllda obligationer.

Köp av **kommunobligationer** kan ses som ett komplement till köp av statsobligationer för att påverka längre marknadsräntor. Men kommunobligationer har en annan ställning bland investerare än statsobligationer när det gäller risk och likviditet, vilket gör att räntenivån är något högre.

I inledningen av pandemin ökade riskpremierna på **säkerställda obligationer**, det vill säga obligationer som garanteras av en särskild säkerhetsmassa, exempelvis krediter som lämnats mot inteckning i fastigheter eller bostadsrätter. Denna marknad är central för bankernas kreditgivning eftersom merparten av bankernas utlåning till hushåll för bostadsändamål finansieras genom säkerställda obligationer. När riskpremierna ökade fanns därför en risk för att kreditgivningen skulle minska, med högre räntor för hushåll och företag som följd. Köp av säkerställda obligationer kan minska riskpremierna och stödja kreditgivningen i ekonomin.

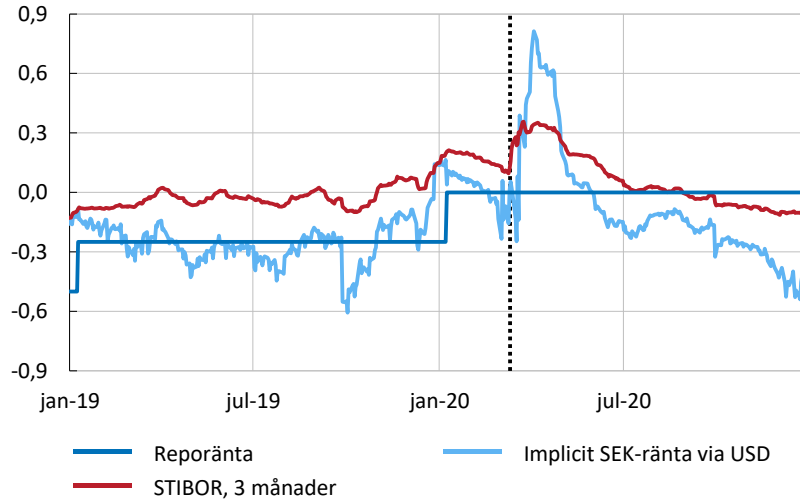
Historiskt sett har svenska företag framför allt finansierat sig via banklån, men på senare tid har även utgivning av **företagscertifikat** och **företagsobligationer** blivit vanliga, se diagram 14. Riksbanken beslutade att köpa även dessa tillgångsdrag, eftersom riskpremierna på företagsobligationer fortsatte att stiga även efter att premierna på andra obligationsmarknader började stabiliseras. Under tredje veckan i mars beskrev exempelvis företag i Riksbankens företagsundersökning marknaden för företagsobligationer som "död", en bild som även bekräftades i Riksbankens löpande samtal med marknadsaktörer.

Det är i första hand storföretag som finansierar sig på obligationsmarknaden, men dessa företag har ofta även utlovade kreditlinor från sina banker. Det betyder att om obligationsmarknaden fungerar dåligt kommer storföretagen att minska obligationsupplåningen och istället vända sig till sin bank för att låna, vilket det fanns tecken på under våren, se diagram 15. Bankernas utlåning till storföretagen riskerade därför att tränga undan utlåning till mindre företag. Genom att stötta obligationsmarknaden bidrog därför Riksbanken till att upprätthålla kreditgivningen i bred bemärkelse och motverka störningar i penningpolitikens genomslag.

Tabell 3 sammanfattar Riksbankens penningpolitiska åtgärder under pandemin medan diagram 16 illustrerar, förenklat, hur åtgärderna verkade för att stödja kreditgivningen och bibehålla ett lågt allmänt ränteläge. Diagram 17 och diagram 18 visar Riksbankens köp och innehav av olika tillgångar.

Diagram 13. Bankernas kostnader för att finansiera sig med dollar ökade i inledningsfasen av pandemin

Procent

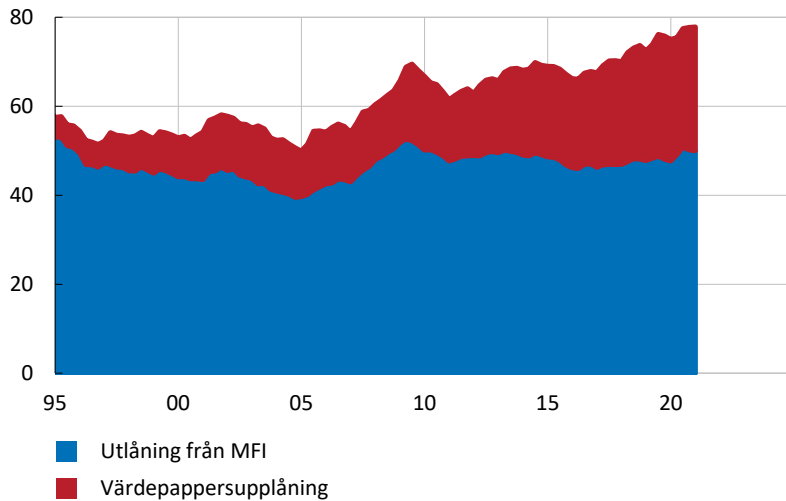


Anm. Den implicita SEK-räntan beräknas med spot- och terminsväxelkurser samt 3-månadersränta (USD LIBOR). Streckad linje markerar tidpunkten då WHO deklarerade Covid-19 en pandemi den 11 mars.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken.

Diagram 14. Upplåning hos icke-finansiella företag

Procent av BNP, kvartalsdata

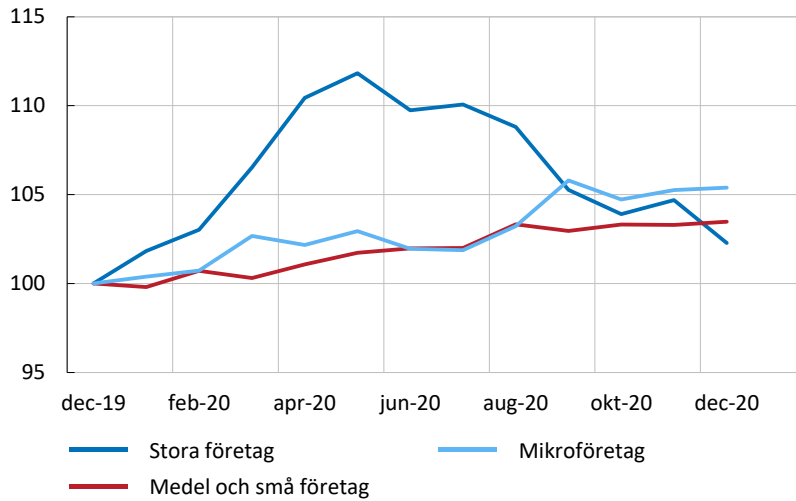


Anm. Innefattar värdepappersupplåning i både svenska kronor och utländsk valuta.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 15. Banklån per företagsstorlek

Index, december 2019 = 100, månadsdata



Anm. Lån i alla valutor. Utestående lån till svenska icke-finansiella företag. Storleksindelning i enlighet med EU-kommissionens rekommendation(2003/361/EG). Lån till bostadsrättsföreningar är exkluderade.

Källor: SCB och Riksbanken.

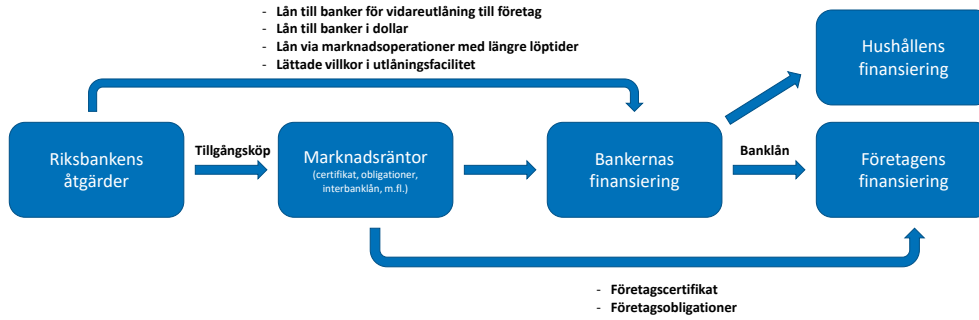
Tabell 3. Penningpolitiska åtgärder under coronapandemin

Åtgärd	Syften
Program för lån till banker för vidareutlåning till företag.	Stödja kreditgivningen till icke-finansiella företag.
Köp av statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer, statsskuldväxlar, företagsobligationer och företagscertifikat.	Bidra till låga räntor i hela ekonomin och väl fungerande kreditgivning och på så sätt skapa gynnsamma förutsättningar för ekonomin att återhämta sig och inflationen att stiga mot målet.
Sänkt ränta i stående utlåningsfaciliteten.	Säkerställa att dagslåneräntan på marknaden för svenska kronor hamnar nära reporäntan. Göra det billigare för bankerna att få tillgång till kredit över natten.
Veckovisa marknadsoperationer där banker erbjuder låna mot säkerhet med tre respektive sex månaders löptid till reporäntan.	Stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor för att underlätta deras finansiering och deras roll som kreditgivare för svenska företag.
Lättrade krav på säkerheter för att låna hos Riksbanken.	Stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor.
Lån i amerikanska dollar.	Stärka tillgången till likviditet i amerikanska dollar i det svenska finansiella systemet.

Anm. För en detaljerad beskrivning av Riksbankens åtgärder under coronapandemin, se <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/aktuellt-om-riksbanken-och-coronapandemin/riksbankens-atgarder-i-samband-med-coronapandemin/>.

Källa: Riksbanken.

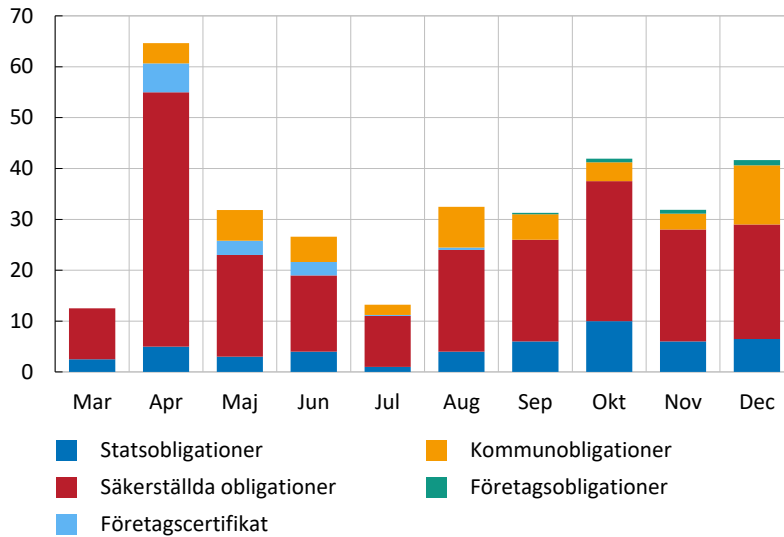
Diagram 16. Riksbankens åtgärder och deras påverkan på kreditgivningen



Källa: Peter Gustafsson och Tommy von Brömsen, "Coronapandemin: Riksbankens åtgärder och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020", Penning- och valutapolitik nr 1, 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 17. Riksbankens köp av värdepapper under 2020

Miljarder kronor, nominellt belopp

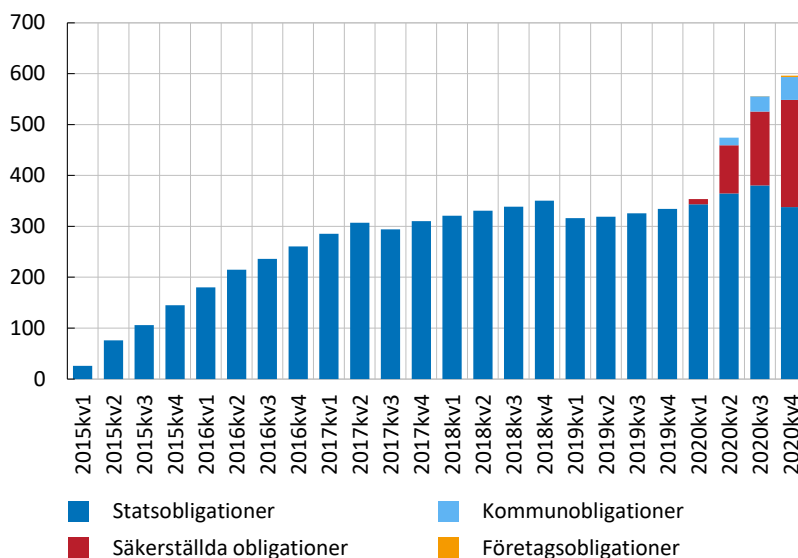


Anm. Siffrorna visar de totala köp som genomförts inom ramen för det tillgängsköpsprogram som inleddes i mars 2020.

Källa: Riksbanken.

Diagram 18. Riksbankens innehav av värdepapper uppdelat på tillgångsslag

Nominellt belopp, miljarder kronor, slutet av respektive kvartal



Anm. Innehav av värdepapper, exklusive företagscertifikat, utgivna i svenska kronor.

Källa: Riksbanken.

Minskad smittspridning och tecken på ekonomisk återhämtning

I början av sommaren minskade smittspridningen och restriktionerna började successivt att lättas. Gränser öppnades, människor började röra sig mer fritt och affärer kunde öppnas. Lättnaderna i omvärlden kom något tidigare och snabbare än vad Riksbanken hade antagit i den penningpolitiska rapporten i april. En ekonomisk återhämtning kunde börja skönjas. Utfallen för industriproduktionen och detaljhandeln tydde på att BNP i USA bottnade i april och EU-kommissionens barometer för hushållens förtroende och inköpschefsindex visade en påtaglig förbättring i Europa i maj och juni.

Indikatorer på aktiviteten i den svenska ekonomin på dags- och veckobasis tydde på att produktionen och efterfrågan hade stabiliserats även i Sverige och i vissa delar av ekonomin fanns det även tecken på en uppgång i maj och juni. Åtgärderna för att underlätta kreditgivningen och säkerställa att räntorna kunde förbli låga visade sig fungera som önskat. Räntorna på de svenska räntemarknaderna hade återgått förhållandevis snabbt till tidigare nivåer, se diagram 5.

I den penningpolitiska rapporten i juli bedömdes produktionen således börja återhämta sig med hjälp av omfattande ekonomisk-politiska åtgärder, men vägen tillbaka var lång och kantad av osäkerhet, inte minst kring pandemins mer långsiktiga effekter. Pandemins omfattning och speciella karaktär gjorde det helt enkelt svårt att avgöra hur snabbt ekonomin skulle återhämta sig. Det fanns alltså ett tydligt behov av att de kraftiga åtgärder som vidtagits behövde kvarstå en bra tid. Det förtydligades hur tidigare beslut om köp av företagsobligationer skulle genomföras. I huvudscenariot be-

dömdes att ekonomin skulle vända uppåt andra halvåret, men att det skulle dröja innan resursutnyttjandet var tillbaka på normala nivåer och inflationen åter var nära målet på 2 procent.

Den gynnsamma utvecklingen med minskad smittspridning fortsatte under sommaren och i den penningpolitiska rapporten i september bedömdes de penningpolitiska åtgärderna ha bidragit till att mildra de negativa ekonomiska effekterna av pandemin och ha gett förutsättningar för en ekonomisk återhämtning. En allmän ränteuppgång i ekonomin hade undvikits och inflationen väntades stiga under prognosperioden även om krisens djup innebar att det skulle ta tid innan inflationen varaktigt skulle vara tillbaka på 2 procent.

Den fortsatta utvecklingen ansågs vara kantad av framför allt nedåtrisker på både kort och längre sikt. Stabiliteten på de finansiella marknaderna var beroende av fortsatt stöd från centralbanker, regeringar och andra myndigheter. Penningpolitiken behövde därför fortsätta att bidra till en väl fungerande kreditgivning och ett lågt allmänt ränteläge. Den kombination av åtgärder som använts under våren och sommaren bedömdes vara den mest verkningsfulla för detta ändamål.

En andra våg av ökad smittspridning drabbar Europa hårt

Under hösten drabbades Sverige och många länder i Europa av en andra våg av ökad smittspridning. Skärpta restriktioner började återigen att införas på många håll och den ekonomiska återhämtningen stannade upp och blev mer osäker. I den penningpolitiska rapporten i november reviderades därför tillväxtprognoserna ned för det närmaste halvåret, både för Sverige och omvärlden. Inflationen bedömdes bli lägre de kommande åren. Fallande energipriser och andra tillfälliga faktorer hade pressat ned inflationen mer än väntat under året. Under 2021 väntades inflationen återhämta sig något och långsamt stiga mot målet i takt med att resursutnyttjandet ökade. Riksbankens bedömning var att det skulle dröja till 2023 innan inflationen mer varaktigt var nära 2 procent igen.

Den svenska kronan försvagades tillfälligt mot flera valutor under den inledande fasen av pandemin, men förstärktes därefter till starkare nivåer än före pandemin.³ Det hade flera orsaker, bland annat såg utsikterna för den svenska ekonomin och de svenska statsfinanserna relativt goda ut under våren och sommaren. Dessutom fortsatte den stora riskaptiten bland investerarna under hösten, vilket sannolikt också bidrog. Kronförstärkningen innebar att den reala växelkursen nu bedömdes vara nära sin långsiktiga nivå.

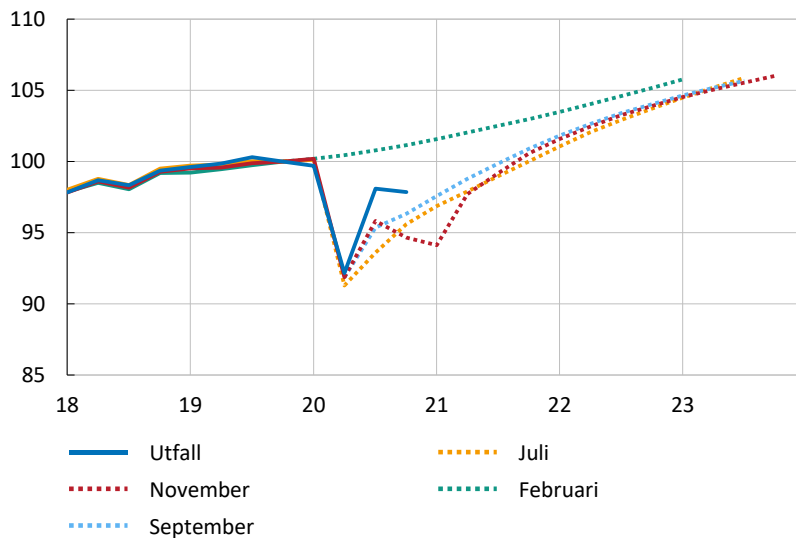
För att motverka den ekonomiska nedgången och underlätta återhämtningen beslutade Riksbanken i november att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, genom att utöka ramen och förlänga programmet för tillgångsköpen. I och med att Riksbanken, men också regeringen, utökade sina stödåtgärder lämnades prognoserna på lite längre sikt i stort sett oförändrade. Utvecklingen under hösten underströk betydelsen av att inte avveckla olika stödåtgärder snabbt.

³ Notera att i diagram 22 som visar kronans utveckling syns inte den tillfälliga försvagningen av kronan.

Diagram 19 till diagram 23 visar prognoserna för de centrala variabler som låg till grund för de penningpolitiska besluten under 2020. Notera att det inte fanns några prognoser i den penningpolitiska rapporten i april, utan endast scenarier. Dessa finns redovisade i kapitel 3.

Diagram 19. BNP-nivå, prognoser 2020

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data

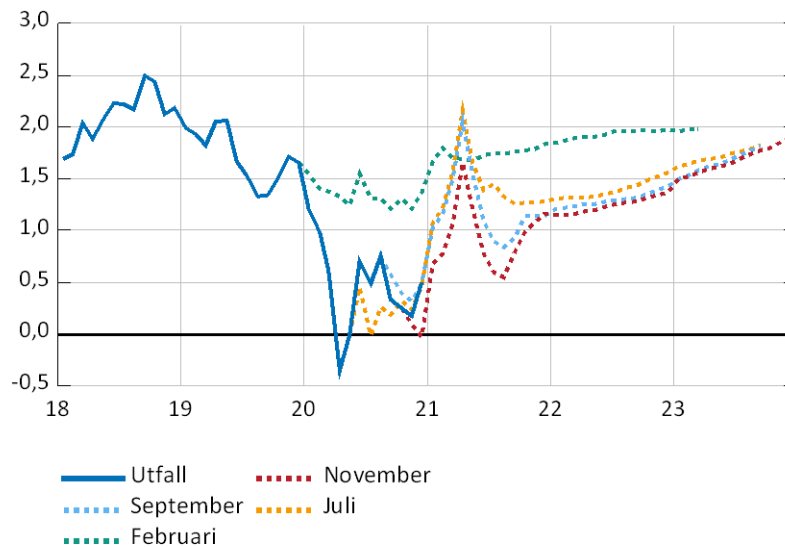


Anm. I diagrammet syns flera utfallslinjer. Detta beror på att utfallen har reviderats av SCB.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 20. KPIF, prognoser 2020

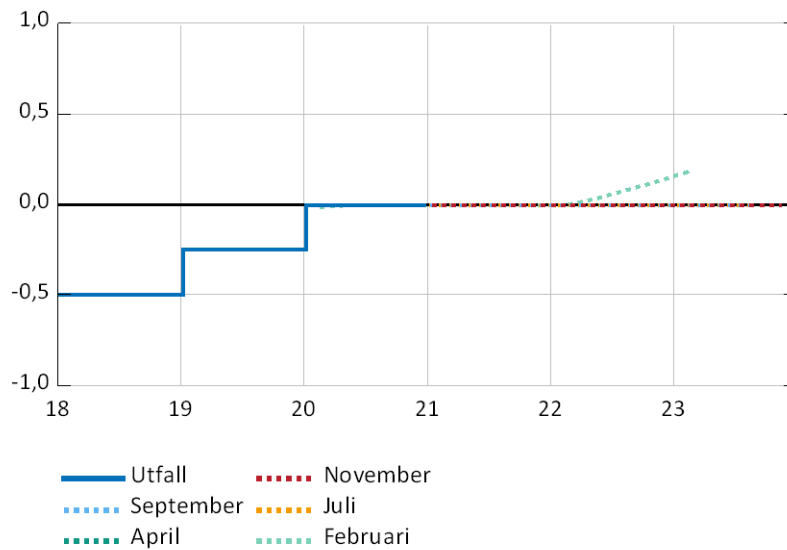
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 21. Reporänta, prognoser 2020

Procent

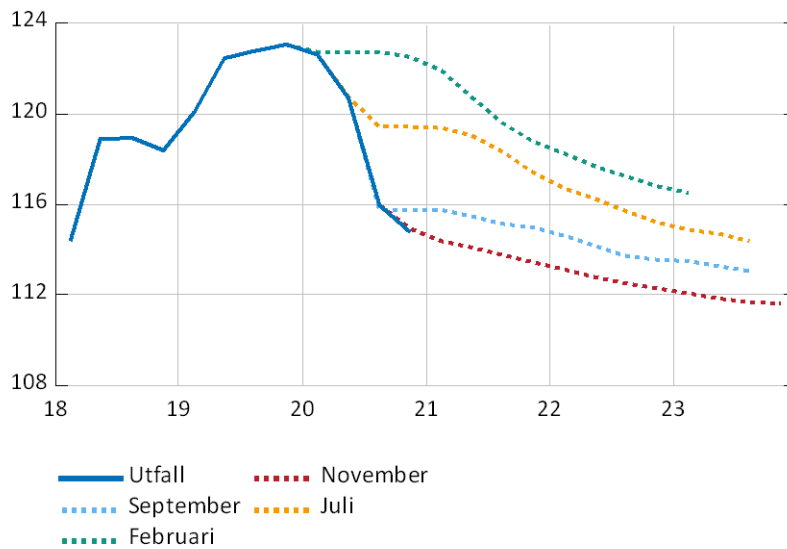


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. I april publicerades det ett scenario för reporäntan med en tidshorisont på endast ett år framåt.

Källa: Riksbanken.

Diagram 22. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX, prognoser 2020

Index, 1992-11-18 = 100

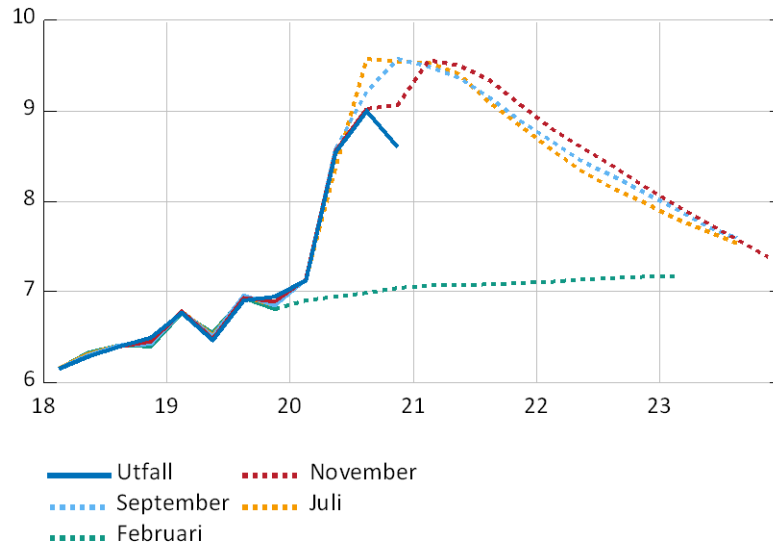


Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

Diagram 23. Arbetslöshet, prognoser 2020

Procent av arbetskraften, 15-75 år, säsongrensade data



Anm. I diagrammet syns flera utfallslinjer. Det beror på att serierna är säsongrensade och säsongrensningen kan förändras då ett nytt utfall publiceras.

Källor: SCB och Riksbanken.

2.2 Direktionens diskussion och penningpolitiska överväganden

Direktionens diskussion och penningpolitiska överväganden styrdes i stor utsträckning av pandemins utveckling och dess konsekvenser för ekonomin. Inför det **penningpolitiska mötet i februari** var dock spridningen av coronaviruset fortfarande begränsad och man kunde konstatera att konjunktur- och inflationsutsikterna var ungefär desamma som i december. Direktionen var enig i beslutet att, i linje med prognosen från december 2019, behålla reporäntan oförändrad på noll procent.

Direktionen vidtar omfattande åtgärder för att underlätta kreditgivningen och motverka stigande räntor

Vid nästa ordinarie **penningpolitiska möte i april** hade effekterna av pandemin drabbat världen hårt. Olika restriktioner för att minska smittspridningen hade kraftigt bromsat upp aktiviteten i den globala ekonomin. Direktionen hade därför redan före detta möte fattat beslut om omfattande penningpolitiska åtgärder vid en rad olika tillfällen mellan de ordinarie mötena i februari och april. Syftet var att på olika sätt underlätta kreditgivningen i ekonomin och motverka att de räntor som hushåll och företag möter skulle stiga när osäkerheten ökade och pandemins ekonomiska effekter blev alltmer kännbara.

Pandemin hade inneburit stora rörelser på de finansiella marknaderna. Vissa marknader fungerade tidvis dåligt, vilket gjorde det svårare för banker och företag att finansiera sin verksamhet och för penningpolitiken att få genomslag. Direktionen var

överens om att penningpolitiken för tillfället behövde fokusera på åtgärder som tillförde likviditet till det finansiella systemet och förbättrade marknadernas sätt att fungera. Därigenom skulle man skapa förutsättningar för en snabbare återhämtning när ekonomin åter kunde öppna upp och möjligheterna att klara inflationsmålet skulle förbättras. Flera direktionsledamöter betonade att de åtgärder som olika politikområden vidtar samverkar och att inte minst finanspolitiken är central.

Vid det **penningpolitiska mötet i juni** konstaterade direktionen att pandemin hade fått kraftiga negativa konsekvenser på världsekonomin. Svensk BNP väntades falla lika mycket som under finanskrisen, arbetslösheten stiga och inflationen ligga under målet. Man betonade att osäkerheten om utvecklingen framöver var fortsatt mycket stor, även om det fanns tecken på början till en återhämtning på flera håll. Det pekades på riskerna för bakslag och för att pandemin skulle kunna få långsiktigt negativa effekter på ekonomin. Man lyfte också fram att åtgärderna från regeringar och centralbanker världen över var viktiga för den fortsatta återhämtningen.

Direktionen bedömer att åtgärderna haft avsedda effekter och att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv

Pandemin fortsatte att dominera utvecklingen i världsekonomin under sommarmånaderna även om smittspridningen i Sverige och stora delar av Europa hade minskat. Direktionen betonade vid det **penningpolitiska mötet i september** att åtgärderna från regeringar och centralbanker världen över hade bidragit till att lugna marknaderna och dämpat den ekonomiska nedgången och att återhämtningen kunde påbörjas. Riksbankens åtgärder hade fått avsedda effekter. Kreditgivningens fortsatte att fungera och räntorna till hushåll och företag var låga. Men man noterade samtidigt att pandemin ännu inte var över. Vägen tillbaka var lång och kantad av osäkerhet, inte minst kring pandemins långsiktiga effekter. Den ekonomiska återhämtningen var beroende av ett kraftfullt ekonomisk-politiskt stöd.

Under hösten, när Sverige och andra länder drabbades av en andra våg av ökad smittspridning, skärptes restriktionerna på nytt. Konjunktur- och inflationsutsikterna reviderades därmed ned. Inflationen i Sverige var låg och en bra bit under målet, men flera direktionsledamöter poängterade att inflationsutvecklingen var svårtolkad. De menade att mätproblemen var stora eftersom hushållens konsumtion hade ändrats kraftigt och eftersom vissa priser inte heller kunde mätas. Man noterade att det ändå var positivt att de långsiktiga inflationsförväntningarna var nära 2 procent och understök vikten av att hushåll och företag fortsatte att lita på att inflationen kommer tillbaka till målet. Flera direktionsledamöter uttryckte oro för de långsiktiga effekterna som krisen kunde medföra, inte minst risken för varaktigt hög arbetslöshet. Krisens natur, som gjorde att vissa sektorer drabbades särskilt hårt, innebar att finanspolitiken hade en viktig roll att spela för att mildra effekterna.

Direktionen bedömde vid det **penningpolitiska mötet i november** att penningpolitiken behövde vara fortsatt expansiv under lång tid för att underlätta den ekonomiska återhämtningen och få inflationen att stiga mot målet. Alla direktionsledamöter ville lämna reporäntan oförändrad på noll procent och öka takten i tillgångsköpen i närtid. En majoritet av direktionsledamöterna ansåg att det var lämpligt att utöka ramen för

tillgångsköpen med 200 miljarder kronor, att förlänga programmet till slutet av 2021 och att inkludera även statskuldväxlar i programmet. En direktionsledamot ansåg att det var bra att utöka tillgångsköpen men att det hade räckt med 100 miljarder kronor. En annan direktionsledamot tyckte inte att köpen behövde utökas i nuläget. Ledamoten ansåg att de föreslagna köpen inte skulle göra penningpolitiken mer expansiv och att penningpolitiken förmodligen kunde förbli lika expansiv med mindre köp. Dessa direktionsledamöter tyckte inte heller att det var motiverat att inkludera statskuldväxlar i köpprogrammet.

2.3 Penningpolitiska beslut 2020

11 februari **Ordinarie möte.** Reporäntan lämnades oförändrad på noll procent.

12 mars **Extrainsatt möte.** Direktionen beslutade att banker som är penningpolitiska motparter får låna upp till sammantaget 500 miljarder kronor med 2 års löptid, till rörlig ränta motsvarande reporäntan. Lånen ges mot samma säkerheter som Riksbanken kräver för krediter i RIX. För att erhålla lån ska motpartens utlåning till företagen vid utvärderingstidpunkten ha ökat med åtminstone en femtedel av det belopp som motparten har lånat från Riksbanken, annars ska kostnaden för lånet ökas med upp till 0,2 procentenheter.

16 mars **Extrainsatt möte.** Direktionen beslutade att räntan på Riksbankens stående utlåningsfacilitet från och med den 18 mars 2020 sänks så att den uppgår till vid var tid gällande reporänta med tillägg av 0,20 procentenheter, att från och med den 18 mars erbjuda veckovisa extraordinära marknadsoperationer med full tilldelning och en löptid på tre månader riktad mot Riksbankens penningpolitiska motparter, samt att Riksbanken avser att genomföra utökade köp av obligationer med upp till 300 miljarder svenska kronor under perioden mars till december 2020. Köpen kommer vid behov att innefatta svenska nominella och reala statsobligationer, utöver de tidigare beslutade köpen av statsobligationer under denna period, obligationer utgivna av svenska kommuner och Kommuninvest i Sverige AB, samt säkerställda obligationer utgivna av svenska institut. Riksbanken ändrade också de begränsningsregler som gäller säkerheter som motparter lämnar för krediter hos Riksbanken, med innebörden att den tillåtna andelen säkerställda obligationer av en motparts totala säkerhetsmassa från och med den 18 mars 2020 höjs från 60 procent till 80 procent.

17 mars **Per capsulam-beslut.** Direktionen beslutade att Riksbanken onsdagen den 18 mars 2020 ska köpa nominella svenska statsobligationer till ett nominellt belopp om 2,5 miljarder kronor utöver de tidigare beslutade köpen av statsobligationer under perioden juli 2019–december 2020.

19 mars **Extrainsatt möte.** Direktionen beslutade att Riksbanken under perioden från den 19 mars 2020 till och med den 18 september 2020 erbjuder lån upp till 60 miljarder amerikanska dollar till penningpolitiska motparter mot säkerhet; att göra avsteg från det interna finansiella regelverket innebärande att Riksbanken får genomföra transaktioner i samband med generell utlåning i amerikanska dollar under denna period, även om de står i konflikt med de interna reglerna avseende guld- och valuta-

reservens marknadsrisk och de lägsta tillåtna andelarna i respektive valuta i valutareserven; att i penningpolitiskt syfte köpa företagsobligationer och företagscertifikat inbärande att under perioden mars–december 2020 köpa obligationer och certifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag inom ramen för programmet för köp av obligationer; att höja tillåtna andelen säkerställda obligationer av en motparts totala säkerhetsmassa vid krediter hos Riksbanken från 80 procent till 100 procent; att höja högsta tillåtna säkerhetsvärdet för säkerställda obligationer utgivna av en enskild emittent, eller grupp av enskilda emittenter, från 50 procent till 100 procent av det totala säkerhetsvärdet för säkerställda obligationer som har lämnats som säkerhet, samt att acceptera säkerställda obligationer som emitterats av motparten, eller av motparten närstående, som säkerhet för kredit i Riksbanken.

20 mars **Per capsulam-beslut.** Direktionen beslutade att Riksbanken onsdagen den 25 mars 2020 ska köpa säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor av svenska institut till ett nominellt belopp om 10 miljarder kronor.

23 mars **Per capsulam-beslut.** Direktionen beslutade att Riksbanken inom ramen för det beslutade programmet för företagsutlåning via penningpolitiska motparter mellan den 27 mars och den 17 april 2020 vid fyra tillfällen ska erbjuda sammanlagt 400 miljarder svenska kronor till penningpolitiska motparter mot säkerhet i syfte att öka deras utlåning i svenska kronor till svenska icke-finansiella företag.

26 mars **Extrainsatt möte.** Direktionen beslutade att Riksbanken den 2 april ska påbörja köp av företagscertifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett nominellt belopp om 4 miljarder kronor, att tillåta att svenska kreditinstitut som står under Finansinspektionens tillsyn kan bli tillfälliga penningpolitiska motparter och att sådan tillfällig penningpolitisk motpart får delta i programmet för utlåning till företag via penningpolitiska motparter.

27 mars **Per capsulam-beslut.** Direktionen beslutade att Riksbanken mellan den 30 mars och den 30 april 2020 ska köpa säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor av svenska institut till ett nominellt belopp om 50 miljarder kronor, onsdagen den 1 april 2020 ska köpa säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor av svenska institut till ett nominellt belopp om 20 miljarder kronor och mellan den 30 mars och den 30 april 2020 ska köpa nominella svenska statsobligationer till ett nominellt belopp om sammanlagt 5 miljarder kronor utöver de tidigare beslutade köpen av statsobligationer under perioden juli 2019–december 2020.

3 april **Per capsulam-beslut.** Direktionen beslutade att Riksbanken mellan den 8 april och den 31 maj 2020 ska erbjuda sig att från penningpolitiska motparter köpa företagscertifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett nominellt belopp om 32 miljarder kronor och onsdagen den 8 april 2020 erbjuda sig att från penningpolitiska motparter köpa företagscertifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett nominellt belopp om 4 miljarder kronor.

6 april **Per capsulam-beslut.** Direktionen beslutade att erbjuda fler anbudstillfällen inom ramen för Riksbankens program för utlåning i svenska kronor mot säkerhet till penningpolitiska motparter, inklusive tillfälliga penningpolitiska motparter, för

vidareutlåning till svenska icke-finansiella företag med fortsatta veckovisa erbjudanden på 50 miljarder per vecka från den vecka som börjar den 20 april till dess att det totala rambeloppet om 500 miljarder kronor har lånats ut eller till dess att Riksbanken bedömer att behov av ytterligare erbjudanden inte föreligger. Direktionen beslutade också att utvidga programmet till att också omfatta vidareutlåning till svensk enskild näringsverksamhet.

21 april **Extrainsatt möte.** Direktionen beslutade att inleda köpen av kommunobligationer och mellan den 27 april och den 30 juni 2020 köpa obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om sammanlagt 15 miljarder kronor.

27 april **Ordinarie möte.** Reporäntan lämnades oförändrad på noll procent. Direktionen beslutade att mellan den 1 maj och den 30 september 2020 köpa säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor av svenska institut till ett nominellt belopp om 85 miljarder kronor och nominella svenska statsobligationer till ett nominellt belopp om sammanlagt 18 miljarder kronor utöver de tidigare beslutade köpen av statsobligationer under perioden juli 2019–december 2020.

8 maj **Per capsulam-beslut.** Direktionen beslutade att Riksbankens program för köp av företagscertifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag från och med den 11 maj 2020 även ska omfatta företagscertifikat med återstående löptid upp till sex månader vid respektive anbudstillfälle. Direktionen beslutade dessutom att mellan den 1 juni och den 30 september 2020 fortsätta att erbjuda sig att från penningpolitiska motparter köpa företagscertifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag och att innehav av företagscertifikat förvärvat inom ramen för det aktuella köpprogrammet fram till den 30 september 2020 inte får överstiga 32 miljarder kronor.

15 maj **Per capsulam-beslut.** Direktionen beslutade att mellan den 1 juli och den 30 september 2020 köpa obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om sammanlagt 15 miljarder kronor.

30 juni **Ordinarie möte.** Direktionen beslutade att behålla reporäntan oförändrad på noll procent. Direktionen beslutade också att programmet för köp av obligationer i penningpolitiskt syfte förlängs till den 30 juni 2021 och ska omfatta köp av värdepapper utgivna i svenska kronor till ett sammanlagt nominellt belopp om upp till 500 miljarder kronor inklusive tidigare beslutat rambelopp; att Riksbanken inom ramen för detta köpprogram mellan den 1 oktober och den 31 december 2020 ska köpa svenska nominella och reala statsobligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 20 miljarder kronor utöver de tidigare beslutade köpen av statsobligationer under perioden juli 2019–december 2020; att köpa obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 15 miljarder kronor; att köpa säkerställda obligationer utgivna av svenska institut till ett nominellt belopp om 65 miljarder kronor; att erbjuda sig att från penningpolitiska motparter köpa företagscertifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett sådant nominellt belopp att Riksbankens innehav av företagscertifikat förvärvat

inom ramen för köpprogrammet under den nu aktuella köpperioden inte överstiger 32 miljarder kronor; att Riksbanken vid köp av företagscertifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag från och med den 1 juli 2020 ska tillämpa en begränsningsregel som innebär att Riksbanken vid respektive köptillfälle inte ska äga mer än 70 procent av en enskild emittents totala utestående volym av företagscertifikat i svenska kronor; att Riksbanken inom ramen för detta köpprogram mellan den 1 september 2020 och den 30 juni 2021 även ska erbjuda sig att från penningpolitiska motparter köpa obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett nominellt belopp om 10 miljarder kronor; att förlänga löptiden för lån till penningpolitiska motparter, inklusive tillfälliga penningpolitiska motparter, inom ramen för programmet för vidareutlåning till icke-finansiella företag (utlåningsprogrammet) till upp till fyra år; att sänka det räntetillägg som utgår på lånen inom ramen för utlåningsprogrammet om kravet på vidareutlåning inte uppfylls från 0,20 procentenheter till 0,10 procentenheter; att fastställa att dessa justeringar ska gälla även för redan lämnade krediter inom ramen för utlåningsprogrammet; att räntan på Riksbankens stående utlåningsfacilitet från och med den 2 juli 2020 ska uppgå till den vid var tid gällande reporäntan med ett tillägg på 0,10 procentenheter; att Riksbanken från och med den 6 juli 2020 ska erbjuda sina penningpolitiska motparter krediter på tre respektive sex månader med full tilldelning inom ramen för veckovisa marknadsoperationer mot en rörlig ränta som motsvarar vid var tid gällande reporänta.

31 augusti **Per capsulam-beslut.** Direktionen beslutade att vid köp av obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag mellan den 1 september 2020 och den 30 juni 2021 tillämpa bilaterala förfaranden och anbuds förfaranden enligt de anvisningar som följer av direktionens beslut den 30 juni 2020 samt med beaktande av att (a) köperbudandet avser icke efterställda obligationer med en återstående löptid på upp till fem år, (b) köpen endast ska omfatta såväl obligationer som företag vars kreditbetyg inte understiger den lägst accepterade kreditbetygsnivån motsvarande Baa3/BBB-, (c) det på köpdagen inte ska finnas indikationer på att något av dessa kreditbetyg kan komma att understiga den lägst accepterade kreditbetygsnivån, (d) Riksbanken vid respektive köptillfälle inte ska äga mer än 50 procent av en enskild emittents totala utestående volym av företagsobligationer i svenska kronor, samt att (e) Riksbanken vid respektive köptillfälle inte ska äga mer än 50 procent av en enskild obligationsutgåva. Direktionen beslutade dessutom att de första köpen av företagsobligationer ska genomföras med hjälp av bilaterala förfaranden i den vecka som börjar med den 14 september 2020.

15 september **Per capsulam-beslut.** Direktionen beslutade att fortsatt under perioden den 19 september 2020 till och med den 31 mars 2021 erbjuda lån upp till 60 miljarder amerikanska dollar till penningpolitiska motparter mot säkerhet.

21 september **Ordinarie möte.** Direktionen beslutade att behålla reporäntan oförändrad på noll procent.

6 november **Per capsulam-beslut.** Direktionen beslutade att vid köp av värdepapper (obligationer och certifikat) utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag köpa värdepapper emitterade av företag som i nationalräkenskaperna klassifice-

ras som (a) icke-finansiella företag, (b) koncerninterna finansinstitut, eller (c) invest- mentbolag och som har ett stort antal ägare. Direktionen beslutade dessutom att Riksbanken kan köpa värdepapper utgivna av koncerninterna finansinstitut och invest- mentbolag endast under förutsättning att emittenten inte står under Finansinspekt- ionens tillsyn eller finns registrerad hos Finansinspektionen, eller ingår i en koncern som i huvudsak bedriver finansiell verksamhet; att vid köp av företagsobligationer kan beakta kreditbetyg avseende emittentens moderbolag i de fall då emittenten saknar ett eget kreditbetyg och emittentens moderbolag garanterar emittentens förpliktel- ser; att köp av företagsobligationer ska omfatta obligationer med en återstående löp- tid om minst sex månader vid respektive anbudstillfälle.

26 november **Ordinarie möte.** Direktionen beslutade att behålla reporäntan oför- ändrad på noll procent. Direktionen beslutade också att Riksbankens program för köp av värdepapper i penningpolitiskt syfte förlängs till och med den 31 december 2021 och ska omfatta köp av värdepapper utgivna i svenska kronor till ett sammanlagt no- minellt belopp om upp till 700 miljarder kronor. Att inom ramen för detta program, utöver att erbjuda sig att från penningpolitiska motparter köpa obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag i enlighet med beslutet den 30 juni 2020, mellan den 1 januari och den 31 mars 2021 (a) köpa svenska nominella och re- ala statsobligationer samt svenska statens gröna obligationer till ett sammanlagt no- minellt belopp om 13,5 miljarder kronor, (b) köpa svenska statsskuldväxlar till ett sammanlagt nominellt belopp om 10 miljarder kronor, (c) köpa obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 23,5 miljarder kronor som även får omfatta köp av gröna kommunobligat- ioner, (d) köpa säkerställda obligationer utgivna av svenska institut till ett nominellt belopp om 70 miljarder kronor, samt (e) erbjuda sig att från penningpolitiska motpar- ter köpa företagscertifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett sådant nominellt belopp att Riksbankens innehav av företagscertifikat förvärvat inom ramen för köpprogrammet vid varje köptillfälle inte överstiger 32 miljarder kro- nor. Direktionen beslutade dessutom att vid köp av företagsobligationer från och med januari 2021 endast erbjuda sig att köpa obligationer utgivna av företag som bedöms leva upp till internationella standarder och normer för hållbarhet.

3 Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren

Den internationella utvecklingen överensstämde relativt väl med Riksbankens prognoser fram till början av 2020, samtidigt som den starka svenska konjunkturen bromsade in något snabbare än väntat. Pandemin förändrade dock de ekonomiska utsikterna i grunden på bara ett par veckor i mars 2020. För att illustrera den stora osäkerheten om utvecklingen både i närtid och på längre sikt kompletterade Riksbanken sina prognoser under 2020 med alternativa scenarier. Jämfört med prognoserna och scenarierna som Riksbanken gjorde under pandemin har BNP och arbetslösheten drabbats mindre än befarat. En viktig förklaring till detta är det omfattande ekonomisk-politiska stödet som regeringar, centralbanker och andra myndigheter har satt in, både i Sverige och i omvärlden.

Innehållet i detta kapitel är något annorlunda jämfört med förra årets redogörelse för penningpolitiken. Liksom tidigare innehåller kapitlet en beskrivning av Riksbankens prognoser de senaste åren. Som beskrivs närmare i avsnitt 3.1. förändrade dock coronapandemin förutsättningarna för penningpolitikens måluppfyllelse 2020. Det motiverar att beskrivningen av Riksbankens prognoser i avsnitt 3.2 framför allt fokuserar på perioden fram till mars 2020. Som en följd av pandemin ökade osäkerheten i bedömningarna om utvecklingen i närtid och på längre sikt dramatiskt, vilket Riksbanken bland annat speglade i olika scenarier. Detta beskrivs i avsnitt 3.3.

3.1 Även välgrundade prognoser kan slå fel, vilket blir extra tydligt i kriser

Eftersom penningpolitikens effekter på ekonomin i huvudsak uppstår på ett par års sikt baserar Riksbanken penningpolitiken på prognoser för inflationen och den övriga ekonomin ett par år framåt. Ett sätt att närma sig frågan om huruvida penningpolitiken bidrog till en god måluppfyllelse är därför att studera träffsäkerheten i Riksbankens prognoser. På så sätt får man en bild av den penningpolitik som bedrevs och de bedömningar den baserades på.

Målet är givetvis att Riksbankens prognoser ska vara träffsäkra så att de penningpolitiska besluten baseras på en bra bild av den ekonomiska utvecklingen framöver. Men det inträffar ständigt oförutsedda saker i ekonomin, vilket gör att avvikelser från inflationsmålet är regel snarare än undantag. Viss statistik revideras också, vilket gör att utfall som togs för givna då prognoserna gjordes kan ändras i efterhand. Allt detta tillsammans gör att även välgrundade och genomarbetade prognoser ofta slår fel.

Ett extremt exempel på detta är då kriser inträffar. Ibland är sådana helt oväntade, ibland föregås de av ökad osäkerhet och risker. Oavsett vilket är det omöjligt att avgöra när exakt de ska inträffa. Eftersom de medför djupa ekonomiska nedgångar kommer prognoserna gjorda före en kris att slå fel på ett dramatiskt sätt, sett med facit i hand. Kriser försvagar på så vis kopplingen mellan måluppfyllelsen för penningpolitiken och prognoserna som penningpolitiken byggde på åren innan. Om aktiviteten i ekonomin helt oväntat faller på grund av en kris och inflationen sjunker långt under målet kommer penningpolitiken åren före krisen visserligen att ha påverkat utgångsläget men ha liten betydelse för måluppfyllelsen under krisåren.

Kriser förändrar dessutom förutsättningarna för måluppfyllelsen. I kriser behöver centralbanken fokusera på att hantera problem i den finansiella sektorn, eller förhindra att problem sprider sig dit, eftersom sådana problem förvärrar nedgången i ekonomin. Krisåtgärderna genomförs alltså inte i första hand av omsorg om de finansiella aktörerna, utan för att bidra till att fallet i produktionen och sysselsättningen blir mindre än det annars skulle ha blivit. Det förbättrar i sin tur möjligheterna att nå inflationsmålet på längre sikt. Men till skillnad från penningpolitik i normala tider, då sikten är ett par år framåt i tiden, är fokus för åtgärderna i en kris framför allt att stötta ekonomin i närtid och minska riskerna för en betydligt sämre utveckling på kort sikt – oavsett hur stora och snabba åtgärder som vidtas går det dock inte att helt förhindra en nedgång. På så vis blir sambandet mellan centralbankens åtgärder och den ekonomiska utvecklingen mer direkt än i normala tider.⁴

Det blir dessutom i praktiken omöjligt att skilja de åtgärder som genomförs för att uppfylla målet för penningpolitiken från de som genomförs för att upprätthålla den finansiella stabiliteten, eftersom målen sammanfaller – se vidare fördjupningen ”Coronakrisen illustrerar behovet av flexibilitet i ny riksbankslag”.

3.2 Förutsättningarna för prognoserna, penningpolitiken och måluppfyllelsen 2020 ändrades helt av pandemin

Utvecklingen utvärderingsåret 2020 präglades alltså av följderna av coronapandemin (se kapitel 1). Redogörelsen för penningpolitiken är ett underlag för en utvärdering av penningpolitiken de senaste tre åren, vilket motiverar att ett avsnitt om prognoserna 2018–2019 är inkluderade. Eftersom pandemin totalt förändrade förutsättningarna för ekonomin fokuserar beskrivningen på hur prognoserna förhöll sig till den ekonomiska utvecklingen fram till startpunkten för pandemin våren 2020.⁵ Diagram 32–diagram 39 sist i rapporten visar den faktiska utvecklingen samt Riksbankens prognoser under åren 2018, 2019 och inledningen av 2020 för ett antal centrala variabler. Syftet med diagrammen är att på ett övergripande sätt illustrera Riksbankens syn på framtiden under den perioden och att jämföra med utfallen. Det är därför inte nödvändigt att urskilja enskilda prognoser.

⁴ Även i normala tider kan dock vissa effekter av penningpolitiken uppstå relativt snabbt. Det gäller till exempel när förändringar av växelkursen påverkar priserna på importerade varor.

⁵ Dessa prognoser och utfall har dock behandlats i tidigare års Redogörelser för penningpolitiken, vilket motiverar att beskrivningen här är nedkortad jämfört med motsvarande avsnitt i förra årets rapport.

Utvecklingen i omvärlden fångades relativt väl i prognoserna från 2019 fram till coronapandemin 2020

Sverige är en liten öppen ekonomi, vilket betyder att utvecklingen i omvärlden har stor betydelse. För att fånga utvecklingen sammantaget väger Riksbanken samman olika länder efter deras betydelse för Sveriges utrikeshandel med hjälp av det så kallade kronindexet (KIX). Klart störst betydelse för Sverige har utvecklingen i euroområdet, som har nästan 50 procents vikt i indexet.

Under 2018 dämpades tillväxten i euroområdet och omvärlden generellt efter en period med en relativt stark utveckling. Att den internationella konjunkturen skulle mattas av något var väntat. Men den stora politiska osäkerheten i spåren av handelskonflikten mellan USA och Kina och turerna kring Storbritanniens utträde ur EU bidrog till att tillväxten i omvärlden dämpades snabbare under 2019 än vad som låg i de prognoser som Riksbanken gjorde 2018. Detta bidrog också till att inflationen i omvärlden blev lägre än väntat under 2018. Riksbankens prognoser under 2019 fångade dock utvecklingen av både tillväxten och inflationen i omvärlden relativt väl, fram till dess att coronapandemin slog till.

Den starka konjunkturutvecklingen i Sverige bromsade in något snabbare än väntat 2019

Riksbanken bedömde att den svenska ekonomin skulle bromsa in under 2018, efter en lång period av stark utveckling på arbetsmarknaden och god BNP-tillväxt, och att tillväxten skulle närma sig en historiskt normal takt kring 2 procent. Liksom för omvärlden visade sig den svenska konjunkturen bromsa in något snabbare än väntat. En viktig orsak till detta, förutom nedgången i den internationella konjunkturen, var utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden. Prisfallet på bostäder under hösten 2017 fick de svenska bostadsinvesteringarna att minska kraftigt, och det påverkade även hushållens konsumtion negativt.

Under 2019 var BNP-tillväxten kvar strax under 2 procent, vilket också låg i prognoserna som Riksbanken gjorde under året. Bedömningen var att konjunkturutvecklingen hade gått in i en mognare fas med lägre tillväxt än de föregående åren. Avmattningen gick dock snabbare än väntat, vilket kan illustreras med prognoserna för arbetslösheten.⁶ Men avmattningen skedde från ett relativt starkt konjunkturläge och sammantaget var inte bilden att en lågkonjunktur var att vänta.

Under 2018 och inledningen av 2019 låg inflationen i Sverige nära Riksbankens inflationsmål på 2 procent. Prognoserna som Riksbanken gjorde från våren 2018 och framåt speglade bedömningen att energipriserna skulle öka långsammare framöver och att inflationen därför skulle sjunka. Så blev också fallet. Men inflationen sjönk lite snabbare än i Riksbankens bedömning. Olika mått på den mer varaktiga delen av inflationen antydde dock att det var en tillfällig dämpning och att KPIF-inflationen skulle stiga igen under 2019, vilket den också gjorde. Att Riksbanken sammantaget överskattade inflationen något under 2019 beror till viss del på att kronans växelkurs

⁶ De stora kvalitetsproblem med underlagen till den officiella arbetsmarknadsstatistiken som SCB har identifierat gör det visserligen svårt att utvärdera prognoserna för arbetslösheten. Men en samlad bedömning av arbetsmarknadsstatistik från olika källor indikerar också att konjunkturen bromsade in snabbare än väntat.

påverkade inflationen i mindre utsträckning än väntat, trots att växelkursen blev klart svagare än i Riksbankens prognoser. Arbetskostnaderna per producerad enhet – ett vanligt mått på det inhemska kostnadstrycket – ökade oväntat snabbt. Men företagen förde inte vidare de ökade kostnaderna till konsumenterna genom att höja priserna.⁷

Reporäntans utveckling visade sig stämma ganska väl med Riksbankens prognoser under 2018, även om reporäntan höjdes lite senare än väntat. Under 2019 fattades de penningpolitiska besluten mot bakgrund av en något motsägelsefull bild. Ekonomin både internationellt och i Sverige utvecklades under året i stora drag som väntat. Osäkerheten om den internationella konjunkturen påverkade dock stämningläget och riskerna för en svagare utveckling växte samtidigt som räntorna sjönk i omvärlden. Konjunkturutsikterna reviderades ned något, men gav inte bilden av någon lågkonjunktur. Inflationen sjönk tillfälligt, men steg därefter som väntat tillbaka mot målet. I december 2019 höjdes reporäntan till noll procent i linje med prognoserna som gjordes under året.

3.3 Den stora osäkerheten om det ekonomiska läget och utvecklingen förändrade prognosarbetet

Coronapandemin förändrade alltså de ekonomiska utsikterna för omvärlden och Sverige i grunden på bara ett par veckor i mars 2020. Det var uppenbart att åtgärderna för att begränsa smittspridningen medförde fall i efterfrågan och störningar på utbudssidan som skulle drabba ekonomierna med kraft. Men det var mycket svårt att uppskatta hur stor den ekonomiska nedgången skulle bli. Mycket av Riksbankens analysarbete under året behövde därför fokusera på de ekonomiska konsekvenserna av pandemin (se också fördjupningen ”Riksbankens utvecklingsarbete”).

Ekonomin rörde sig snabbt och det var svårt att få en bild av utvecklingen

Den snabba förändringen av den ekonomiska utvecklingen under våren 2020 innebar stora utmaningar för prognosarbetet, bland annat för arbetet att skapa en bild av det ekonomiska nuläget och utvecklingen i närtid. Ekonomin rörde sig mycket snabbt och den statistik och de indikatorer som Riksbanken använder i normala fall gav inte en tillräckligt aktuell bild, eftersom de publiceras en gång i månaden eller en gång i kvartalet och ofta med fördröjning. För att snabbt kunna uppskatta coronapandemins påverkan på produktionen och arbetsmarknaden utökade därför Riksbanken insamlingen av högfrekventa data, så kallade realtidsindikatorer.⁸ Riksbanken tog också tätare kontakter med de storföretag som ingår i bankens regelbundna företagsundersökningar och telefonintervjuer kunde komplettera realtidsindikatorerna.

Förutom att pandemin gjorde att det ekonomiska läget ändrades snabbt var en annan utmaning för prognosarbetet att få grepp om sättet på vilket ekonomin påverkades på kort och lång sikt. Den drabbades av en chock som var svår att relatera till tidigare

⁷ Ett skäl till att företagen varit försiktiga med att höja priserna kan vara en oro att konkurrenterna kanske inte följer efter med prishöjningar – se Riksbankens företagsundersökning i maj 2019.

⁸ För mer om detta, se J. Ewertzh med flera, Realtidsindikatorer ger informationsstöd i snabba konjunkturvändningar, Ekonomiska kommentarer nr 3 2020, Sveriges riksbank.

ekonomisk kriser, eftersom den till sin natur skilde sig från de störningar som tidigare inträffat. Eftersom grunden till krisen var pandemin behövde prognoserna ta avstamp i antaganden om smittspridningen och det blev därför viktigt att förstå mer om detaljerna kring denna. Det var också uppenbart att vissa branscher drabbades särskilt hårt. För att bedöma effekten av detta på ekonomin som helhet behövde dessa branscher analyseras mer i detalj. För att bilda sig en uppfattning om den tänkbara utvecklingen på längre sikt var det också nödvändigt att fundera på hur stora avtryck perioden av begränsningar och nedstängningar kunde få för produktionskapaciteten och arbetsmarknaden (se fördjupningen "Långsiktiga effekter av pandemin på svensk ekonomi").

Scenarier illustrerade osäkerheten i prognoserna under 2020

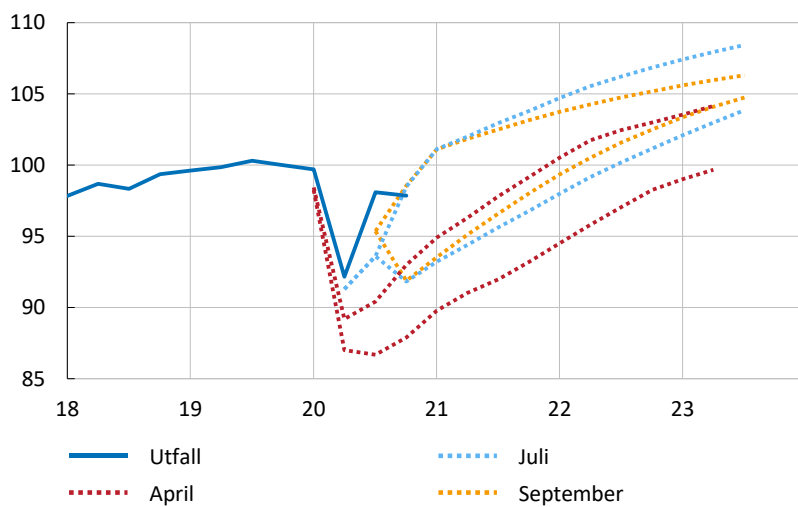
Normalt kan Riksbankens prognoser ses som en sammanvägning av scenarier för den ekonomiska utvecklingen, där vikterna i sammanvägningen är sannolikheterna för att scenarierna ska inträffa. På grund av coronapandemin var det dock uppenbart att bedömningarna av den ekonomiska utvecklingen, både i närtid och på längre sikt, berodde på en rad inhemska och globala faktorer som var genuint osäkra och vars effekter på ekonomin var mycket svåra att uppskatta. Förutom att publicera själva prognosen i ett huvudscenario, valde Riksbanken därför att också redovisa alternativa scenarier som ett sätt att spegla den stora osäkerheten om utvecklingen framöver. Scenarierna belyste hur olika antaganden påverkade bedömningen av hur djup den ekonomiska nedgången kunde bli och hur länge coronapandemin skulle påverka ekonomin. Syftet var dock inte att så bra som möjligt förutspå den framtida utvecklingen.

I de penningpolitiska rapporterna i april, juni och september publicerade Riksbanken två alternativa scenarier vid varje tillfälle, förutom ett huvudscenario.⁹ Alternativscenarierna var gjorda för att illustrera en tänkbar ekonomisk utveckling där effekten av pandemin var mindre respektive större än i huvudscenariot. Diagram 24–diagram 26 nedan illustrerar alternativscenarierna för BNP-nivån, arbetslösheten och inflationen vid varje rapporttillfälle. Huvudscenarierna, som alltså visade en utveckling mellan de två alternativscenarierna, är tidigare redovisade i diagram 19, diagram 20 och diagram 23 i kapitel 2. De huvudsakliga antagandena som låg till grund för alternativscenarierna finns samlade i tabell 4 och tabell 5 nedan.

⁹ Den penningpolitiska rapporten i april 2020 innehöll dock inget huvudscenario, endast två scenarier och ett fåtal siffrsatta bedömningar om utvecklingen framöver.

Diagram 24. BNP-nivå, alternativa scenarier

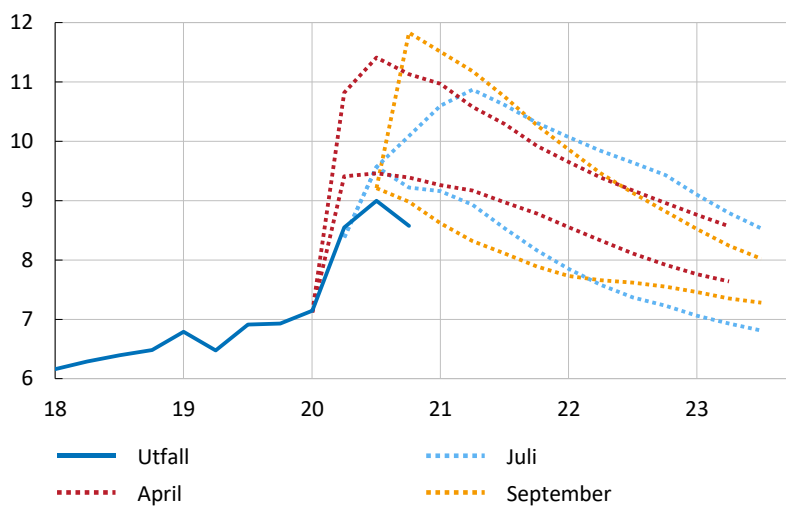
Index 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 25. Arbetslöshet, alternativa scenarier

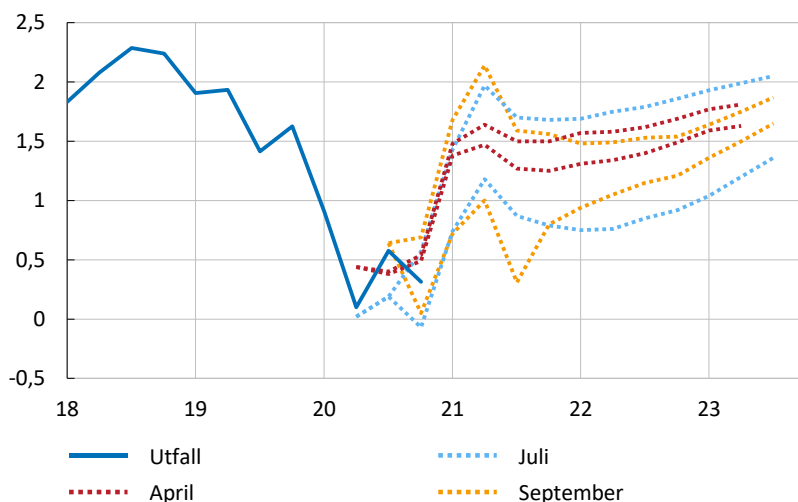
Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 26. KPIF, alternativa scenarier

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

April: stor osäkerhet om de ekonomiska effekterna av restriktionerna under våren och om pandemins fortsatta förlopp

Från slutet av februari 2020 accelererade antalet personer som insjuknade i covid-19 i Sverige och omvärlden och omfattande åtgärder för att begränsa smittspridningen infördes i många länder (se diagram 2 och diagram 3). Vid det penningpolitiska beslutet i april stod det klart att konsekvenserna av restriktionerna skulle bli stora och det var uppenbart att konjunktur- och inflationsutsikterna för såväl Sverige som omvärlden hade förändrats helt. Men osäkerheten om pandemins förlopp var mycket stor och det var omöjligt att säga hur djup och utdragen den ekonomiska nedgången skulle bli. Av denna anledning valde Riksbanken att resonera om utvecklingen utifrån två olika scenarier, snarare än en enda prognos.¹⁰

Båda scenarierna i april utgick från ett djupt fall i svensk BNP under våren. I det ena scenariot antogs åtgärderna för att begränsa smittspridningen vara på plats i stor omfattning även under sommaren 2020 och en återhämtning kunna komma igång först under fjärde kvartalet. En nedgång på bostadsmarknaden skulle dessutom förvärra krisen ytterligare, och fler konkurser, högre arbetslöshet och lägre investeringar antogs få negativa effekter på produktionen och arbetslösheten på längre sikt. Det andra scenariot utgick från att smittspridningen i Sverige och andra länder skulle börja minska och att restriktionerna skulle vara mycket mindre under sommaren. Återhämtningen skulle då kunna starta ett kvartal tidigare och effekterna på BNP och arbetslösheten bli betydligt mindre än i det första scenariot, både på kort och på lång sikt.

¹⁰ Riksbanken betonade att inget av scenarierna speglade Riksbankens bedömning av den mest sannolika utvecklingen och att man inte heller skulle tolka dem som det mest gynnsamma respektive det sämsta tänkbara scenariot. Bedömningen var att utvecklingen kunde bli såväl bättre som sämre än i scenarierna.

Juli: fortsatta lättnader av restriktionerna under hösten eller skärpningar på grund av ökad smittspridning?

Då Riksbanken publicerade den penningpolitiska rapporten i juli var det något klarare vilka ekonomiska effekter krisen hade fått i Sverige och omvärlden under våren. Det var tydligt att de negativa konsekvenserna av pandemin var mycket stora, trots kraftiga ekonomisk-politiska stimulanser världen över (se kapitel 2 för en beskrivning av alla de åtgärder som Riksbankens genomförde). Den ekonomiska nedgången i euroområdet hade blivit större än vad scenarierna i april utgick från, men det fanns tecken på att återhämtningen i omvärlden gick något snabbare än väntat. Olika indikatorer pekade mot att den svenska ekonomin drabbats hårt under våren, men utvecklingen såg inte ut att ha varit fullt lika illa som i scenarierna i april. Nationalräkenskaperna för det andra kvartalet var dock inte kända vid beslutet i juli.

Eftersom smittspridningen hade minskat under våren och försommaren hade många länder börjat dra tillbaka restriktionerna. De lättnaderna hade skett något tidigare och snabbare än vad aprilscenarierna utgick från. Utvecklingen framöver var dock fortfarande mycket osäker. Riksbankens huvudscenario byggde på ett antagande om att restriktionerna gradvis skulle minska, även om det var sannolikt med tillfälliga bakslag runt om i världen. Efter den kraftiga nedgången under våren kunde det således ske en gradvis ekonomisk återhämtning från och med andra halvan av 2020. Eftersom fallet i svensk ekonomi inte varit lika djupt som i omvärlden och begränsningsåtgärderna inte lika omfattande väntades uppgången i svensk ekonomi bli mindre än i omvärlden. Trots återhämtningen och en gradvis stigande sysselsättning var det dock inte troligt att arbetslösheten skulle återgå till nivån innan pandemin ens på tre års sikt.

Ett alternativscenario illustrerade en utveckling med en ny större våg av smittspridning senare under 2020 där både den svenska ekonomin och ekonomierna i omvärlden skulle påverkas av att restriktionerna skärptes på nytt. Den mer utdragna perioden med låg ekonomisk aktivitet i det scenariot skulle också medföra att produktionen och arbetslösheten på längre sikt skulle påverkas mer negativt. Den nya nedgången skulle dessutom medföra fall i priserna och nyproduktionen på bostadsmarknaden. Som kontrast illustrerade ett andra alternativscenario en ekonomisk utveckling som var mer gynnsam än i huvudscenariot, där den kraftiga nedgången följdes av en snabbare uppgång under andra halvåret. Det scenariot byggde på antagandet att restriktionerna skulle lyftas allt mer under sommaren och att smittspridningen skulle minska till en låg nivå under hösten. Stämmningsläget bland hushåll och företag kunde då förbättras snabbt.

September: risker för ny konjunktunedgång och stor osäkerhet om krisens långsiktiga effekter på ekonomin

Den ekonomiska återhämtningen som startade i maj på de flesta håll fortsatte under sommaren, om än i långsammare takt. Restriktionerna lättades, men inte riktigt i den takt som Riksbanken antagit i huvudscenariot i juli. Trots det var den ekonomiska utvecklingen i omvärlden i linje med huvudscenariot. För svensk del pekade utfallen och indikatorerna på att ekonomin hade börjat återhämta sig. Men läget på arbetsmarknaden var bekymmersamt med hög arbetslöshet till följd av vårens stora fall i den ekonomiska aktiviteten.

Från slutet av sommaren började antalet smittade åter att öka, först i USA och senare även i Europa. Utfasningen av restriktionerna bromsades samtidigt upp i många länder. I september konstaterade Riksbanken att utvecklingen var oroande och huvudscenariot utgick från att det skulle dröja till efter årsskiftet innan smittspridningen skulle avta och man kunde se en tydlig trend nedåt i restriktionerna igen. Den ekonomiska utvecklingen var kantad av risker för en ännu sämre utveckling men också av en osäkerhet om vilka långsiktiga effekter som pandemin skulle få på tillväxtpotentialerna i Sverige och omvärlden. Riksbankens huvudscenario utgick från att coronakrisen i viss utsträckning skulle ha sådana varaktiga effekter. Trots att återhämtningen skulle kunna gå snabbt när begränsningarna började lättas allt mer innebar det kraftiga fallet under våren att BNP-nivån inte ens i slutet av prognosperioden skulle nå upp till den trendmässiga utvecklingen som Riksbanken bedömde före pandemin.

För att belysa osäkerheten redovisade Riksbanken också ett scenario med större varaktiga effekter på ekonomin. Scenariot utgick från att smittspridningen skulle öka markant senare under 2020 och att begränsningarna av samhällslivet skulle öka igen, snarare än att vara ungefär oförändrade året ut som i huvudscenariot. En lång period med mycket låg aktivitet i ekonomin antogs pressa företagen ytterligare med fler konkurser och ökad arbetslöshet som följd. Produktionen på lång sikt skulle därför påverkas mer och fler arbetslösa skulle tappa anknytningen till arbetsmarknaden. I scenariot fick den negativa utvecklingen dessutom följder för bostadsmarknaden. Ett mer optimistiskt scenario utgick från att smittspridningen skulle minska till mycket låga nivåer under hösten och i stort sett upphöra 2021. Med en sådan utveckling skulle nedgången i den ekonomiska aktiviteten under våren 2020 ha inga eller små effekter på den långsiktiga produktionskapaciteten.

Trots att smittspridningen varit som i de pessimistiska scenarierna har produktionen och sysselsättningen hittills drabbats mindre än befarat

Som diagram 24–diagram 26 visar var det stora skillnader i den ekonomiska utveckling som Riksbanken tecknade i de olika scenarierna i april, juli och september. Det speglar syftet med scenarierna som just var att illustrera den stora osäkerheten om både pandemiförloppet och dess ekonomiska effekter. Jämför man prognoserna i huvudscenarierna (se diagram i kapitel 2) och de alternativa scenarierna med utfallen för BNP och arbetslösheten 2020 är en slutsats att återhämtningen efter vårens djupa nedgång gick betydligt snabbare än väntat. Den gick faktiskt något snabbare än i Riksbankens optimistiska scenarier, det vill säga i scenarierna med en snabbare återhämtning än i huvudscenariot. Samtidigt har pandemiförloppet i praktiken snarare varit i linje med antagandena i de pessimistiska scenarierna (se tabell 4).¹¹

En förklaring till den här utvecklingen är det omfattande ekonomisk-politiska stödet som regeringar, centralbanker och andra myndigheter har satt in i både Sverige och omvärlden. Att helt förhindra en ekonomisk nedgång i spåren av en kris i det här slaget är inte möjligt och har heller inte varit målsättningen med krisåtgärderna. Syftet har varit att lindra pandemins ekonomiska effekter på företag och hushåll och stötta

¹¹ En mer detaljerad genomgång och utvärdering av Riksbankens prognoser, där Riksbanken jämförs med andra prognosmakare, finns i Utvärdering av Riksbankens prognoser, Riksbanksstudier mars 2021, som publiceras samtidigt som Redogörelse för penningpolitiken 2020.

återhämtningen på olika sätt. Riksbankens åtgärder har till stor del syftat till att stabilisera förhållandena på de finansiella marknaderna så att inte problem där ska orsaka en ännu djupare och mer utdragen ekonomisk nedgång. Ett tecken på att det ekonomiska stödet från offentligt håll varit lyckosamt är att produktionen och arbetslösheten drabbats mindre än vad Riksbanken och andra befarade.

Stödåtgärderna har sannolikt bidragit till att hushåll och företag i stor utsträckning ställt in sig på att effekterna av krisen kommer att vara övergående. De positiva nyheterna om nya vacciner som kom under sommaren och hösten kan också ha bidragit till att hålla stämningläget uppe. Sammantaget har därför den ekonomiska aktiviteten inte sjunkit lika mycket som den sannolikt hade gjort om hushåll och företag förväntat sig en mer långvarig kris. Vissa branscher, som har tappat en mycket stor del av sin försäljning, har dock drabbats hårt, bland annat tjänstebanscher som hotell och restauranger och delar av detaljhandeln som kläder och skor.

Totalt sett har hushållens konsumtion utvecklats ungefär i linje med Riksbankens prognoser under pandemin, medan däremot exporten och investeringarna återhämtade sig snabbare än väntat efter fallet under våren.¹² Återhämtningen av exporten var inte enbart ett svenskt fenomen, utan samma utveckling syntes också i andra länder och i världshandeln. Bostadsinvesteringarna ökade relativt snabbt, pådrivna av en stark bostadsmarknad. Både bostadspriserna och hushållens skuldsättning fortsatte att stiga (se diagram 27 och diagram 28). Skuldernas andel av hushållens disponibla inkomster, den så kallade skuldkvoten, var nästan 200 procent i slutet av 2020.

Till skillnad från Riksbankens pessimistiska scenarier fick krisen således inga negativa spridningseffekter till bostadsmarknaden. Förutom ett prisfall i mars och april steg priserna på bostadsrätter, villor och fritidshus under 2020. Det är en ovanlig utveckling jämfört med tidigare konjunkturnedgångar då priserna har fallit mer och återhämtat sig långsammare. Bostadspriserna har stigit i flertalet jämförbara länder, vilket talar för att det finns gemensamma faktorer som har drivit utvecklingen. Hushållen har sannolikt ändrat sina konsumtionsmönster under pandemin och blivit mer villiga att lägga pengar på sitt boende. Priserna på större bostäder tycks ha ökat särskilt mycket. Samtidigt har ekonomisk-politiska åtgärder hållit nere bostadsräntor och hållit uppe sysselsättningen i ovanligt hög grad. Arbetslösheten för köpstarka grupper har också förblivit förhållandevis låg (se till exempel diagram 31 i fördjupningen "Långsiktiga effekter av pandemin på svensk ekonomi"). Dessutom kan lättnader i amorteringskravet ha påverkat prisutvecklingen.

Inflationens utveckling under pandemin har varit svårbedömd men i linje med Riksbankens prognoser

Det finns flera skäl till att det har varit svårt att göra bedömningar av inflationens utveckling under pandemin. Eftersom konsumtionen av vissa varor och tjänster nästan upphörde helt under våren saknades tidvis dessa priser i KPI-beräkningarna och de be-

¹² Se Utvärdering av Riksbankens prognoser, Riksbanksstudier mars 2021.

hövde ersättas med artificiella värden. Det bidrog till att öka osäkerheten om den faktiska utvecklingen av inflationen.¹³ Det var också svårt att på förhand försöka avgöra den totala effekten på inflationen av pandemin. Priserna tenderar att sjunka då efterfrågan på varor och tjänster minskar, vilket talade för en låg inflation. Men störningarna i produktionen, handeln och transportererna på grund av pandemin gjorde att utbudet på vissa produkter minskade, vilket normalt får inflationen att stiga.

Riksbankens bedömning var att effekten av den lägre efterfrågan skulle dominera, i alla fall på kort sikt. Genomsnittet för inflationen 2020 blev också lågt och i linje med Riksbankens prognoser. Att inflationsförväntningarna på längre sikt inte påverkades mer av den dramatiska ekonomiska inbromsningen och den låga inflationen 2020 är sannolikt kopplat till förväntningarna om att effekterna av pandemin generellt är tillfälliga och till de omfattande stödåtgärderna som nämndes ovan (se kapitel 1 för detaljer om inflationsutfallet och inflationsförväntningarna). Förväntningarna har sannolikt också varit inställda på att de låga energipriserna under 2020 var en tillfällig effekt.

Viktigt med fortsatt stöd från penningpolitiken

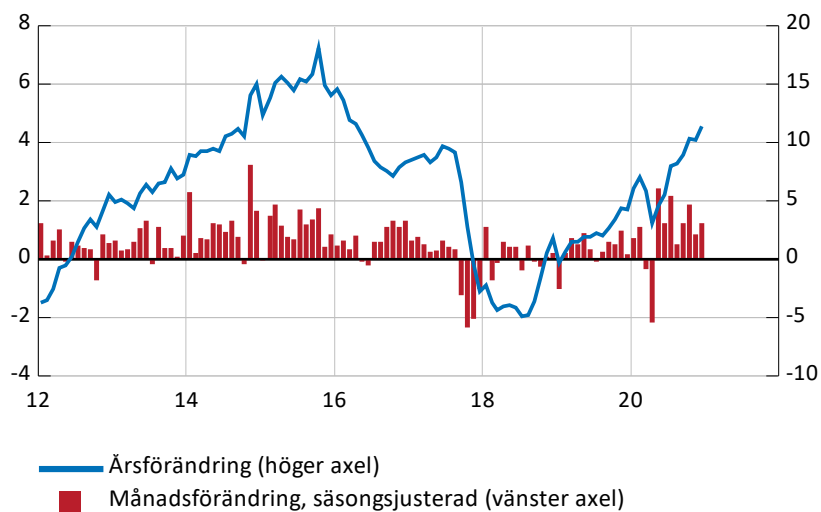
Även om ekonomin hittills har återhämtat sig oväntat snabbt är det för tidigt att dra slutsatser om effekterna av pandemin och hur de förhåller sig till prognoserna och scenarierna på längre sikt. Det råder fortfarande stor osäkerhet om hur stora och hur varaktiga förändringarna i hushållens och företagens beteenden blir. Pandemin är heller inte över. Vaccinationer har påbörjats i Sverige och i många länder, vilket ökar sannolikheten för att effekterna av pandemin gradvis minskar och återhämtningen tar fart. Men de logistiska utmaningarna med vaccinationerna är stora och det finns en fortsatt risk för bakslag när det gäller smittspridningen och immuniteten.

Eftersom pandemin inte är över är det också för tidigt att dra slutsatser om penningpolitiken baserat på jämförelser av utfallet för 2020 med Riksbankens scenarier och prognoser. Åtgärderna som Riksbanken vidtog i mars och april 2020 bidrog till att hålla uppe kreditgivningen och att räntorna till hushållen och företagen var låga (se kapitel 2). Storleken på åtgärderna speglade dels att det var nödvändigt att agera snabbt och kraftfullt för att stabilisera marknaderna, dels att det rådde stor osäkerhet om hur stora och långvariga de ekonomiska effekterna av pandemin skulle bli. Under sommaren återhämtade sig visserligen ekonomin oväntat snabbt efter den djupa nedgången under våren, till stor del tack vare ett omfattande ekonomiskt-politiskt stöd. Men smittspridningens förlopp liknande mer antagandena i de pessimistiska scenarierna. För Riksbanken var det viktigt att utforma penningpolitiken så att åtgärder fanns på plats som skulle säkerställa att återhämtningen hade tillräckligt stöd även under 2021. Den relativt svaga ekonomiska utvecklingen de sista månaderna 2020 illustrerar att det fortfarande finns ett stort sådant behov.

¹³ Ett ytterligare mätproblem kopplat till hushållens förändrade konsumtionsmönster under pandemin är förändringarna av vikterna som används i KPI-beräkningarna för att väga ihop olika priser till en representativ "korg" av varor och tjänster. Se fördjupningen Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen i Penningpolitisk rapport, februari 2021.

Diagram 27. Bostadspriser enligt HOX Sverige

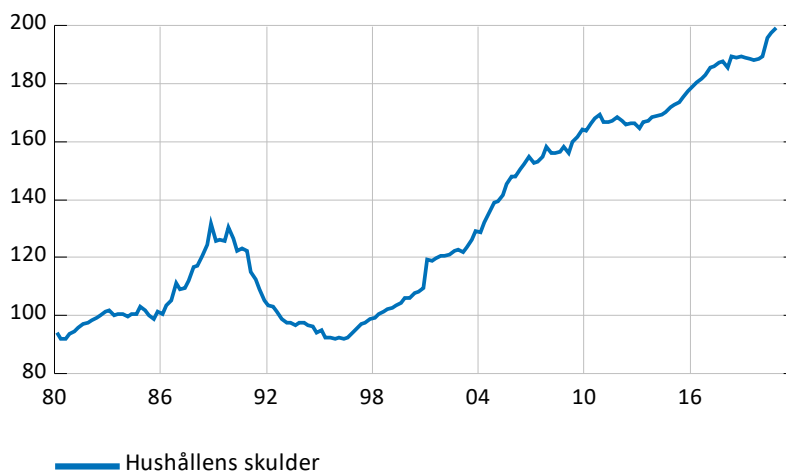
Procent



Källor: Valueguard och Riksbanken.

Diagram 28. Hushållens skulder

Procent av årlig disponibel inkomst



Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Sammanfattning av antagandena i de alternativa scenarierna med en långsammare återhämtning

APRIL	JUNI	SEPTEMBER
Åtgärder för att dämpa smittspridningen oförändrade större delen av sommaren.	Andra våg av ökad smittspridning i USA och Europa under fjärde kvartalet 2020. Inga större utbrott 2021.	Graden av immunitet är låg och smittspridningen ökar i slutet av 2020.
Återhämtningen fördröjs och inleds först det fjärde kvartalet.	Efter lättnader under sommaren införs nya åtgärder för att begränsa fysiska kontakter då smittspridningen tar fart igen det fjärde kvartalet. Åtgärderna är dock mindre omfattande än under våren.	Nya restriktioner och frivilliga begränsningar av fysiska kontakter påverkar samhällslivet i både Sverige och omvärlden.
Fler konkurser, högre arbetslöshet och lägre investeringar har tydlig inverkan på BNP på lång sikt.	En mer utdragen period av låg ekonomisk aktivitet leder till fler konkurser, långvarigt högre arbetslöshet och minskade investeringar, vilket påverkar produktionen på längre sikt.	Stora stimulansåtgärder av regeringar och centralbanker stödjer utvecklingen men kan inte motverka en ny ekonomisk nedgång. Ytterligare penningpolitiska åtgärder kan också behöva vidtas.
Krisen förvärras av en tydlig nedgång på den svenska bostadsmarknaden.	Högre arbetslöshet och ett mer pessimistiskt stämningsläge påverkar bostadsmarknaden, där priserna faller och nyproduktionen minskar.	En mer utdragen period av låg ekonomisk aktivitet leder till fler konkurser, långvarigt högre arbetslöshet och minskade investeringar, vilket påverkar produktionen på längre sikt.
		Högre arbetslöshet och ett mer pessimistiskt stämningsläge påverkar den svenska bostadsmarknaden, där priserna faller och nyproduktionen minskar.

Anm. Benämningarna på scenarierna i respektive penningpolitisk rapport var "scenario B" i april, "scenario med andra våg" i juli och "scenario med andra våg av smittspridning" i september.

Källa: Riksbanken.

Tabell 5. Sammanfattning av antagandena i de alternativa scenarierna med en snabbare återhämtning

APRIL	JUNI	SEPTEMBER
Åtgärder för att dämpa smittspridningen börjar lättas före sommaren.	Begränsningsåtgärder och restriktioner på samhällslivet lyfts allt mer under sommaren i omvärlden och Sverige.	Smittspridningen minskar till mycket låga nivåer under hösten och har i princip upphört under 2020.
Återhämtningen inleds det tredje kvartalet.	Smittspridningen minskar till en låg nivå under hösten och de flesta restriktionerna hävs.	Samhällslivet återgår till det normala i stor utsträckning och stämningsläget förbättras snabbt bland hushåll och företag.
Fler konkurser och arbetslösa har viss inverkan på BNP på lång sikt.	Stämningsläget bland hushåll och företag förbättras snabbt.	Fortsatt stora ekonomisk-politiska stimulanser stödjer återhämtningen. Prisuppgångar på finansmarknaderna bidrar också till att öka efterfrågan och företagets finansieringssituation förbättras.
Måttliga effekter på den svenska bostadsmarknaden.	Den ekonomiska nedgången under våren får liten inverkan på produktionen på lång sikt.	Nedgången i den ekonomiska aktiviteten under våren 2020 får inga eller små effekter på den långsiktiga produktionskapaciteten.
		Huspriserna fortsätter att stiga.

Anm. Benämningarna på scenarierna i respektive penningpolitisk rapport var "scenario A" i april, "scenario med snabbare återhämtning" i juli och "scenario med snabbare ekonomisk uppgång" i september.

Källa: Riksbanken.

4 Viktiga penningpolitiska frågor

Riksbankens främsta penningpolitiska uppgift är att säkra förtroendet för inflationsmålet. Ett skäl till att detta är så viktigt är att det är en förutsättning för att penningpolitiken ska ha utrymme att även i framtiden motverka lågkonjunkturer med hjälp av räntesänkningar. Den externa penningpolitiska debatten under året handlade bland annat om nivån på reporäntan, köpen av företagspapper och penningpolitikens fördelnings-effekter. Kapitlet redovisar Riksbankens syn inom dessa områden och tar även upp ett antal mer långsiktiga frågor som är viktiga att analysera.

4.1 Syftet med inflationsmålet

Penningpolitikens främsta uppgift är att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet på 2 procent. Det finns ett starkt politiskt stöd för inflationsmålet och det kan ses som ett av våra samhällsekonomiska mål.¹⁴ Målet innebär inte att inflationen alltid ska ligga på 2 procent. Detta är inte heller möjligt eftersom det hela tiden sker förändringar i ekonomin som gör att inflationen varierar på ett sätt som inte går att förutsäga med tillräcklig precision och inte heller att motverka på kort sikt. Det viktiga är att hushåll och företag har förtroende för att avvikelser från målet inte blir alltför långvariga. Ett annat sätt att uttrycka detta är att de långsiktiga inflationsförväntningarna i ekonomin ska vara förankrade vid 2 procent.

Samstämmiga förväntningar bidrar till gynnsam ekonomisk utveckling

Det främsta syftet med ett inflationsmål är att det ska fungera som ett riktmärke för pris- och lönebildningen i ekonomin – att det ska utgöra vad som brukar kallas ett nominellt ankare. När inflationen inte varierar så mycket och ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare att planera långsiktigt. Det förbättrar i sin tur möjligheterna att få en gynnsam ekonomisk utveckling med god och stabil tillväxt.

Det finns goda ekonomiska skäl till att målet är just 2 procent och inte lägre. Ett skäl är att lönebildningens förutsättningar att effektivt fördela resurserna i ekonomin kan försämrans när den genomsnittliga inflationen är alltför låg. Anledningen är att det i praktiken är svårt att sänka nominella löner. Om inflationen är låg och de nominella lönerna inte kan sänkas blir det svårt att anpassa de relativa lönerna mellan olika yrken, företag och branscher. Detta gör det svårare att locka arbetskraft till delar av ekonomin där de gör störst nytta. I förlängningen kan detta medföra både högre arbetslöshet och sämre produktivitet utveckling i ekonomin. Med en viss underliggande inflation mildras dessa problem.

¹⁴ För en mer utförlig genomgång av den roll det politiska systemet spelade vid inflationsmålets tillkomst och det politiska stöd målet har haft sedan dess, se Redogörelse för penningpolitiken 2019, kapitel 4.

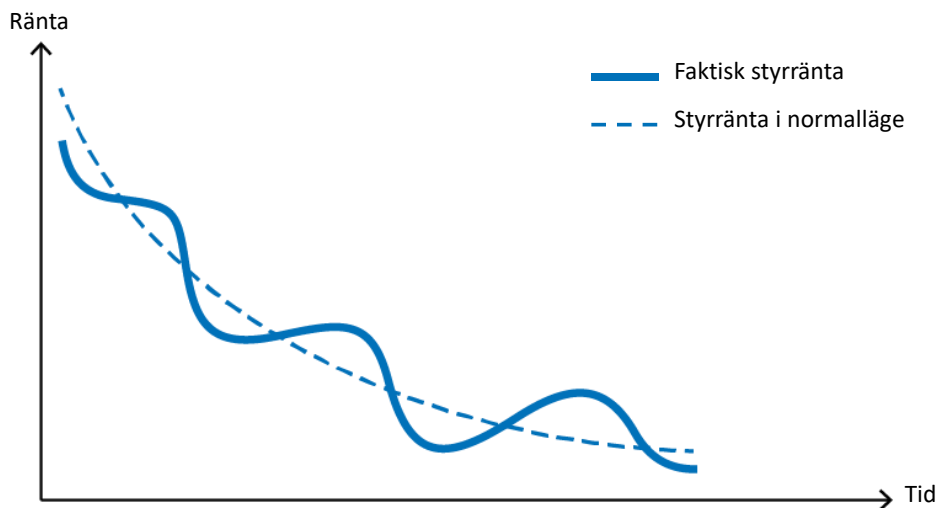
Inflationsmålet skapar utrymme för att motverka lågkonjunkturer

De senaste åren har också ett annat syfte med inflationsmålet blivit allt mer tydligt: Att inflationsmålet upprätthålls är en förutsättning för att penningpolitiken ska ha utrymme att motverka lågkonjunkturer med hjälp av räntesänkningar.

Grundproblemet är att det allmänna realränteläget i världen fallit av strukturella skäl och nu är historiskt lågt. Det innebär att alla räntor, inklusive centralbankernas styrräntor, har fallit parallellt och i genomsnitt nu också är historiskt låga.¹⁵

Diagram 29 illustrerar schematiskt hur förutsättningarna för penningpolitiken därmed har förändrats. Den streckade linjen visar styrräntan i normalläget, eller i genomsnitt, som har följt den reala räntan nedåt. När centralbanker bedriver penningpolitik via styrräntan så ändrar de den på ett sätt som kan illustreras med den heldragna linjen. En ränta som är lägre än normalläget stimulerar efterfrågan och inflationen, medan en ränta som är högre har motsatt effekt. Centralbankerna måste således förhålla sig till det allmänna normala ränteläget när de sätter sin styrränta.

Diagram 29. När det allmänna ränteläget faller behöver styrräntan följa med



Källa: Riksbanken

Eftersom det allmänna ränteläget idag är historiskt lågt krävs att centralbankens styrränta är mycket låg för att få en expansiv effekt. Det är därför som styrräntan i många länder idag ligger på eller nära en nedre gräns för den nominella räntan.¹⁶ Ett förhållande som är centralt här är att den genomsnittliga nominella räntenivån (oavsett om

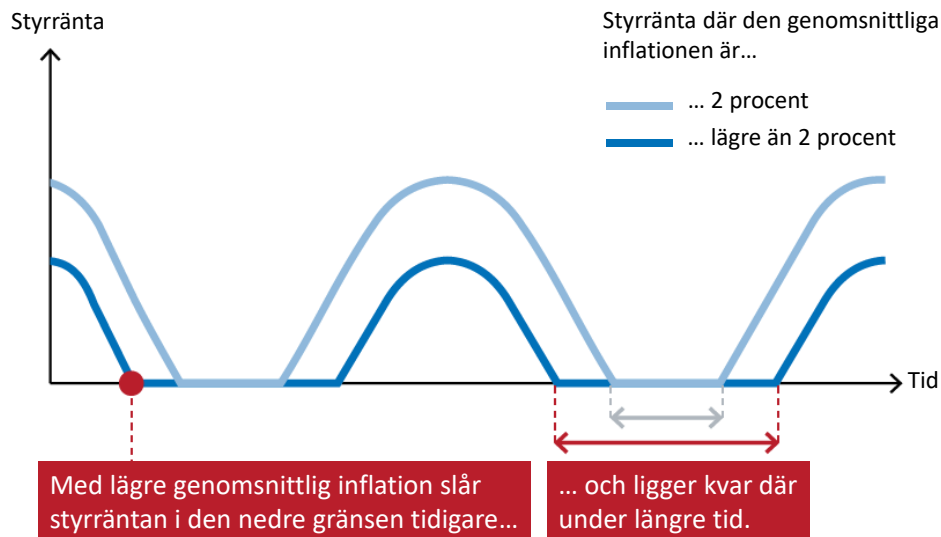
¹⁵ Jämfört med läget för ett antal decennier sedan är också inflationen lägre, vilket har inneburit att de nominella räntorna har fallit, utöver vad nedgången i realräntorna har medfört.

¹⁶ I ekonomisk teori antog man tidigare att räntan inte går att sänka under noll, eftersom kontanter ger noll i avkastning och allmänheten då hellre håller dessa. I stället för en nollgräns antar man numera att det finns en effektiv nedre gräns som är negativ och bland annat beror på hur kostsamt det är att hantera kontanter och hur mycket det penningpolitiska genomslaget minskar vid olika räntenivåer, se till exempel J. Alsterlind, H. Armelius, D. Forsman, B. Jönsson och A.-L. Wretman, "Hur långt kan reporäntan sänkas?", Ekonomiska kommentarer Nr. 11, 2015, Sveriges riksbank. Exakt var denna gräns går är dock oklart.

det gäller centralbankernas styrräntor eller det allmänna globala ränteläget) påverkas av hur hög inflationen är i genomsnitt. Om den genomsnittliga inflationen är mycket låg, säg nära noll, i stället för att i genomsnitt ligga på inflationsmålet på 2 procent, då blir också räntorna i genomsnitt ungefär 2 procentenheter lägre.¹⁷

Det innebär i sin tur att om inflationen och inflationsförväntningarna skulle falla och varaktigt ligga under målet så kommer också utrymmet att sänka räntorna att minska (se diagram 30). Styrräntan kommer då att tidigare slå i den gräns där den inte kan sänkas mer och behöver ligga kvar där under längre tid. Det blir därmed ännu svårare att göra penningpolitiken så expansiv som den skulle behöva vara för att motverka lågkonjunkturer. Det är bland annat sådana farhågor som ligger bakom de strategiförändringar som den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, gjorde i augusti 2020 och som diskuteras mer nedan.

Diagram 30. Svårare att bedriva expansiv penningpolitik med lägre genomsnittlig inflation än målet



Källa: Riksbanken

4.2 Den penningpolitiska debatten

Nivån på reporäntan

I december 2019 höjde Riksbanken reporäntan till noll procent efter att inflationen hade varit nära målet sedan 2017. Prognosen var att reporäntan skulle ligga kvar på noll procent de närmaste åren. Coronapandemin bröt sedan ut under våren 2020 och

¹⁷ Sambandet beskrivs av den så kallade Fisherekvationen, namngiven efter den amerikanske ekonomen Irving Fisher, känd bland annat för sina arbeten om ränteteori och skuldeflation under de första decennierna på 1900-talet. Fisherekvationen brukar skrivas $i = r + \pi$, där i är den nominella räntan, r den reala räntan och π (den förväntade) inflationen.

en fråga i den penningpolitiska debatten har varit om reporäntan åter borde sänkas under noll.

Den bedömning som Riksbanken gjorde under året var att en lägre styrränta, som under normala förhållanden kan väntas stimulera bland annat hushållens konsumtion, skulle vara mindre effektiv och lämplig i ett läge när både offentliga rekommendationer och människors självpåtagna begränsningar förhindrade en normal konsumtion. Effekten av pandemin på inflationen bedömdes dessutom i grunden vara tillfällig och inte långsiktigt påverka Riksbankens möjligheter att uppfylla inflationsmålet, vilket minskade behovet av en sänkt reporänta.

I den ekonomisk-politiska debatten har det också förts fram andra argument mot att åter sänka styrräntan under noll. Om negativa räntor skulle uppfattas som ett mer permanent tillstånd kan bankerna komma att införa negativ inlåningsränta för hushåll och företag. Dessa skulle kunna reagera med att göra stora uttag från sina bankkonton, vilket i sin tur skulle kunna leda till likviditetsproblem för bankerna, då insättningarna står för en viktig del av bankernas finansiering.

Även om sådana reaktioner behöver tas med i bedömningen så behöver de inte uppstå om inlåningsräntan bara är något negativ, vilket bland annat erfarenheterna från Danmark tyder på.¹⁸ Avvägningarna när det gäller för- och nackdelar med negativ styrränta är svåra och komplicerade. Riksbankens sammantagna bedömning är att negativ styrränta även fortsättningsvis är ett penningpolitiskt alternativ i en värld där det allmänna ränteläget är historiskt lågt, särskilt om förtroendet för inflationsmålet skulle vara hotat.

Köpen av värdepapper

En annan fråga som har diskuterats handlar om köpen av värdepapper, i synnerhet köpen av företagscertifikat och företagsobligationer. Utgångspunkten för diskussionen var att dessa papper dels har en högre risk än de Riksbanken hade köpt före coronakrisen, dels har en annan karaktär än framför allt statsobligationer, genom att de ges ut av enskilda företag. Argument som förts fram är att om krediter till företag behöver tillhandahållas när bankerna är ovilliga att ge företagen lån borde dessa krediter ges inom ramen för finanspolitiken och beslutas av regering och riksdag.

Köpen av företagscertifikat och företagsobligationer på andrahandsmarknaden under 2020 kan karaktäriseras som en riktad åtgärd i och med att de syftade till att säkerställa att marknaden fungerade och motverka att riskpremien steg. Genom att agera på marknaderna för företagscertifikat och företagsobligationer kunde Riksbanken bidra till att skapa förutsättningar för företagen att emittera nya certifikat och obligat-

¹⁸ I slutet av 2019 började danska banker införa negativ ränta för hushåll på inlåning över en viss nivå. När det gäller de danska företagen var räntan i slutet av 2020 negativ på ungefär 80 procent av inlåningen. Analyser från Danmarks Nationalbank tyder på att negativa inlåningsräntor leder till att företagen ökar sina investeringar och nyanställningar, se "Corporations deleverage and invest when charged negative interest rates on bank deposits", Danmarks Nationalbanks Analyses, No. 24, November 2020. För en uppsummering av de samlade erfarenheterna av negativ ränta så här långt, se L. Brandão-Marques, M. Casiraghi, G. Gelos, G. Kamber och R. Meeks, "Negative Interest Rates – Taking Stock of the Experience So Far", Departmental Paper No. 2021/003, IMF.

ioner. På så sätt förhindrades att större företag, som normalt har tillgång till marknadsfinansiering, trängde ut små och medelstora företags möjlighet att få banklån. Att Riksbanken stödjer kreditförsörjningen och ser till att likviditeten fungerar väl så att livskraftiga företag inte slås ut, eller krisen utvecklas till en finanskris, är avgörande för den ekonomiska stabiliteten i stort, och både prisstabilitet och finansiell stabilitet. Riksbankens köp av företagspapper har således fyllt en viktig funktion för att trygga kreditförsörjningen under en mycket turbulent period. Det är centralt att Riksbanken även i framtiden har möjlighet att agera på detta sätt (se fördjupningen "Coronakrisen illustrerar behovet av flexibilitet i ny riksbankslag"). Det är givetvis samtidigt viktigt att i förväg noga överväga fördelar och potentiella nackdelar med de åtgärder som vidtas, eftersom penningpolitik idag ofta behöver bedrivas med andra verktyg än den mer traditionella styrräntan.

Det ska betonas att Riksbankens köp av företagspapper görs enligt tydligt uppsatta kriterier. De genomförs enligt principen om marknadsneutralitet och det är alltså inte fråga om något riktat stöd direkt till enskilda företag. Riksbanken köper också enbart på andrahandsmarknaden och efter en spärrtid, vilket innebär att en tid måste ha förflutit mellan det att värdepapperet ges ut och att Riksbanken köper det.¹⁹ Ett motiv till köpen har varit att många företag idag till stor del finansierar sig genom att ge ut sådana värdepapper. I Sverige kommer en tredjedel av företagets finansiering från obligationsmarknaden. Riksbankens innehav är dock mycket litet och motsvarade vid årsskiftet 0,4 procent av utestående företagsobligationer utgivna i kronor. Köp av företagspapper används också av andra centralbanker, exempelvis den Europeiska centralbanken, Federal Reserve, Bank of England och Bank of Canada.

Penningpolitikens fördelningseffekter

En fråga som också diskuterades under året är om penningpolitiken har bidragit till ökade klyftor. Bakgrunden är att den expansiva politiken, i kombination med andra faktorer, kan ha bidragit till stigande börser och bostadspriser, vilket är gynnsamt för de som äger sådana tillgångar.

Här bör det till att börja med betonas att syftet med en expansiv penningpolitik är att mildra ekonomiska nedgångar som slår mot sysselsättningen och resulterar i en lägre inflation än önskvärt. Alldeles oavsett eventuella effekter på fördelningen i samhället är en sådan politik bättre för i praktiken alla jämfört med om penningpolitiken skulle förhålla sig passiv.

När Riksbanken gör penningpolitiken mer expansiv eller mer åtstramande så påverkas de ekonomiska aktörernas beslut. Detta ger i sin tur effekter på produktionen, sysselsättningen och inflationen. Eftersom den ekonomiska situationen för hushållen skiljer sig åt när det gäller till exempel hur stort sparande de har, vilka tillgångar de äger och

¹⁹ För en mer detaljerad beskrivning av kriterierna för köp av företagspapper, se protokollsbilagan "Köp av företagspapper som en penningpolitisk åtgärd", Sveriges riksbank, 6 november 2020, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/dagordningar--protokoll/protokollsbilagor/direktionen/2020/protokollsbilagor-kop-av-foretagspapper-som-en-penningpolitisk-atgard.pdf>

om de har jobb eller inte, kommer penningpolitiken även att påverka fördelningen av inkomsterna och förmögenheterna.

Över en längre period, som löper över både låg- och högkonjunkturer, kommer effekterna av penningpolitiken på inkomst- och förmögenhetsfördelningen att till stor del ta ut varandra. Men även om man bara ser till skeendet i en lågkonjunktur, när centralbanken bedriver en expansiv penningpolitik, är de sammantagna fördelningseffekterna inte uppenbara.

Expansiv penningpolitik påverkar tillgångspriserna...

När räntorna sjunker påverkar det hushållens kapitalinkomster, deras sparande i olika tillgångar och deras skulder. Eftersom räntebetalningarna blir lägre gynnas högt skuldsatta hushåll. Samtidigt missgynnas hushåll med stort banksparande. Centralbankens åtgärder för att hålla ränteläget nere, både via styrräntan och köpen av tillgångar, kan samtidigt bidra till att priserna på olika tillgångar ökar. Det gör att förmögenheterna ökar hos hushåll som äger tillgångarna och att de tjänar mer om de säljer tillgångarna.

Generellt sett har kapitalinkomster störst betydelse för hushållen med de högsta inkomsterna, särskilt de i den yttersta toppen av fördelningen. Detsamma gäller förmögenheterna där aktier och liknande finansiella tillgångar är koncentrerade till hushållen med störst förmögenheter.²⁰ Reala tillgångar som bostäder är visserligen jämnare fördelade bland hushållen, men prisökningarna på bostäder verkar sammantaget ha bidragit till en mer ojämn förmögenhetsfördelning i Sverige efter finanskrisen.²¹

...men håller också sysselsättningen och den ekonomiska aktiviteten uppe

Detta är dock bara den ena sidan av myntet. Den expansiva penningpolitiken har exempelvis också bidragit till en starkare arbetsmarknad och en högre ekonomisk aktivitet jämfört med vad som annars skulle ha varit fallet. Som konstaterades ovan är detta något som i praktiken alla vinner på, oavsett eventuella effekter på fördelningen i samhället.

Högre sysselsättning och lägre arbetslöshet har givetvis dessutom också fördelningseffekter. För de allra flesta hushåll utgör arbetsinkomsterna den största delen av inkomsterna och det är framför allt skillnaden mellan inkomsterna hos de som har ett jobb och de som inte har det som är betydelsefull. Om man har ett jobb eller inte påverkar dessutom hur stor pension man kommer att få från det offentliga pensionssystemet och det avgör om man får tillgång till en avtalspension eller inte. Ibland inkluderar man denna typ av pensionstillgångar i hushållens förmögenheter och sysselsättningen spelar alltså en stor roll även i det perspektivet.²² Högre sysselsättning stärker

²⁰ Detta gäller hushållens personliga förmögenheter. Om de fonderade tillgångarna som hushållen äger via pensionssystemen också räknas in är fördelningen jämnare.

²¹ Se J. Lundberg och D. Waldenström, "Wealth inequality in Sweden: What can we learn from capitalized income tax data?", *Review of Income and Wealth* 64(3), 2017.

²² Det kan noteras att ett skäl till Federal Reserves strategiförändringar i augusti var att en stark arbetsmarknad har gynnsamma fördelningseffekter, se J.H. Powell, "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review", anförande i Jackson Hole, 27 augusti, 2020.

också de offentliga finanserna. Det ger regeringen större möjligheter att vidta ytterligare ekonomisk-politiska åtgärder, exempelvis sådana som syftar till att jämna ut klyftor.

Det är alltså inte uppenbart på förhand vad den samlade fördelningseffekten är. Att studera detta empiriskt är också förknippat med flera praktiska svårigheter. En komplikation är att man behöver studera effekterna via många olika kanaler samtidigt. En del av dessa kanaler har dessutom en lång tidshorisont och är svåra att kartlägga empiriskt. En expansiv penningpolitik kan exempelvis bidra till att öka investeringarna och till att produktiviteten stiger. På sikt kan detta leda till högre löneökningar som gynnar arbetstagare relativt de som äger tillgångar (vilket förstås inte är fullständigt skilda grupper), och därmed bidra till en jämnare inkomstfördelning.

Resultaten från den internationella empiriska forskningen är blandade.²³ Vissa studier finner att lägre räntor bidrar till en jämnare inkomstfördelning, medan andra finner det motsatta. Även resultaten från studierna av centralbankernas tillgångsköp är blandade där vissa finner att fördelningen blir jämnare, vissa att den blir ojämnare och vissa att den sammantagna fördelningseffekten av tillgångsköpen är nära noll. Det samma gäller resultaten för penningpolitikens effekt på förmögenhetsfördelningen.

För svensk vidkommande är ytterligare ett praktiskt problem att uppgifter om individuella hushålls tillgångar och skulder inte längre samlas in i och med att förmögenhetsskatten avskaffades 2007. Det innebär att det är svårt att göra en empirisk analys av effekterna på fördelningen av penningpolitik och annan ekonomisk politik i Sverige. I januari 2021 beslutade dock regeringen att en särskild utredare ska belysa och analysera hur individbaserad statistik över hushållens tillgångar och skulder kan tas fram och användas för att ge en fullgod bild av hushållens finansiella ställning. En sådan statistik skulle givetvis i hög grad underlätta analysen av fördelningsfrågor.

Det är också viktigt att beakta *hur* högre tillgångspriser bidrar till en ojämnare fördelning, i den mån detta är fallet. Med stor sannolikhet sker detta genom att inkomster och förmögenheter ökar i främst de övre delarna av fördelningen. En mindre expansiv penningpolitik skulle visserligen kunna bidra till att bromsa tillgångspriserna, men detta skulle ske till priset av ökad arbetslöshet. Även om det sammantagna slutresultatet skulle kunna bli en jämnare fördelning, så skulle läget i praktiken förvärras för redan svaga grupper.

Penningpolitiken är inte lämpad att hantera fördelningseffekter

Det finns ytterligare några aspekter som är viktiga i sammanhanget. En är att tillgångspriser givetvis påverkas av många andra faktorer än penningpolitiken. Det reala ränteläget i världen har fallit under ett par decennier och är idag historiskt lågt. Det är sannolikt en viktig förklaring till att tillgångspriserna, sett i ett lite längre perspektiv, har stigit och idag är höga. Det gäller inte minst bostadspriserna. Det långsiktiga reala ränteläget är något som centralbankerna måste förhålla sig till men inte kan styra, och så

²³ Se A. Colciago, A. Samarina och J. de Haan, "Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey", *Journal of Economic Surveys*, 33(4), 2019.

länge det är lågt kommer även styrräntorna att i genomsnitt förbli låga, sett över konjunkturcykeln.

Att bostadspriserna stigit kraftigt så länge avspeglar också att den svenska bostadsmarknaden inte fungerar särskilt väl. Det finns en rad strukturella problem som medfört att utbudet inte hållit jämna steg med efterfrågan. Det handlar bland annat om svag konkurrens i byggsektorn, litet utbud av mark att bygga på, komplexa planprocesser och ett skattesystem som sannolikt bidrar till att rörligheten på bostadsmarknaden är lägre än önskvärt. Det är viktigt att komma till rätta med dessa strukturella problem för att åstadkomma en långsiktigt mer balanserad prisutveckling på bostadsmarknaden. Att bostadspriser stiger då penningpolitiken behöver vara expansiv i sämre tider och inflationen är lägre än önskvärt är alltså inte huvudproblemet.

Som genomgången i avsnittet "Syftet med inflationsmålet" ovan visar så är dessutom ett upprätthållande av inflationsmålet en förutsättning för att penningpolitiken ska ha utrymme att motverka lågkonjunkturer med hjälp av räntesänkningar. Att på grund av fördelningshänsyn göra penningpolitiken mindre expansiv än den skulle behöva vara för att upprätthålla inflationsmålet skulle riskera att göra ränteverktyget mindre effektivt i framtiden.

Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin brett och har fördelningseffekter som delvis motverkar varandra är den i sig dåligt lämpad att användas för fördelningspolitik. Finanspolitiken har de mest effektiva verktygen och även ansvar för att motverka oönskade fördelningseffekter.

4.3 Frågor inför framtiden

Efter den globala finanskrisen har många centralbanker haft svårt att mer uthålligt uppfylla sina inflationsmål, trots mycket låga styrräntor. I många länder har de låga räntorna kompletterats med köp av olika värdepapper för att göra politiken mer expansiv. Detta har varit till hjälp, men har inte kunnat förhindra att inflationen tenderat att ligga lägre än vad som är önskvärt. En del centralbankers prognoser, bland annat Riksbankens, indikerar att inflationen kommer att fortsätta att understiga målet under flera år framöver.

Efter pandemin ligger de flesta centralbankers styrräntor nu på eller nära den effektiva nedre gränsen. Samtidigt köper centralbankerna både fler och större volymer finansiella tillgångar och deras balansräkningar har därför vuxit snabbt.

Den allt överskuggande uppgiften för stunden för regeringar och centralbanker är att få bukt med effekterna av pandemin och försöka förhindra varaktiga skador på ekonomin. Men i en värld där ränteläget fortsätter att vara mycket lågt kommer utmaningarna för penningpolitiken att finnas kvar även efter att den akuta pandemihandlingen har klarats av.

Viktigt att upprätthålla förtroendet för målet och bevara det penningpolitiska manöverutrymmet

Penningpolitiken står inför framför allt två utmaningar. Den ena är att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet så att det kan fortsätta att fungera som ett riktmärke för pris- och lönebildningen. Den andra utmaningen är att försöka säkerställa att penningpolitiken på ett effektivt sätt kan motverka lågkonjunkturer och hålla sysselsättningen uppe i dåliga tider. Som konstaterats ovan hänger dessa utmaningar samman: Om inflationen och inflationsförväntningarna faller och permanentas på en nivå väsentligt lägre än målet så minskar också utrymmet att sänka räntan för att motverka lågkonjunkturer i framtiden i motsvarande grad. En annan konsekvens är att det skulle bli vanligare att reporäntan behöver vara negativ för att penningpolitiken ska bli tillräckligt expansiv.

Dessa utmaningar spelar en viktig roll i de översyner av de penningpolitiska ramverken som har genomförts eller håller på att genomföras i olika länder. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve, Fed, gjorde i augusti 2020 vissa förändringar i sin strategi, och exempelvis den Europeiska centralbanken, ECB, och Bank of Canada håller på med översyner som väntas bli klara under 2021. Eftersom våra egna erfarenheter väl överensstämmer med de internationellt finns det även i Sverige skäl att fortsätta fundera på frågor kring det penningpolitiska ramverket och den penningpolitiska verktygslådan.²⁴

Centralt tema i Federal Reserves översyn

En av de förändringar som Fed gjorde var att låta penningpolitiken sikta på att inflationen ska överstiga målet på 2 procent under en period om inflationen tidigare har legat under 2 procent.²⁵ Tidigare målavvikelser ska alltså kompenseras med avvikelser åt andra hållet, till skillnad från i konventionell inflationsmålpolitik där sådana avvikelser betraktas som "bygones" som inte behöver kompenseras.

Vad Fed främst är bekymrad över är att om inflationen inte ens i genomsnitt över en lång period når upp till målet så riskerar detta förr eller senare att spilla över på de långsiktiga inflationsförväntningarna i ekonomin. Detta riskerar i sin tur att minska möjligheten att använda räntesänkningar för att motverka lågkonjunkturer i framtiden, av de skäl som förklarats ovan. Man vill därför göra klart att man strävar efter att inflationen ska vara i genomsnitt 2 procent, det vill säga att man avser att tillämpa vad man kallar "average inflation targeting". Man har dock valt att inte låsa sig för någon specifik tidsperiod över vilken medelvärdet ska beräknas. Den nya strategin har därför benämnts "flexible average inflation targeting".

²⁴ Flera av direktionens medlemmar har berört denna fråga under senare tid i olika anföranden, exempelvis Anna Breman (23 februari 2021), Stefan Ingves (8 december 2020), Per Jansson (16 december 2020) och Cecilia Skingsley (7 oktober 2020).

²⁵ För en beskrivning av Feds förändringar i strategin och bakgrunden till dessa, se till exempel J. H. Powell, "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review", anförande den 27 augusti, 2020, Federal Reserve.

Kommunikativa utmaningar i en lågräntemiljö

Sedan ett antal år tillbaka har många centralbanker kombinerat låga styrräntor med så kallade kvantitativa lättnader, som ett led i att göra politiken mer expansiv. Det innebär att centralbankerna har köpt stora mängder värdepapper på andrahandsmarknaden för att pressa ned olika marknadsräntor och öka likviditeten i ekonomin. I vissa lägen behöver centralbanken dessutom ta på sig risk som marknaden inte är villig att ta och rikta åtgärder mot specifika marknader där problem har uppstått, eller riskerar att uppstå. Under 2020 har flera centralbanker med sina riktade köp stabiliserat viktiga finansieringsmarknader för att förhindra att coronapandemin orsakar en kris också i det finansiella systemet.²⁶

Kommunikationen kring köpen av värdepapper

En utmaning är hur politiken med kvantitativa lättnader bäst bör kommuniceras. En god kommunikation med allmänheten om den penningpolitik som bedrivs bidrar till att öka förtroendet för politiken och därmed också till att göra den mer effektiv. Om kvantitativa lättnader kommer att vara ett vanligt inslag i penningpolitiken framöver är allmänhetens förståelse för och tillit till detta verktyg viktig.

Riksbanken delar givetvis denna utmaning med många andra centralbanker. I Storbritannien har den oberoende instans som utvärderar Bank of Englands verksamhet, Independent Evaluation Office (IEO), bland annat granskat bankens kommunikation kring de kvantitativa lättnaderna och gett rekommendationer om hur den skulle kunna förbättras.²⁷

IEO rekommenderar en enkel och "berättelsebaserad" kommunikation kring de kvantitativa lättnaderna. I stället för att beskriva det som att centralbanker "injicerar likviditet" eller "trycker pengar" rekommenderar de att kvantitativa lättnader beskrivs som en fortsättning på den konventionella penningpolitiken på så sätt att den pressar ned långa räntor i syfte att stödja ekonomin, hålla sysselsättningen uppe och inflationen på mer önskvärda nivåer. Detta är en mer intuitiv beskrivning som är mer bekant för allmänheten och som sannolikt också bidrar till att motverka uppfattningen att kvantitativa lättnader bara överför välstånd till rika och till bankerna.

Kommunikationen kring inflationsmålet

Det finns också utmaningar när det gäller kommunikationen kring inflationsmålet. Under lång tid, när problemet var att inflationen var alltför hög, var budskapet att hög och varierande inflation är dåligt för ekonomin och den enskilde individen, och ett inflationsmål leder till en bättre ekonomisk utveckling. Det var ett budskap som de flesta fann intuitivt.

²⁶ För en detaljerad genomgång av de åtgärder Riksbanken vidtog under 2020 till följd av pandemin, se kapitel 2 i denna rapport samt P. Gustafsson och T. von Brömsen, "Coronapandemin: Riksbankens åtgärder och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020", Penning- och valutapolitik 2021:1, Sveriges riksbank.

²⁷ Se "IEO evaluation of the Bank of England's approach to quantitative easing", Bank of England, januari 2021.

Numera är problemet inte att inflationen är alltför hög utan att den tenderar att vara alltför låg. Detta orsakar också problem, men dessa är inte lika lätta att kommunicera. De mekanismer som redovisas i avsnittet "Syftet med inflationsmålet" ovan är relativt komplexa. Att öka förståelsen för dessa mekanismer och tydliggöra att en ekonomi fungerar bättre med en viss inflation är en viktig uppgift för centralbankerna framöver.

Dessa problem skulle mildras om centralbankerna inte skulle behöva bedriva en så expansiv politik som idag för att försöka hålla inflationen på målet. Det har under ganska lång tid funnits strukturella krafter, som globaliseringen och internationella demografiska förhållanden som bidragit till att pressa ned inflationen. En hypotes är att dessa krafter nu håller på att avta och vändas till sin motsats. De hänger framför allt samman med att befolkningarna i Kina och i västvärlden nu håller på att åldras, efter att det motsatta varit fallet i ett antal decennier.²⁸ I vilken mån hypotesen stämmer och det globala inflationstrycket kommer att öka framöver återstår förstås att se.²⁹

Samspelet mellan penningpolitiken och andra politikområden mer centralt

I en situation där ränteläget är lågt och ränteverktyget begränsas av den effektiva nedre gränsen kan det finnas skäl att höja blicken från den renodlade penningpolitiken och hur denna skulle kunna förändras och reformeras. Det finns också skäl att analysera penningpolitikens samspel med andra politikområden.

Finanspolitiken

Under senare tid har centralbankerna haft svårt att göra penningpolitiken tillräckligt expansiv för att påverka efterfrågan och hålla sysselsättningen och inflationen uppe. En slutsats från den internationella debatten är därför att finanspolitiken kan komma att behöva spela en större stabiliseringspolitisk roll än den gjort de senaste decennierna.³⁰

En fråga som sannolikt kommer att diskuteras en del under de kommande åren är vilka former finanspolitikens samspel med penningpolitiken bör ta och eventuellt också om det kan formaliseras. Det handlar bland annat om den roll den samlade ekonomiska politiken bör spela för förutsättningarna att uppfylla det samhällsekonomiska mål som inflationsmålet utgör.

²⁸ Se C. Goodhart och M. Pradhan (2020), *The great demographic reversal*, Palgrave MacMillan, för ett mer utförligt resonemang.

²⁹ Det finns också andra skäl till att inflationstrycket kan komma att öka. Ett, som diskuteras flitigt just nu, är de omfattande finanspolitiska stimulanserna runt om i världen, framför allt i USA, i kombination med signaler från centralbanker att de är beredda att under en tid tolerera en inflation som överstiger målet.

³⁰ För en analys av finanspolitikens roll i en lågräntemiljö, se till exempel J. Furman och L. Summers, "A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates", uppsats presenterad vid konferensen "Fiscal policy advice for Joe Biden and Congress", Brookings och the Peterson Institute for International Economics, 1 december 2020.

Makrotillsynen och de finansiella regelverken

Ett annat viktigt samspel är det mellan penningpolitiken och politiken för att upprätthålla finansiell stabilitet. I en värld där det reala ränteläget är lågt och penningpolitiken behöver vara expansiv under lång tid finns stora utmaningar.

Det låga ränteläget beror till stor del på att de globala realräntorna är historiskt låga. Det är också en av förklaringarna till att olika tillgångspriser idag är höga, även om den expansiva penningpolitiken har bidragit till att tillgångspriserna stigit ytterligare. Om dessa alltför länge stiger på ett sätt som är frikopplat från utvecklingen i resten av ekonomin kan sådana finansiella obalanser i förlängningen resultera i en finansiell kris.

Mycket tyder på att de globala realräntorna kommer förbli låga under ganska lång tid. Dessutom innebär det svaga inflationstrycket och pandemins effekter på konjunkturen att penningpolitiken behöver förbli expansiv för att kunna upprätthålla förtroendet för inflationsmålet – vilket i sin tur är viktigt av de skäl som redovisats ovan. Under dessa omständigheter är det centralt att risken att finansiella obalanser byggs upp kan hanteras av makrotillsynen och de finansiella regelverken.

Lönebildningen

För drygt tjugo år sedan slöts Industriavtalet. Sedan dess sätter parterna inom industrin det så kallade ”märket” som sedan blir normerande för förhandlingarna på övriga områden. Industriparterna har slutit avtal som sökt kombinera höjda reallöner med förbättrad konkurrenskraft. Dessa avvägningar har genom normeringen fått avgörande inflytande på löneökningarna i hela ekonomin.

”Märket” och normeringen har diskuterats ända sedan Industriavtalets tillkomst. Kritiker har hävdats att systemet med ”märke” och normering kan göra det svårare att åstadkomma förändringar av relativa löner. Försvare av systemet har å sin sida hävdats att det både på yrkesnivå och individnivå finns belägg för att det har varit möjligt att förändra relativlöner. Huruvida det nuvarande systemet med ”märke” och normering medger förändringar av relativlöner är en viktig fråga som förtjänar mer analys och diskussion.

En annan fråga som har diskuterats är kopplingen till inflationsmålet. Penningpolitiken och lönebildningen är på flera sätt beroende av varandra. Parternas inflationsförväntningar är en viktig utgångspunkt för löneförhandlingar. För penningpolitiken är det av avgörande betydelse att parterna tror på att penningpolitiken utformas så att inflationsmålet nås. Samtidigt är löneutvecklingen mycket viktig för hur kostnadstrycket kommer att utvecklas. På så sätt påverkas penningpolitikens faktiska möjligheter att nå inflationsmålet. För penningpolitikens långsiktiga trovärdighet är det viktigt att inflationsmålet verkligen kan nås. Samspelet mellan penningpolitiken och lönebildningen är också en viktig fråga att analysera, både för Riksbanken och för andra myndigheter och institutioner som har till uppgift att bidra till att den svenska ekonomin fungerar väl.

Klimataspekter viktigare även för penningpolitiken

En fråga som kommer att bli allt mer aktuell framöver är hur klimatförändringarna kommer att påverka förutsättningarna för ekonomin i stort och därmed för penningpolitiken.³¹ Den globala uppvärmningen innebär nya typer av risker för den ekonomiska utvecklingen. Det kan exempelvis handla om att extremväder som torka, översvämningar och orkaner blir vanligare, eller om att effekter från en gradvis uppvärmning ger minskade skördar eller stigande havsnivåer.

Om det blir vanligare med extremväder kan detta leda till större variationer i matpriser, bostadspriser och energipriser vilket kan få effekter på inflationen och inflationsförväntningarna. Extremväder kan också medföra att anläggningar och infrastruktur förstörs och orsakar avbrott i produktionskedjor, med negativa konsekvenser för produktion och sysselsättning. Effekterna av denna typ av katastrofer är vanligtvis mer kortsiktiga och uppenbara, medan de mer långsiktiga effekterna på ekonomin från den gradvisa uppvärmningen är svårare att överblicka och analysera.

Om klimatförändringarna ökar risken för katastrofer, gör den ekonomiska utvecklingen osäkrare och försämrar tillväxtutsikterna kan detta medföra att den långsiktiga realräntan blir lägre.³² En konsekvens av detta skulle bli att styrräntan allt oftare ligger vid den nedre gränsen och det penningpolitiska manöverutrymmet blir därmed mer begränsat. Även katastroferna i sig, som oftast kräver en mer expansiv penningpolitik, kan göra att en styrränta vid nedre gränsen blir mer vanligt förekommande.

De finansiella marknaderna har en viktig roll i hanteringen av klimatrisker. De kan samtidigt påverkas av klimatfaktorer, vilket kan skapa risker i det finansiella systemet.³³ Värdet på bankernas säkerheter kan krympa till följd av klimatrelaterade katastrofer och kreditförlusterna stiga. Det kan minska deras kapital, försämma likviditeten och därmed försvaga banksystemets möjligheter att ge krediter. Om det finansiella systemet försvagas kan det också bli svårare att få genomslag för penningpolitiken. Det finns alltså goda skäl att beakta klimatrisker eftersom dessa kan påverka hur Riksbanken klarar sina kärnuppdrag – finansiell stabilitet och prisstabilitet.

Klimatrisken har sin grund i ett marknadsmisslyckande, en så kallad negativ externalitet av att släppa ut koldioxid.³⁴ De mest verkningsfulla åtgärderna för att begränsa koldioxidutsläppen faller inom ramen för andra politikområden än penningpolitiken. Men Riksbanken och andra centralbanker kan bidra till att motverka klimatförändringarna med de medel som faller inom deras mandat.

³¹ För en mer detaljerad genomgång, se fördjupningen "Hur påverkar klimatförändringarna Riksbankens arbete?" i Penningpolitisk rapport november, 2020.

³² Se E. Bylund och M. Jonsson, "Hur påverkar klimatförändringarna den långsiktiga realräntan?", Ekonomiska kommentarer Nr 11, 2020, Sveriges riksbank.

³³ För en översikt över litteraturen om interaktionen mellan klimatförändringar och finansiella marknader, se till exempel S. Giglio, B.T. Kelly och J. Stroebe, "Climate Finance", NBER Working Paper, No. 28226, December 2020.

³⁴ Se till exempel C. Olovsson, "Den globala uppvärmningen ur ett ekonomiskt perspektiv", Penning- och valutapolitik 2020:1, Sveriges riksbank.

I december 2020 beslutade direktionen om en hållbarhetsstrategi för Riksbanken som även beaktar ekologiska aspekter.³⁵ Det innebär att Riksbanken ska verka för en hållbar utveckling i linje med riksdagens och regeringens ambitioner, förutsatt att detta är förenligt med de övergripande policyuppgifterna om att upprätthålla ett fast penningvärde samt verka för ett effektivt och säkert betalningsväsende. Det kan handla om att ha ett hållbarhetsperspektiv i tillgångsköpen, de säkerheter som krävs i de penningpolitiska transaktionerna och i förvaltningen av valutareserven. Det kan också handla om att medverka i olika nätverk som arbetar med klimatrelaterade frågor, till exempel Internationella valutafonden, Baselkommittén och Network for Greening the Financial System (NGFS).

³⁵ "Hållbarhetsstrategi för Riksbanken", Sveriges riksbank, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/riksbanken/hallbarhetsstrategi/svenska/hallbarhetsstrategi-for-riksbanken.pdf>

FÖRDJUPNING – Coronakrisen visar behovet av flexibilitet i ny riksbankslag

I slutet av november 2019 överlämnade Riksbankskommittén sitt slutbetänkande till regeringen med ett antal förslag på förändringar av riksbankslagen.³⁶ Utredningen och betänkandet skrevs dock innan coronapandemin bröt ut. Under krisen som följt av pandemin har Riksbanken använt en mängd olika verktyg för att stödja den svenska ekonomin. Syftet har varit att stötta ekonomin och undvika att en kris på finansmarknaderna förvärrar den ekonomiska nedgången och medför en djupare nedgång och en längre period med en inflation under målet. Utvecklingen illustrerar relevansen av flera av de invändningar mot lagförslaget som Riksbanken lämnade i remissvar på betänkandet.³⁷

Direktionens bedömning är att Riksbanken, om utredningens förslag varit ny lag, hade haft ett mer begränsat handlingsutrymme under coronakrisen än idag. Den penningpolitiska verktyglådan hade varit mindre och det hade tagit längre tid att fatta de nödvändiga besluten. Det hade inneburit kostnader för den svenska ekonomin, bland annat för att fler företag hade gått i konkurs och fler anställda hade förlorat sina jobb. Det finns därför skäl att se över lagförslaget, inte minst i ljuset av erfarenheterna från det senaste året. Utgångspunkten bör vara att en ny riksbankslag ska skapa förutsättningar för en kraftfull och effektiv penningpolitik i den miljö som penningpolitiken nu verkar i.

Riksbanken behöver kunna använda sina verktyg på ett flexibelt sätt

Enligt Riksbankskommitténs slutbetänkande ska den nya riksbankslagen ha en struktur där Riksbanken får specifika mål, uppgifter och befogenheter inom olika områden. Vad som utgör penningpolitik ska definieras av ett antal penningpolitiska befogenheter som Riksbanken blir tilldelad. Dessa befogenheter utgörs av olika verktyg (eller instrument med utredningens ordval) och eventuella begränsningar i användningen av verktygen. På liknande sätt ska Riksbanken få ett antal uppgifter i sitt arbete med finansiell stabilitet och befogenheter att använda vissa verktyg. Befogenheterna på de

³⁶ En ny riksbankslag, SOU 2019:46.

³⁷ Se direktionens samt fullmäktiges respektive remissyttranden om betänkandet En ny riksbankslag (SOU 2019:46), DNR 2019-01285, Sveriges riksbank. Se också de två särskilda yttrandena till utredningen av de sakkunniga i Riksbankskommittén Anders Vredin respektive Christina Wejshammar. Förutom synpunkterna på förslagen med implikationer för penningpolitiken innehåller remissvaren också synpunkter på utredningens förslag som berör Riksbankens andra uppgifter, organisation och granskning.

olika områdena överlappar dock varandra och enligt förslaget ska Riksbanken i varje enskilt fall avgöra om huvudsyftet med att använda ett visst verktyg är penningpolitiskt eller om det är knutet till den finansiella stabiliteten. För att dra gränsen mellan områdena ska Riksbanken tillämpa detaljerade kriterier och beroende på huvudsyftet ska processerna inför besluten skilja sig åt.

Riksbanken har behövt använda en mängd olika verktyg under coronakrisen (se vidare kapitel 2). Precis som under den globala finanskrisen är det dock svårt att tydligt särskilja vilka åtgärder som främst har handlat om penningpolitik och vilka som främst syftade till att främja den finansiella stabiliteten. Penningpolitik och finansiell stabilitet är sammanlänkade, vilket blir särskilt tydligt i kristider. Stora störningar på de finansiella marknaderna får konsekvenser för den ekonomiska aktiviteten i ekonomin i övrigt, vilket också påverkar möjligheten att uppnå målet om prisstabilitet. Penningpolitiska åtgärder verkar dessutom via det finansiella systemet och kan påverka graden av finansiell stabilitet.

De gränsdragningar, kriterier och bedömningar som utredningen vill införa och som ska styra när och hur olika verktyg får användas är svåra att tillämpa i praktiken. Enligt utredningen ska en åtgärd som genomförs med anledning av ”begränsad oro” på marknaden för bankernas finansiering klassas som penningpolitik. Om det är ”stor oro” anses det istället vara en finansiell stabilitetsåtgärd. Det är en indelning som i praktiken kommer att bli väldigt svår att göra då den blir avhängig av en subjektiv bedömning av vad som är oro som är ”begränsad” respektive ”stor”. Indelningen är heller inte meningsfull eftersom ”stor oro” på de finansiella marknaderna alltid kommer att påverka också inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt. I en kris kan dessutom oro gå från att vara ”begränsad” till ”stor” mycket snabbt och med tiden sedan också tillbaka till att bli mer ”begränsad”.

På ett övergripande plan har erfarenheterna det senaste dryga decenniet gjort tydligt att penningpolitik är betydligt mer än att styra nivån på en ränta för transaktioner med kort löptid mellan Riksbanken och bankerna. Även andra dimensioner i Riksbankens så kallade styrsystem är en del av penningpolitiken. Dessutom är det nödvändigt att Riksbanken kan använda fler verktyg än styrräntan (se beskrivningen av Riksbankens åtgärder i kapitel 2). Riksbankslagen behöver möjliggöra en stor flexibilitet i hur dessa kan användas och undvika att fastslå en specifik turordning bland verktygen. Beroende på situationen kan nödvändiga penningpolitiska åtgärder innefatta köp av olika finansiella tillgångar och utlåning till bankerna som ökar Riksbankens skulder. I vilken sekvens åtgärderna behöver användas kan variera. Tekniska och detaljerade begränsningar som kopplar olika poster på Riksbankens balansräkning till olika syften, som utredningen föreslår, begränsar möjligheterna att bedriva penningpolitiken på ett effektivt sätt. Riksbankens balansräkning måste kunna anpassas till de penningpolitiska behov som råder för stunden.

Som erfarenheterna har visat riskerar problem på de finansiella marknaderna att leda till stora negativa konsekvenser för produktionen, sysselsättningen och inflationen. Behovet av att stabilisera dessa marknader handlar dock inte bara om att i ett givet läge ta ställning till vad det är för typ av oro som råder, hur stor oron är och vad man därmed ska sätta in för åtgärder. Frön till oro kan alltid finnas på dessa marknader och

det är därför viktigt att också på förhand minska riskerna för att problem och kriser uppstår. Om det redan i utgångsläget är tydligt att centralbanken har verktygen och mandat att använda dessa på ett flexibelt sätt kan det ha en stabiliserande effekt i sig och därmed minska risken för att kriser över huvud taget uppstår.

Oberoendet i penningpolitiken behöver upprätthållas, liksom kravet på samverkan i nödvändiga fall

Att utredningen anser att det behövs en tydlig gränsdragning mellan penningpolitiska åtgärder och finansiella stabilitetsåtgärder bottenar till stor del i att Riksbanken har en starkare självständig ställning på det penningpolitiska området.³⁸ Att tydliggöra Riksbankens uppgifter och befogenheter är därför, enligt utredningens utgångspunkt, viktigt för den demokratiska förankringen och för att tydliggöra Riksbankens möjligheter att samarbeta med andra myndigheter. För de åtgärder som Riksbanken bedömer falla inom ramen för att främja det finansiella systemet är kraven på att samverka med andra myndigheter och regeringen större jämfört med åtgärder som faller inom penningpolitiken.

Att centralbanker som Riksbanken bör ha en hög grad av självständighet grundar sig på tidigare negativa erfarenheter då den samlade ekonomiska politiken inte kom tillrätta med en hög och varierande inflation, vilket också hade negativa effekter på den ekonomiska utvecklingen i stort. Ett sätt att få trovärdighet för ambitionen att få kontroll på inflationen är att se till penningpolitiken kan bedrivas ”på armlängds avstånd” från den övriga ekonomiska politiken. I EU-lagstiftningen har ECB liksom de nationella centralbankerna en hög grad av självständighet på det penningpolitiska området. Konkret innebär detta att Riksbanken omfattas av instruktionsförbudet i EU:s lagstiftning, vilket bland annat innebär ett förbud för andra myndigheter att ge instruktioner till Riksbankens direktion när den fullgör penningpolitiska uppgifter.³⁹ Lagen anger dock inte exakt vilka dessa uppgifter är.

EU-domstolen har nyligen bedömt vad som innefattas i begreppet penningpolitik i två mål som gällde frågan om ECB:s program för obligationsköp. Domstolen noterade att ECB:s förmåga att påverka prisutvecklingen till stor del beror på hur de penningpolitiska besluten sprider sig via de finansiella marknaderna och påverkar ekonomins olika sektorer. Om denna så kallade transmission av penningpolitiken är försämrad till följd av störningar i det finansiella systemet kan det påverka hur effektiva

³⁸ Att Riksbanken ska åtnjuta en hög grad av oberoende var också en utgångspunkt för översynen, enligt direktivet till Riksbankskommittén.

³⁹ Som en nationell centralbank inom EU ska Riksbanken ha ett institutionellt oberoende på det penningpolitiska området enligt Fördraget för den Europeiska unionens funktionssätt. Det innebär att Riksbankens direktion varken ska begära eller ta emot instruktioner då de fullgör uppgifter som de är tilldelade genom fördragen och stadgan för det europeiska centralbankssystemet, ECBS. Utöver detta bygger Riksbankens självständiga ställning också på ett funktionellt oberoende, som innebär att banken givet ett mål för penningpolitiken självständigt bestämmer hur målet ska uppnås, ett finansiellt oberoende för att kunna fullgöra uppgifterna utan att styras av anslag, samt ett personligt oberoende för Riksbankens ledning. Till det kommer att Riksbanken är ett särskilt rättssubjekt skilt från staten, vilket bland annat innebär att Riksbanken kan ha egna tillgångar och skulder och ingå avtal.

ECB:s åtgärder är. EU-domstolens slutsats blev därför att programmen med obligationsköp låg inom ramen för ECB:s penningpolitiska mandat.

Ett problem med utredningens förslag om gränsdragning är att det inte är förenligt med detta unionsrättsliga synsätt. Den finansiella stabiliteten är helt avgörande för transmissionen av Riksbankens penningpolitik. En detaljerad uppdelning kommer därför att skapa problem för dem som ska tolka lagen i en så central fråga som att sätta gränser för Riksbankens oberoende.

Utredningen har även föreslagit att det ska införas en proportionalitetsprincip för Riksbankens beslutsfattande. Principen, som tar sin utgångspunkt i EU-lagstiftningen och i den svenska förvaltningslagen, innebär att en åtgärd får vidtas om det avsedda resultatet står i rimligt förhållande till de kostnader och risker som åtgärden medför för Riksbankens och statens finanser. Med en sådan princip minskar risken för att Riksbanken övertolkar sin självständighet och det blir tydligt att besluten ska vara transparenta och välmotiverade för Riksbankens granskare. Kravet på att besluten ska uppfylla denna princip är tillräckligt för att undvika att Riksbanken får för stor handlingsfrihet i skydd av det penningpolitiska oberoendet.⁴⁰

Proportionalitetsprincipen har också bäring på kraven på Riksbanken att samverka med andra myndigheter. Vikten av en sådan samverkan är ytterligare en motivering till utredningens förslag om gränsdragningar mellan Riksbankens olika uppgifter och verktyg. Riksbanken har dock ett starkt intresse av att samverka med andra myndigheter för att kunna bedöma om åtgärderna som Riksbanken överväger är lämpliga och effektiva. Den bedömningen blir också en viktig del i en proportionalitetsprövning. Förslaget om gränsdragning behövs därför inte för att Riksbanken, utan att bryta mot instruktionsförbudet, ska kunna samverka med regeringen och myndigheter som också har ett ansvar för den finansiella stabiliteten.⁴¹

Den penningpolitiska verktygslådan behöver ha ett ändamålsenligt innehåll

Direktionen stödjer i allt väsentligt utredningens förslag om att målet för penningpolitiken även fortsättningsvis ska vara prisstabilitet, och om hur preciseringen av målet ska formaliseras. Men den senaste tioårsperioden har visat att penningpolitiken, för att kunna uppnå målet, behöver ha tillgång till en verktygslåda med ett innehåll som är ändamålsenligt under olika förhållanden och i lägen som kan vara svåra att specificera på förhand. Det är därför olyckligt att utredningens förslag innehåller begränsningar som både påverkar definitionen av penningpolitiken, som snävas in jämfört med idag, och befogenheterna, det vill säga hur Riksbankens verktyg och balansräkning får användas. Exempel på sådana begränsningar är följande:

⁴⁰ Som direktionen skriver i sitt remissvar bör dock proportionalitetsprincipen utformas på samma sätt som i EU-rätten.

⁴¹ Det bör dock framgå att Riksbanken, i den mån den fattar beslut i frågor som varit föremål för samråd, fattar besluten självständigt. Förvaltningsrättsligt innebär det att besluten fattas **efter** samråd, inte i samråd. Samma ordning bör givetvis också råda i det omvända fall där andra myndigheter fattar beslut efter samråd med Riksbanken.

- Enligt ett förslag får Riksbanken bara köpa andra värdepapper än statspapper om det finns ”synnerliga skäl”. Dessa skäl är dock inte närmare definierade, vilket kan skapa problem när gränsdragningen mellan olika åtgärder ska göras, och när behovet av samverkan med andra myndigheter ska fastslås. Det är också oklart om, och i så fall hur, kravet på synnerliga skäl skiljer sig från prövningen enligt proportionalitetsprincipen som utredningen föreslår.
- Valutareserven ska, enligt utredningen, endast kunna förstärkas med hänvisning till den finansiella stabiliteten. Det innebär en begränsning av penningpolitiken, eftersom valutareserven måste kunna förstärkas även när utländsk valuta har lånats ut i penningpolitiskt syfte.
- Enligt utredningens bedömning får Riksbanken inte villkora utlåning till bankerna med att bankerna ska öka sin utlåning till företagen. Sådan villkorad utlåning är dock ett viktigt verktyg, som också används i stor skala i flera länder, för att dämpa de ekonomiska effekterna av coronakrisen.
- Utredningen föreslår att Riksbanken får en lagstadgad befogenhet att erbjuda krediter och ingå återköpsavtal för att motverka allvarliga störningar i det finansiella systemet, något utredningen benämner generellt likviditetsstöd. Att Riksbanken får fortsatt möjlighet att lämna sådant stöd är bra, men de rättsliga förutsättningarna för detta verktyg blir oklara om verktyget ska lagfästas på det sätt som utredningen föreslår. Både kredit och återköpsavtal ingår nämligen också i den penningpolitiska verktygslådan, i Sverige liksom i andra länder. Det utredningen föreslår är dock ett nytt begrepp, generellt likviditetsstöd, som är avskilt från penningpolitiken, vilket saknar motsvarighet inom EU och många andra länder.⁴²
- Betalningssystemet, särskilt Riksbankens system för elektroniska betalningar (RIX), är ett nödvändigt instrument för att penningpolitiken ska få genomslag i alla delar av det finansiella systemet. Enligt EU-lagstiftningen faller uppgiften att främja ett väl fungerande betalningssystem inom ramen för Riksbankens oberoende. Utredningen har föreslagit en ändring i regeringsformen så att den ska motsvara EU-lagstiftningen, men med begränsningen att oberoendet bara ska gälla om uppgiften sker inom ramen för samarbetet inom det europeiska centralbanks-systemet, ECBS. Förslaget innebär därför i praktiken att Riksbanken inte har kvar oberoendet i frågor på det här området som ligger utanför ECBS-samarbetet, trots att det finns en stark koppling mellan betalningssystemet och genomförandet av penningpolitiken.

En modern riksbankslag behöver ge penningpolitiken förutsättningar att hantera nya utmaningar

Ett resultat av ambitionen att reglera Riksbankens olika uppgifter och befogenheter i detalj är att lagförslaget har blivit mycket omfattande. Tolkningarna av en del begrepp

⁴² Om Riksbanken skulle behöva använda ett instrument kallat generellt likviditetsstöd utan att detta är en del av penningpolitiken kommer det att behöva godkännas på EU-nivå så att det inte strider mot EU:s statsstödsregler och förbudet mot monetär finansiering. Det är en följd av den föreslagna uppdelningen av verktygslådorna för penningpolitik och finansiell stabilitetspolitik.

är dessutom oklara, likaså hur man ska göra vissa bedömningar. Omständigheterna kommer dessutom att förändras till följd av bland annat den snabba tekniska utvecklingen, tillkomsten av nya finansiella aktörer, nya finansiella marknader och nya betalningsformer, vilket kommer att kräva återkommande revideringar av lagen. För att man ska kunna undvika alltför många sådana revideringar bör lagen vara mer principiellt hållen och göra det möjligt för Riksbanken att agera snabbt med hela sin penningpolitiska verktygslåda, men även att kunna ingripa med nya verktyg och på nya sätt då behov uppstår. Exakt hur politiken kommer att behöva utformas går inte att förutse. Hur Riksbanken utövar sin självständighet kan ändå prövas genom löpande granskningar. Riksdagens möjligheter att kontrollera Riksbanken och att utkräva ansvar, såväl för penningpolitik som för Riksbankens övriga verksamhet, är redan idag goda. Granskning och utvärdering kan dock alltid förbättras och förstärkas. Riksbanken stödjer i stort utredningens förslag till förändringar på detta område som bland annat skulle innebära att flera olika organ får mandat att granska Riksbankens verksamhet. Det är viktigt att utvärderingen och granskningen blir effektiv och att instruktionsförbudet inte överträds.

Sedan finanskrisen 2008-09 har det förts en diskussion om vad som kan betraktas som ett nytt normalläge för penningpolitiken. Förväntningarna om en återgång till de förhållanden och den politik som rådde före den globala finansiella krisen har kommit på skam gång på gång. På senare tid har det också förts en allt intensivare diskussion om vilka verktyg som står till buds när nästa lågkonjunktur eller kris inträffar, speciellt med tanke på att räntorna är så låga i utgångsläget. De penningpolitiska åtgärder som har beskrivits som okonventionella har nu varit på plats i olika former under många år och kan mycket väl behövas under en längre tid än vad man tidigare har trott. Att lagfästa detaljerade regler för vad som ska räknas som penningpolitik, till skillnad från finansiell stabilitetspolitik, och begränsningar i hur Riksbankens balansräkning får användas, är inte rätt väg att bygga upp motståndskraft i svensk ekonomi.

En bättre strategi vore att modernisera och hantera de oklarheter som finns i den nuvarande riksbankslagen med mindre genomgripande ändringar. Ändringarna borde inriktas på att stärka strukturerna för samarbete som finns mellan myndigheterna på det finansiella området, i stället för att söka detaljreglera Riksbanken. Riksbanken bör ha fortsatt utrymme att hantera olika utmaningar på ett kraftfullt och effektivt sätt för att säkra att penningpolitiken kan bidra till en god ekonomisk utveckling.

FÖRDJUPNING – Långsiktiga effekter av pandemin på svensk ekonomi

Pandemin har på kort sikt lett till en stor ekonomisk kris, men vilka och hur stora effekter pandemin får på ekonomin på längre sikt är svårt att bedöma. Följdverkningarna beror på hur länge pandemin pågår, på den ekonomisk-politiska responsen och på hur stora och hur varaktiga förändringarna i hushållens och företagens beteenden blir. Det har skett en viss återhämtning i ekonomin och på arbetsmarknaden, men utvecklingen är fortfarande osäker. Dessutom har alla tidigare ekonomiska kriser lett till varaktiga effekter på ekonomins tillväxtpotential och sysselsättning. Denna fördjupning beskriver ett antal mekanismer genom vilka pandemin kan få varaktiga effekter på arbetsmarknaden, produktiviteten och inflationen i Sverige.

Effekter på arbetsmarknaden

Fler långtidsarbetslösa minskar sysselsättningsnivån på lång sikt

Historiska erfarenheter visar att djupa eller långvariga ekonomiska kriser kan minska den långsiktigt hållbara nivån för sysselsättningen och höja den långsiktiga arbetslösheten.⁴³ Det beror bland annat på att djupa kriser kan förändra arbetsmarknadens sätt att fungera och att långa perioder av hög arbetslöshet kan leda till så kallade persistenseffekter. Med dem menas att arbetslösheten dröjer sig kvar på en högre nivå efter krisen. Det beror på att långa perioder i arbetslöshet kan minska de arbetslösas kunskaper och förmågor och göra det svårare för dem att hitta nya jobb när efterfrågan på arbetskraft åter stiger. Långtidsarbetslösa tappar också viktiga kontakter i arbetslivet, vilket gör det svårare att hitta jobb. Långtidsarbetslösheten har stigit tydligt under 2020.

Det som skulle kunna tala för mindre persistenseffekter under denna kris än i andra är att de hårdast drabbade tjänstebanscher (detaljhandel, hotell och restaurang) är relativt dynamiska, har stor personalomsättning och relativt låga krav på utbildning och jobbspecifika kunskaper. Det kan därför vara lättare att återanställa personer i dessa branscher, vilket skulle kunna innebära snabbare återhämtning efter pandemin. Men det skulle också kräva att efterfrågan på arbetskraft inom dessa branscher återgår till tidigare nivåer, vilket är osäkert eftersom de förändringar i människors konsumtionsmönster som skett under pandemin kan vara långvariga. De omfattande

⁴³ De långsiktiga nivåerna på sysselsättning och arbetslöshet är de nivåer som bedöms vara möjliga att uppnå med rådande institutionella förhållanden, utan att ekonomin i övrigt hamnar i obalans. Dessa nivåer kan variera över tid.

stödåtgärderna minskar persistenseffekterna, men i en stor kris är det oftast svårt att helt undvika dem oavsett vilka politikåtgärder som sätts in.⁴⁴

Även arbetskraftsdeltagandet brukar minska i djupa lågkonjunkturer, men åtminstone hittills under pandemin har arbetskraftsdeltagandet hållit sig på en hög nivå. Detta är positivt eftersom det möjliggör högre sysselsättning på längre sikt.

Pandemin försvårar inträdet på arbetsmarknaden

Sysselsättningen har minskat och arbetslösheten har stigit mest bland unga och utrikes födda under pandemin (se diagram 31). Det beror på att de branscher som drabbats hårt sysselsätter många i dessa grupper och att de som har tidsbegränsade anställningar eller kort anställningstid förlorar jobbet först i en kris. Samtidigt har korttidspermitteringar bidragit till att många av de som är mer etablerade på arbetsmarknaden fått behålla sina jobb, vilket syns i den fortsatt låga arbetslösheten bland inrikes födda i åldersgruppen 25–54 år.

Etableringen på arbetsmarknaden riskerar att ta längre tid för utrikes födda eftersom det är svårare att fysiskt delta i exempelvis språkkurser och arbetsmarknadspolitiska åtgärder. Högre sjukfrånvaro samt distansundervisning på skolor och universitet kan innebära negativa effekter på utbildning och på ungas framtidsutsikter.⁴⁵ Unga är dock mer flexibla och klarar sig bättre på längre sikt än äldre som förlorar sina jobb eftersom det är lättare för unga att skola om sig. Att träda in på arbetsmarknaden under en lågkonjunktur har långvariga negativa effekter på individens sysselsättning och inkomster.⁴⁶ Effekterna kan vara extra stora nu eftersom det är branscher med ett stort antal inträdesjobb som har drabbats hårdast. Effekterna kommer dock att klinga av efter en tid.

Men de strukturella problem på arbetsmarknaden som tar sig uttryck i att många lågutbildade och utrikes födda har svårt att få jobb, kommer att finnas kvar efter pandemin och det finns en risk att de förstärks. Det finns få jobb på den svenska arbetsmarknaden för personer som saknar gymnasieutbildning eller kunskaper i svenska. Det kan bli ännu svårare för lågutbildade utrikes födda att få fast förankring på arbetsmarknaden eftersom konkurrensen om jobben blir hårdare när arbetslösheten är högre.

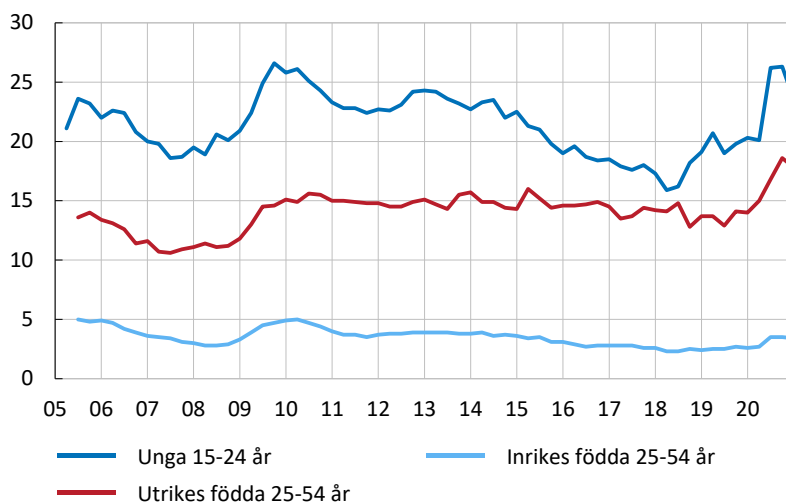
⁴⁴ Se även I. Häkkinen Skans, "Coronakrisen och arbetsmarknaden – effekter på kort och lång sikt", Ekonomiska kommentarer, nr 1, Sveriges riksbank, 2021 och fördjupningen "Pandemins långsiktiga effekter på produktion och sysselsättning", Sveriges riksbank, Penningpolitisk rapport, juli 2020.

⁴⁵ Se exempelvis A. Sjögren (red.), "Barn och unga under coronapandemin, lärdomar från forskning om uppväxtmiljö, skolgång, utbildning och arbetsmarknadsinträde", IFAU-rapport 2021:2.

⁴⁶ Se exempelvis M. Engdahl, M. Godard och O. Nordström Skans, "Early Labor Market Prospects and Family Formation", IZA Discussion Paper 12092, 2019, D. Müller, "Lost Opportunities: Market Work during High School, Establishment Closures and the Impact on Career Prospects", i Social Networks and the School-to-Work Transition, Economic Studies 189, Uppsala University, 2020 och O. Åslund och D.-O. Rooth, "Do when and where matter? Initial labour market conditions and immigrant earnings", The Economic Journal, 117, s. 422–448, 2007.

Diagram 31. Arbetslösheten för unga, utrikes födda och inrikes födda

Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källa: SCB.

Snabbare strukturomvandlingstakt innebär högre arbetslöshet men också högre produktivitet

Strukturomvandlingen brukar gå snabbare under ekonomiska kriser. Även om detta är positivt för produktivitet och välbefinnande på lång sikt så innebär det också högre arbetslöshet under en period. Tidigare kriser visar att denna period kan vara lång eftersom det tar tid för arbetsmarknaden att anpassa sig. Hur stora effekter pandemin får på strukturomvandlingen är svårt att bedöma och beror bland annat på hur varaktiga förändringarna i hushållens och företagens beteenden blir.⁴⁷ I många branscher har efterfrågan återhämtat sig en hel del från det kraftiga fallet under våren 2020. Till exempel rapporterade industriföretagen under hösten om återhämtning samt ökad orderingång och produktion.⁴⁸

Tjänster som förutsätter fysisk närhet, samlar många människor eller är kopplade till resor har drabbats hårdast i coronakrisen. Efterfrågan på många sådana tjänster, exempelvis restaurang-, frisör- och kulturtjänster, kommer troligen att återhämta sig till stor del eftersom många verkligen är intresserade av och vill konsumera sådana tjänster, men har avstått på grund av smittorisken och restriktionerna. Branscher där det redan innan krisen pågick en strukturomvandling kommer troligen inte att återhämta sig lika väl. Ett exempel på detta är handeln i fysiska butiker som ersätts av växande internethandel. Det finns också branscher där det är svårare att förutsäga om beteendeförändringarna blir bestående eller ej. Till exempel kan resebranschen påverkas mer långvarigt om digitala möten ersätter en stor del av tjänsteresorna.

⁴⁷ Se I. Häkkinen Skans, "Coronakrisen och arbetsmarknaden – effekter på kort och lång sikt", Ekonomiska kommentarer, nr 1, Sveriges riksbank, 2021 och fördjupningen "De långsiktiga ekonomiska effekterna av pandemin är osäkra", Sveriges riksbank, Penningpolitisk rapport, november 2020.

⁴⁸ Se Riksbankens företagsundersökning, december 2020, Sveriges riksbank.

Effekterna av pandemin på arbetsmarknaden blir långvariga

Riksbanken bedömer att pandemin kommer att få långvariga negativa effekter på arbetsmarknaden. Arbetslösheten bedöms bli högre och sysselsättningen och antalet arbetade timmar bedöms bli lägre. Effekterna kommer dock inte att bli permanenta utan klingar av efter hand. Hur stora effekterna blir är svårt att bedöma i dagsläget eftersom det beror på hur länge pandemin pågår, hur mycket arbetslösheten stiger under pandemin, vilka åtgärder som sätts in för att mildra effekterna på arbetsmarknaden och på vilket sätt stödåtgärderna avvecklas. Reformerna som bidrar till en mer inkluderande arbetsmarknad, högre rörlighet och möjligheter till utbildning och kompetensutveckling skulle kunna motverka hög arbetslöshet på lång sikt.

Effekter på produktionen och produktivitetstillväxten

Under coronapandemin har vissa företag upplevt störningar i globala leverans- och produktionskedjor vilket kan leda till så kallad "re-shoring", det vill säga att företagen omorganiserar sina värdekedjor så att viss produktion flyttas från utlandet till Sverige eller mer närliggande länder.⁴⁹ Produktivitetstillväxten bedöms påverkas negativt i ett sådant scenario eftersom företagen inte längre fullt ut kan dra nytta av specialiseringen av arbetsuppgifter i globala värdekedjor. De negativa effekterna på produktivitetstillväxten av "re-shoring" kan till viss del motverkas av att den ökade digitaliseringen gör det lättare att sprida kunskap och ny teknik globalt även om produktionen sker mer lokalt. Mer lokal produktion medför också att arbetskraften blir dyrare, men detta kan innebära att företagen på längre sikt investerar mer i arbetsbesparande teknik vilket åter höjer produktivitetstillväxten.

Pandemin har på kort tid tvingat fram mer effektiva lösningar hos många företag, till exempel mer flexibla arbetsplatser och nya digitala verktyg, vilket kan höja produktivitetstillväxten. Den ökade digitaliseringen av detaljhandeln är ett annat exempel på att pandemin kan förstärka en redan pågående strukturomvandling. Snabbare strukturomvandling brukar innebära högre tillväxt i produktivitet.

Men det är vanligt att djupa ekonomiska kriser medför minskad riskvilja och minskade investeringar och därför leder till långvariga negativa effekter på produktivitetstillväxten. Visserligen har investeringarna hittills inte minskat lika mycket som befarat, men det är för tidigt att säga om pandemin påverkar företagens långsiktiga investeringar. Dessutom leder långvarigt hög arbetslöshet till att arbetskraften blir mindre produktiv. Därtill kan den ökade sjukfrånvaron i skolan försämra elevernas förmågor och färdigheter, vilket också har negativa effekter på arbetskraftens produktivitet på lång sikt.

Ökad digitalisering och snabbare strukturomvandling till följd av pandemin ökar den långsiktiga produktivitetstillväxten. Men minskad globalisering, minskade investeringar och långvarigt hög arbetslöshet tenderar samtidigt att minska produktivitetstillväxten. Riksbanken bedömer därför att det inte är möjligt att i dagsläget bedöma om

⁴⁹ Se Riksbankens företagsundersökning, maj 2020, Sveriges riksbank.

den långsiktiga produktivitetstillväxten totalt sett blir högre eller lägre till följd av pandemin.

Effekter på inflationen

Pandemin har bidragit till låg inflation under 2020 men vilka effekter den får på inflationen på lite längre sikt är svårt att bedöma.⁵⁰ Hög arbetslöshet och lågt resursutnyttjande innebär att företagets kostnader ökar långsammare och att prisökningarna blir dämpade. Detta skulle tala för att inflationen kommer att bli låg de närmaste åren. Nyckelfrågan är i vilken mån detta kommer att spilla över på potentiell produktivitet eller de långsiktiga inflationsförväntningarna. På riktigt lång sikt bör dock den svaga utvecklingen i realekonomin, som trots allt bedöms vara tillfällig, inte inverka på inflationen och Riksbankens möjligheter att upprätthålla inflationsmålet.

Det finns också risker för att pandemin leder till högre inflation på längre sikt. I debatten har det lyfts farhågor om att de kraftfulla penning- och finanspolitiska åtgärderna världen över skulle kunna leda till högre inflation eftersom likviditeten och skuldsättningen har ökat. Det finns flera exempel på sådana förlopp i historien. Även ”re-shoring” kan innebära att inflationen stiger till följd av ökade produktionskostnader och dämpad produktivitet. Slutligen skulle lägre tillväxt i arbetskraften, på grund av en åldrande befolkning, kunna leda till sämre offentliga finanser och högre inflation, en utveckling som kan påskyndas av pandemin.⁵¹

Riksbankens sammanfattande bedömning är att den svaga efterfrågan och det låga resursutnyttjandet i Sverige och i omvärlden talar för att inflationstrycket blir dämpat under de kommande åren. Men det finns också faktorer som kan leda till en högre prisökningstakt på längre sikt.

Rätt utformade ekonomisk-politiska åtgärder kan stödja återhämtningen

De omfattande ekonomisk-politiska åtgärder som har införts under pandemin har mildrat de negativa effekterna på ekonomin. Hur sådana krisåtgärder utformas är viktigt för om åtgärderna lyckas hjälpa företagen att överleva krisen och hålla arbetslösheten nere så innebär det ofta lägre kostnader på lång sikt.

Rätt utformade ekonomisk-politiska åtgärder kan också stödja den ekonomiska återhämtningen. De penningpolitiska åtgärderna håller ränteläget lågt för hushåll och företag och stödjer därmed den allmänna ekonomiska utvecklingen. Expansiv penningpolitik bidrar också till högre sysselsättning och lägre arbetslöshet. En kombination av

⁵⁰ Se även fördjupningen ”Inflationsutsikter under coronakrisen, Sveriges riksbank, Penningpolitisk rapport, juli 2020.

⁵¹ Se diskussionen i C. Goodhart och M. Pradhan, ”The great economic reversal: Ageing societies, waning inequality and an inflation revival”, Palgrave Macmillan, 2020. Bokens huvudsakliga budskap är att de tidigare mycket gynnsamma demografiska förhållandena, särskilt i Kina, och stigande grad av globalisering är på väg att ändras. I så fall kommer arbetskraftens möjligheter att förhandla om sina villkor att förbättras vilket medför högre löneökningstakter, högre inflation och större jämlikhet.

expansiv finanspolitik som stimulerar investeringar och strukturreformer, bland annat för att förbättra jobbchanserna för lågutbildade och utrikes födda, skulle kunna leda till högre sysselsättning, högre produktivitet och högre tillväxt på sikt.

FÖRDJUPNING – Riksbankens utvecklingsarbete

Fokus för Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete under 2020 låg av naturliga skäl på coronapandemin och dess ekonomiska konsekvenser. För att få snabb information om utvecklingen i ekonomin började Riksbanken samla in olika realtidsindikatorer och komplettera företagsundersökningen med mer frekventa intervjuer. Därutöver har Riksbanken analyserat de makroekonomiska effekterna av pandemin, bland annat på arbetsmarknaden och inflationen. Ett omfattande arbete har också lagts ned på att analysera och implementera nya penningpolitiska verktyg.

Fokus på de ekonomiska effekterna av coronapandemin

Riksbanken har under 2020 arbetat med att förstå och analysera de ekonomiska konsekvenserna av coronapandemin. När krisen slog till behövde Riksbanken börja samla in så kallade realtidsdata, data som inte publiceras med eftersläpning, för att snabbt få en uppfattning om de ekonomiska konsekvenserna av pandemin. Regelbundna och frekventa telefonintervjuer inleddes också med de svenska företag som ingår i Riksbankens företagsundersökning för att få en bild av deras syn på nuläget i ekonomin.

En kortsiktig effekt av pandemin var att det blev svårare att mäta inflationen, eftersom många produkter inte längre konsumerades. Att försöka förstå hur förändrade konsumtionsmönster påverkade inflationen blev en viktig del av det penningpolitiska analysarbetet. Riksbanken har under året också försökt kartlägga effekterna av krisen på produktiviteten och sysselsättningen – inte bara i närtid utan även på längre sikt.

De stora ekonomiska effekterna av krisen gjorde att analyser och implementering av nya penningpolitiska verktyg blev en mycket central del av Riksbankens utvecklingsarbete under året. Bland de nya verktyg som Riksbanken fattade beslut om under 2020 kan nämnas lån till banker för vidareutlåning till företag samt köp av företagspapper, säkerställda obligationer och kommunobligationer. När det gällde att utvärdera effekten av de penningpolitiska åtgärderna på bankernas kreditgivning kom Riksbankens nya databas KRITA, som utvecklats tillsammans med SCB, till särskilt stor användning.

När det gäller Riksbankens övriga utvecklingsarbete under året fortsatte analysen av flera av de långsiktiga makroekonomiska trender som observerats före coronapandemin, bland annat den svaga produktivitetsutvecklingen, de sjunkande globala realräntorna och digitaliseringen av ekonomin. Riksbanken gjorde också flera analyser av de ekonomiska konsekvenserna av klimatförändringarna. Arbetet med att bättre förstå växelkursens drivkrafter beskrevs ingående i redogörelsen 2019 och fortsatte under 2020. En ny makroekonomisk modell började också användas i Riksbankens prognosarbete under året.

Tabell 6. Penningpolitiskt relaterade studier gjorda 2020.

Publiceringsår är 2020 om inget annat anges

Fördjupningar i den penningpolitiska rapporten
"Inflationen inte helt jämförbar mellan länder", februari.
"Vad har hänt med finansiella förhållanden sedan hösten 2018?", februari.
"Riksbankens balansräkning växer", april.
"Centralbankernas åtgärder", april.
"Är permitterade arbetslösa?", april.
"Svårare att beräkna inflationen", april.
"Den svenska marknaden för företagsobligationer", juli.
"Den ekonomiska utvecklingen enligt två alternativa scenarier", juli.
"Inflationsutsikter under coronakrisen", juli.
"Pandemins långsiktiga effekter på produktion och sysselsättning", juli.
"Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen", september.
"Två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen", september.
"Hur påverkar klimatförändringarna Riksbankens arbete?", november.
"Fördelningseffekterna av Riksbankens åtgärder", november.
"De långsiktiga ekonomiska effekterna av pandemin är osäkra", november.
Ekonomiska kommentarer
N. Engström, "Nya utmanare på bolånemarknaden – Ökad konkurrens och möjlig räntepress", nr 1.
I. Häkkinen Skans, "Varför ökar arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningen bland äldre?", nr 2.
J. Ewertzh, T. Falk, M. Hesselman, I. Hull, M. Löf, O. Stigland och M. Tibblin, "Realtidsindikatorer ger informationsstöd i snabba konjunkturvändningar", nr 3.
H. Armelius, C. A. Claussen, D. Vestin, "Pengar och penningpolitik i kristider", nr 4.
Y. Akkaya, C.-J. Belfrage, V. Corbo och P. Di Casola, "BNP-utvecklingen i Sverige relativt omvärlden i spåren av covid-19", nr 5.
E. Frohm, J. Grip, D. Hansson och S. Wollert, "Tudelad kreditutveckling under coronapandemin", nr 6.
E. Bylund och M. Jonsson, "Hur påverkar klimatförändringarna den långsiktiga realräntan?", nr 11.
M. Lindskog och I. Strid, "Effektiv vaccination mot covid-19 innebär stora samhällsekonomiska vinster" nr 13.
J. Johansson, M. Löf och O. Tysklind, "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen", nr 14.
I. Häkkinen Skans, "Coronakrisen och arbetsmarknaden – effekter på kort och lång sikt, nr 1 2021.
Penning och valutapolitik
E. Frohm och S. Ingves, "Framtiden är inte vad den en gång var – perspektiv på förändringar i svensk ekonomi", nr 1.
B. Andersson, M. Jonsson och H. Lundvall, "Den nya makroekonomiska miljön efter finanskrisen", nr 1.

Penning och valutapolitik

H. Lundvall, "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", nr 1.

P. Bacchetta och P. Chikani, "On the weakness of the Swedish krona", nr 1 2021.

M. Gislén, I. Hansson och O. Melander, "Dollarlikviditet från Federal Reserve till andra centralbanker – varför och hur?" nr 1 2021.

P. Gustafsson och T. von Brömsen, "Coronapandemin: Riksbankens penningpolitik och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020", nr 1 2021.

O. Melander, "Effekter av Riksbankens köp av statsobligationer på finansiella marknader", nr 1 2021.

Staff memo

O. Tysklind, "Kvalitetsjusteringar och internationella prisjämförelser", januari.

C.-J. Belfrage, P. Bonomolo och P. Stockhammar, "A time-varying equilibrium VAR model of the long-run real exchange rate", februari.

J. Alsterlind, M. Lindskog, och T. von Brömsen, "Ett index för de finansiella förhållandena i Sverige", februari.

E. Frohm, "Dämpad utrikeshandel efter 2009: diskussion om möjliga konsekvenser för Sverige, maj.

M. Ringqvist, P. Stockhammar och I. Strid, "Assessing the foreign linkages in MAJA – a conditional forecast evaluation approach", september.

A.-M. Ceh "Forecasting short-term movements in the Swedish krona", november.

Working paper series

M. Carlsson och A. Westermark, "Endogenous Separations, Wage Rigidities and Employment Volatility", no. 326.

M. Ferdinandusse, M. Freier och A. Ristinieni, "Quantitative easing and the price-liquidity trade off", no. 335.

K. Walentin och A. Westermark, "Learning on the Job and the Cost of Business Cycles", no. 353.

R. Billi, "Unemployment Fluctuations and Nominal GDP Targeting", no. 385.

V. Corbo och P. Di Casola, "Drivers of consumer prices and exchange rates in small open economies", no. 387.

P. Di Casola och S. Sichelimis, "TFP news, stock market booms and the business cycle: Revisiting the evidence with VEC models", no. 388.

R.M. Billi, U. Söderström och C.E. Walsh, "The Role of Money in Monetary Policy at the Lower Bound", no. 390.

V. Corbo och I. Strid, "MAJA: A two-region DSGE model for Sweden and its main trading partners", no. 391.

J. Cao, V. Dinger, A. Grodecka-Messi, R. Juelsrud och X. Zhang, "The interaction between macroprudential and monetary policies: The cases of Norway and Sweden", no. 392.

E. Frohm, "Labor shortages and wage growth", no. 394.

J. Oh och A. Rogantini Picco, "Macro Uncertainty and Unemployment Risk", no. 395.

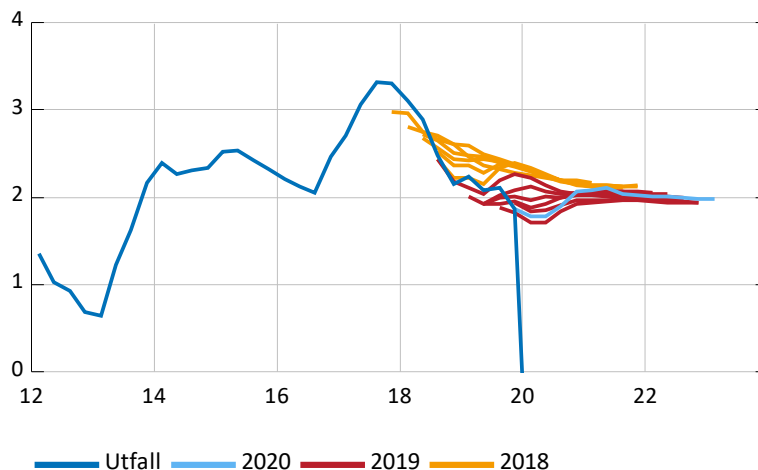
S. Laséen, "Monetary Policy Surprises, Central Bank Information Shocks, and Economic Activity in a Small Open Economy", no. 396.

R. Duque Gabriel, M. Klein och A.S. Pessoa Tal, "The Effects of Government Spending in the Eurozone", no. 400.

Appendix - Diagram

Diagram 32. BNP i omvärlden, utfall och prognoser

KIX-vägd, årlig procentuell förändring

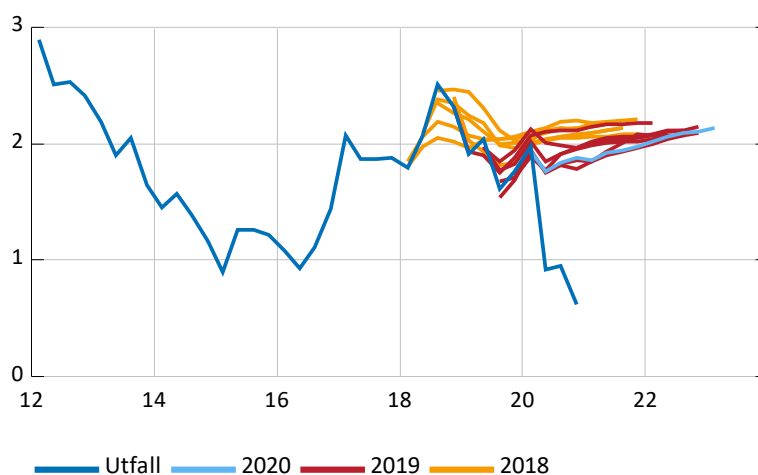


Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2018 och 2019. Den ljusblåa linjen avser Riksbankens prognos för februari 2020. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. För att det ska bli tydligare hur prognoserna förhöll sig till utvecklingen före coronakrisen visas inte utfallet för hela 2020.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

Diagram 33. Inflation i omvärlden, utfall och prognoser

KIX-vägd, årlig procentuell förändring

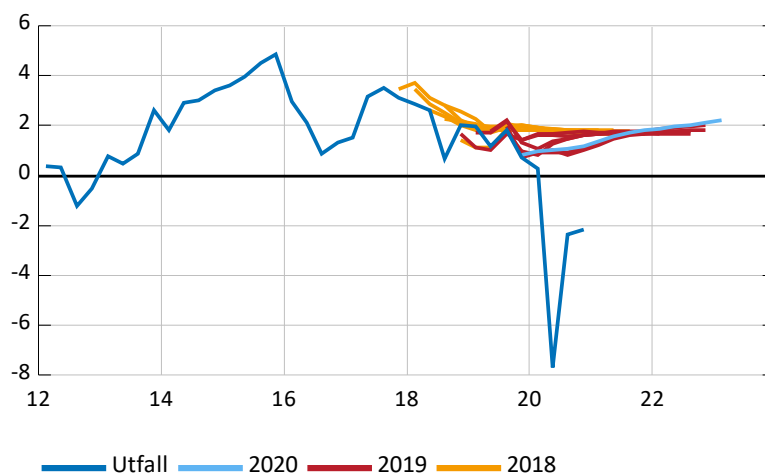


Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2018 respektive 2019. Den ljusblåa linjen avser Riksbankens prognos för februari 2020. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

Diagram 34. BNP, utfall och prognoser

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

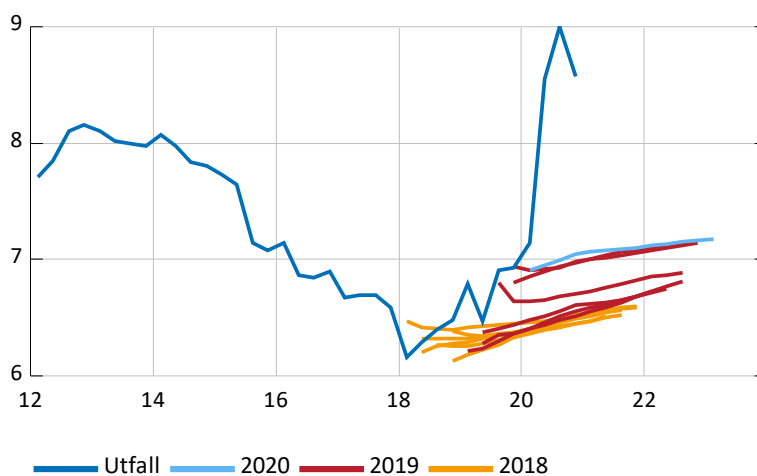


Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2018 och 2019. Den ljusblåa linjen avser Riksbankens prognos för februari 2020.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 35. Arbetslöshet, utfall och prognoser

Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data

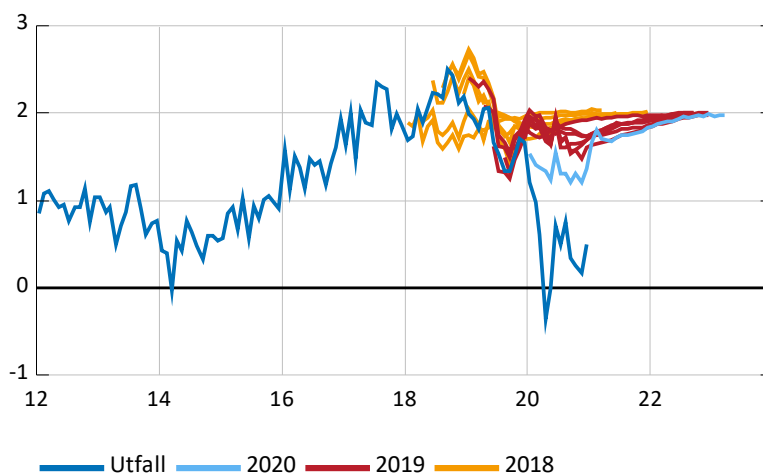


Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2018 och 2019. Den ljusblåa linjen avser Riksbankens prognos för februari 2020.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 36. KPIF, utfall och prognoser

Årlig procentuell förändring

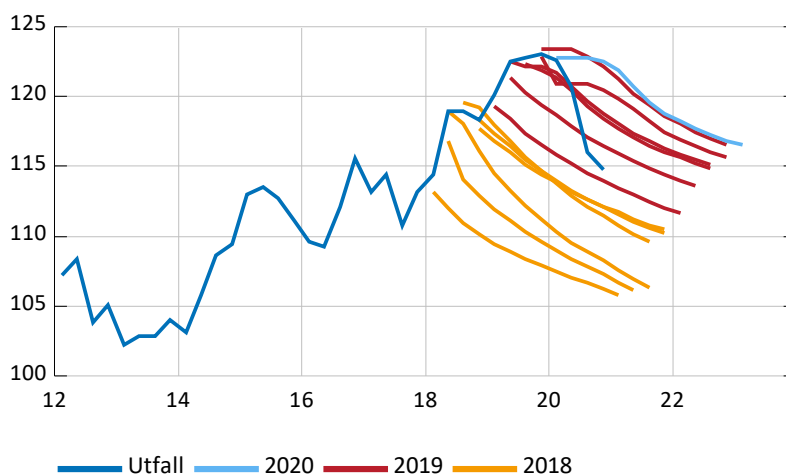


Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2018 och 2019. Den ljusblåa linjen avser Riksbankens prognos för februari 2020.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 37. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX, utfall och prognoser

Index, 1992-11-18 = 100

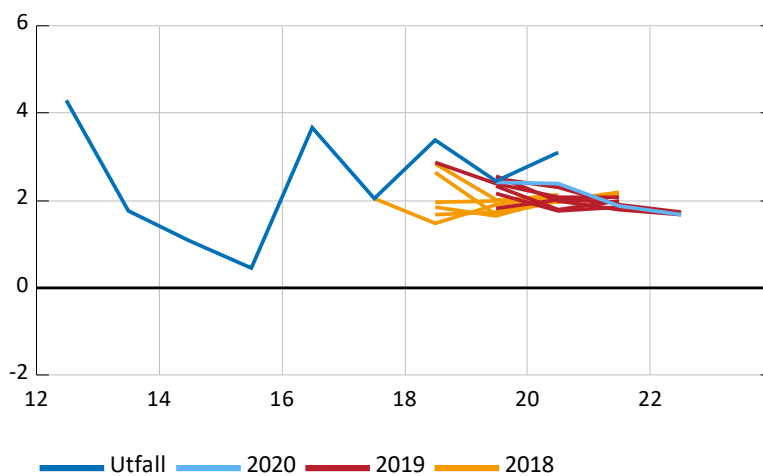


Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2018 och 2019. Den ljusblåa linjen avser Riksbankens prognos för februari 2020. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

Diagram 38. Arbetskostnad per producerad enhet, utfall och prognoser

Årlig procentuell förändring

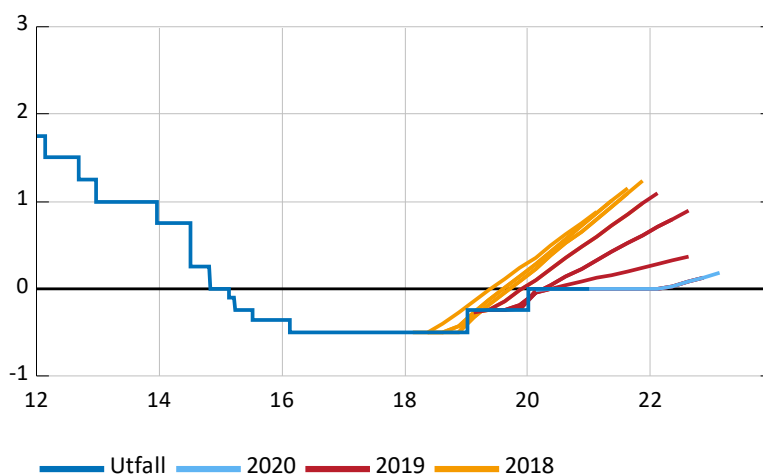


Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2018 och 2019. Den ljusblåa linjen avser Riksbankens prognos för februari 2020.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 39. Reporänta, utfall och prognoser

Procent



Anm. De gula och röda linjerna avser Riksbankens prognoser under 2018 respektive 2019. Den ljusblåa linjen avser Riksbankens prognos för februari 2020. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK

ISSN Klicka eller tryck här för att ange text. (online)