

Penningpolitisk rapport

Juli 2020



Rättelse 4 augusti 2020

Felaktig mening har rättats till på sidan 6. Meningen ska lyda: "Månadsstatistik och mer högfrekventa data visar dock att den svenska produktionen har drabbats hårt och BNP bedöms ha fallit med cirka 8 procent under andra kvartalet (se diagram 1:2)."

Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras fem gånger om året. Rapporten beskriver de överväganden Riksbanken gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik.¹ Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser är väl avvägd.

Den penningpolitiska rapporten syftar till att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Genom att publicera rapporterna vill Riksbanken underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

Riksbanken ska minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse om penningpolitiken till riksdagens finansutskott (se 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank). Under våren sker detta i form av ett särskilt underlag för utvärdering av penningpolitiken. Under hösten utgörs redogörelsen av den penningpolitiska rapporten.

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 30 juni 2020. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

¹ Se "Penningpolitiken i Sverige" på nästa sida för en genomgång av den penningpolitiska strategin och av vad som kan betraktas som en lämplig penningpolitik.

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, 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.

Innehåll

KAPITEL 1 – Penningpolitik under coronapandemin 5

Dramatisk utveckling i världsekonomin 5

Penningpolitiken håller nere ränteläget 8

Stor osäkerhet kring huvudscenariot – penningpolitiken anpassas till den ekonomiska utvecklingen 11

KAPITEL 2 – Minskad pessimism och viss stabilisering på finansiella marknader 14

Något lugnare på de finansiella marknaderna, men risker kvarstår 14

FÖRDJUPNING – Den svenska marknaden för företagsobligationer 19

KAPITEL 3 – Tecken på återhämtning efter kraftiga BNP-fall 22

Omfattande åtgärder har satts in för att begränsa smittspridningen 22

Pandemins effekter på världsekonomin blir allt tydligare 24

Stora effekter på svensk ekonomi 29

FÖRDJUPNING – Den ekonomiska utvecklingen enligt två alternativa scenarier 38

FÖRDJUPNING – Inflationsutsikter under coronakrisen 42

FÖRDJUPNING – Pandemins långsiktiga effekter på produktion och sysselsättning 46

Tabeller 49

KAPITEL 1 – Penningpolitik under coronapandemin

Trots kraftiga ekonomisk-politiska stimulanser är de negativa konsekvenserna av pandemin mycket stora världen över. Flera länder har den senaste tiden börjat dra tillbaka begränsningsåtgärderna och en ekonomisk återhämtning kan därmed inledas. Men utvecklingen är mycket osäker och Riksbanken bedömer att det dröjer innan den globala ekonomin är tillbaka på aktivitetsnivåerna före krisen. Krisen har tydliga effekter även i svensk ekonomi, inte minst i form av snabbt stigande arbetslöshet. Inflationen har sjunkit påtagligt, främst till följd av fallande energipriser men även som en konsekvens av andra prisförändringar som på olika sätt är kopplade till pandemin. Även om ekonomin gradvis återhämtar sig de närmaste åren kommer det, precis som för omvärlden, att dröja innan resursutnyttjandet i svensk ekonomi är tillbaka på normala nivåer.

För att undvika att nedgången i ekonomin och inflationen blir onödigt långvarig och djup behöver penningpolitiken fortsatt inriktas på att hålla ränteläget lågt och bidra till att kreditförsörjningen fungerar. Det skapar i förlängningen förutsättningar för en återhämtning i svensk ekonomi och bidrar till att inflationen mot slutet av prognosperioden stiger mot inflationsmålet på 2 procent. Direktionen har därför beslutat om ett flertal åtgärder. Ramen för tillgångsköpen utökas från 300 miljarder till 500 miljarder kronor. Köpen ska ske fram till 30 juni 2021. Därefter väntas storleken på innehavet upprätthållas. I september 2020 börjar Riksbanken också köpa företagsobligationer. Direktionen har vidare beslutat att sänka räntor och förlänga löptider för utlåningen till bankerna. Reporäntan behålls oförändrad på noll procent. Åtgärderna bidrar till att ge stöd till återhämtningen i ekonomin och inflationen.

Dramatisk utveckling i världsekonomin

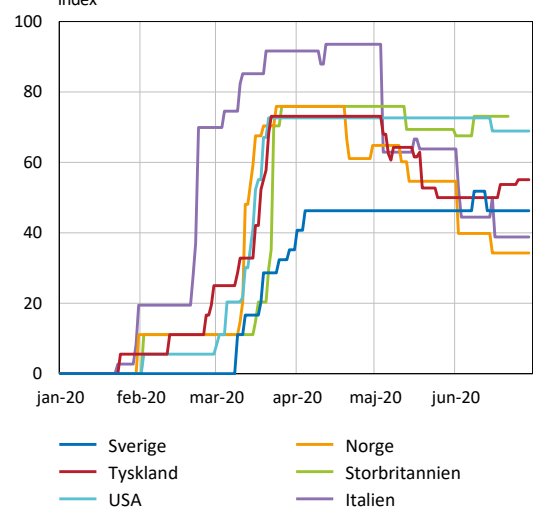
Tecken på uppgång efter stora fall i BNP i många länder

Omfattande åtgärder har vidtagits världen över för att begränsa coronavirusets spridning. De negativa ekonomiska konsekvenserna av begränsningsåtgärderna och människors oro för smittspridning har som väntat blivit stora.

Nedgången har varit särskilt kraftig i euroområdet. Månadsutfall indikerar att begränsningsåtgärdernas effekt på euroområdets ekonomi har blivit ännu större fram till april än vad Riksbanken bedömde i scenarierna som publicerades i den penningpolitiska rapporten i april. För att ge stöd åt de sektorer som drabbas extra hårt och därigenom mildra konjunkturedgången och underlätta återhämtningen har omfattande finans- och penningpolitiska åtgärder genomförts.

På många håll har länder successivt börjat dra tillbaka begränsningsåtgärderna (se diagram 1:1). Gränser har börjat öppnas, människor har börjat kunna röra sig friare, affärer har tillåtits öppna och barn och ungdomar har börjat återgå till skolor. Lättnaderna av begränsningsåtgärderna i omvärlden har skett något tidigare och snabbare än vad som antogs i Riksbankens aprilscenarier. I en fas med minskade restriktioner kan en ekonomisk återhämtning långsamt inledas. Det finns nu tecken på att detta också sker. Utfall för industriproduktionen och detaljhandeln tyder till exempel på att BNP i

Diagram 1:1. Mått på grad av statliga restriktioner för att dämpa smittspridning



Anm. Indexet mäter omfattningen av åtgärder för att motverka spridningen av covid-19. Indexet består av nio komponenter som beskriver olika typer av restriktioner, till exempel 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.

Källa: Oxford COVID-19 Government Response Tracker (OxCGRT)

USA bottnade i april och EU-kommissionens barometer för hushållens förtroende och inköpschefsindex visar en påtaglig förbättring i maj och juni. I huvudscenariot som presenteras i den här rapporten väntas den ekonomiska återhämtningen ske tidigare och gå något snabbare i både USA och euroområdet än i scenarierna i den penningpolitiska rapporten i april. Men det initiala fallet blev också större i euroområdet och det dröjer till början av 2022 innan BNP i omvärlden har återhämtat sig till nivån före krisen.

Huvudscenariot bygger på ett antagande om att begränsningsåtgärdernas omfattning gradvis minskar - även om det är sannolikt med tillfälliga bakslag runt om i världen - och att den ekonomiska politiken ger fortsatt stöd till efterfrågan.

Stor påverkan på svensk ekonomi men hittills inte lika kraftig nedgång som i omvärlden

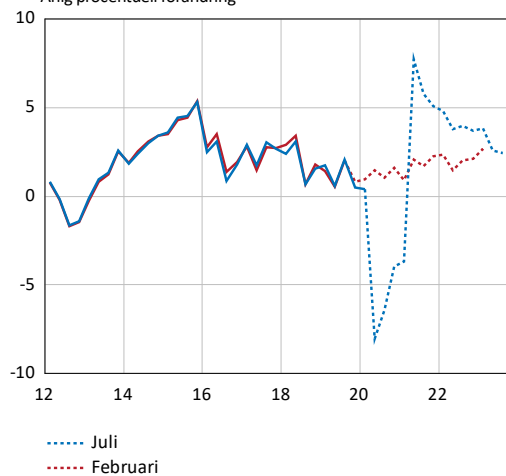
Den ekonomiska aktiviteten har fallit kraftigt även i Sverige, men nedgången har inte varit riktigt lika stor som i omvärlden. Till skillnad mot det kraftiga BNP-fall som har noterats i bland annat euroområdet och Storbritannien var BNP i Sverige under det första kvartalet nästintill oförändrad. Att de ekonomiska konsekvenserna så här långt inte har blivit lika stora som i flera andra länder kan delvis bero på att begränsningsåtgärderna inte har varit lika omfattande i Sverige (se diagram 1:1). En annan bidragande orsak är att särskilt utsatta branscher, som besöksnäringen, utgör en mindre andel av ekonomin i Sverige än i till exempel länderna i Sydeuropa.³

Månadsstatistik och mer högfrekventa data visar dock att den svenska produktionen har drabbats hårt och BNP bedöms ha fallit med cirka 8 procent under andra kvartalet (se diagram 1:2). Det har handlat om både en stor nedgång i efterfrågan och betydande leveransstörningar. Den dramatiska utvecklingen syns tydligt på arbetsmarknaden. Antalet varsel om uppsägning har skjutit i höjden och många med tidsbegränsade anställning blev snabbt av med sina arbeten under våren. Sedan första mars har närmare 200 000 personer skrivit in sig som arbetslösa på Arbetsförmedlingen och företag har ansökt om korttidspermittering för över 600 000 anställda. Antal arbetade timmar har minskat tydligt, vilket också beror på att sjukfrånvaron ökat markant.

Indikatorer som går att följa på dags- och veckobasis tyder på att produktionen och efterfrågan har stabiliserats i maj och juni (se även marginalrutan "Riktningen gör att man känner hopp"). I vissa delar av ekonomin finns det även tecken på en viss uppgång i aktivitet. Med hjälp av omfattande ekonomisk-politiska åtgärder verkar efterfrågan således börja återhämta sig.

Den information som finns tillgänglig sedan den penningpolitiska rapporten i april pekar på att nedgången i

Diagram 1:2. BNP i Sverige
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

"Riktningen gör att man känner hopp"

Riksbanken har sedan början av mars genomfört regelbundna telefonintervjuer för att följa upp svenska företags situation genom coronakrisen. Under maj och juni har den ekonomiska situationen stabiliserats och det finns tecken på förbättring för flera branscher.² För de svårast drabbade branscherna, till exempel besöksnäringen, är läget fortfarande långt ifrån en normal nivå. I allmänhet är nu företagens främsta problem att efterfrågan är svag, men vissa företag brottas även fortfarande med produktionsstörningar. Efterfrågan på arbetskraft är av naturliga skäl låg till följd av korttidspermitteringar, varsel och uppsägningar i många branscher. En majoritet av företagen tror att pandemins negativa effekter på efterfrågan kommer att bli långvariga. De flesta tror att det tar nio månader eller längre innan det ekonomiska läget blir mer normalt igen och företag i en del branscher menar att de negativa effekterna kan komma att dröja kvar ett par år. De stora skillnaderna i efterfrågan mellan branscherna avspeglas också i finansieringssituationen. I de värst drabbade branscherna är tillgången till likviditet dålig medan företag i branscher med bättre försäljning inte upplever några sådana problem.

² Se Riksbankens företagssamtal i juni: "Riktningen gör att man känner hopp" på www.riksbank.se.

³ Se även Y. Akkaya, C.-J. Belfrage, V. Corbo och P. Di Casola, "BNP-utvecklingen i Sverige relativt omvärlden i spåren av Covid-19" Ekonomisk kommentar nr 5 2020, Sveriges riksbank.

BNP-tillväxten blir i paritet med den under den globala finans-krisen och tillsammans med 2009 därmed den kraftigaste nedgången ett enskilt år sedan 1940 (se diagram 1:3). I huvudscenariot sker en gradvis återhämtning i svensk ekonomi från och med andra halvåret i år (se diagram 1:2). I Sverige väntas uppgången inte bli lika tydlig som i omvärlden, vilket delvis hänger samman med att förändringarna i begränsningsåtgärderna är mindre och att fallet i svensk ekonomi inte varit lika djupt. När efterfrågan stiger och produktionen gradvis ökar väntas även arbetsmarknaden återhämta sig. Men även med successivt stigande sysselsättning bedöms arbetslösheten mot slutet av prognosperioden vara högre än innan coronakrisens utbrott.

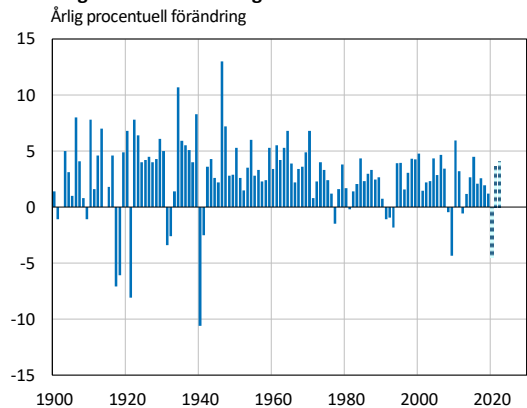
Inflation under målet en tid

Inflationen föll tydligt mellan februari och maj. Fallande energipriser bidrog redan före krisen till låg inflation, men fallet förstärktes under krisen och bidrog påtagligt till inflationsnedgången (se diagram 1:4). Inflationen har sjunkit även rensat för energipriser (se diagram 1:5). En del av prisnedgången berodde på faktiska prisförändringar till följd av pandemin, men ändrade mätmetoder spelade också roll.⁴ I takt med att restriktionerna gradvis minskas väntas priser som påverkats av ändrade mätmetoder bidra till att de redovisade inflationstalen stiger, men prisrörelser direkt relaterade till pandemin bedöms fortsätta att störa inflationstalen både i år och 2021 (se fördjupningen "Inflationsutsikter under coronakrisen"). Även Riksbankens olika mått på underliggande inflation påverkas i varierande grad.

Resursutnyttjandet i omvärlden liksom i svensk ekonomi har fallit snabbt under våren och det kommer att dröja innan det är tillbaka på normala nivåer igen. Även om ekonomin återhämtar sig gradvis kommer kostnadstrycket därför att vara fortsatt lågt de närmaste åren. Pandemin har också utlöst en rad förändringar som kan bidra till högre inflation på sikt. Den tidigare globaliseringstrenden kan i viss utsträckning reverseras vilket minskar konkurrensen och kan leda till ett högre pristryck. I huvudscenariot bedöms dessa faktorer sammantaget bidra till att inflationen långsamt stiger mot målet. Med stöd av expansiv penningpolitik återhämtar sig efterfrågan och inflationen närmar sig 2 procent mot slutet av prognosperioden (se diagram 1:5). Inflationsutvecklingen är dock mer osäker än vanligt.

Pandemins negativa effekt på inflationen kan bli mer långvarig om den spiller över på inflationsförväntningarna. I takt med att inflationen har fallit har också inflationsförväntningarna sjunkit något det senaste året (se diagram 1:6). Om krisen blir långvarig riskerar inflationsförväntningarna att

Diagram 1:3. BNP i Sverige 1900–2022

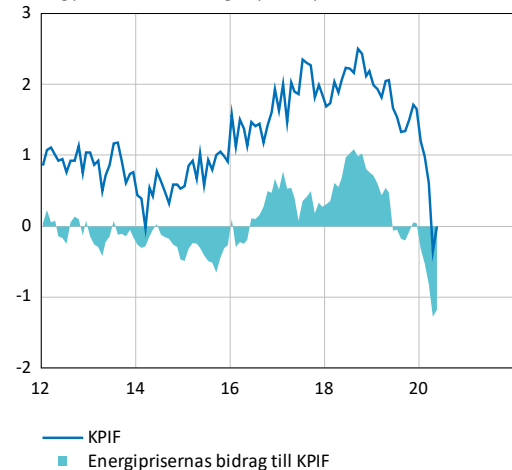


Anm. Serien avser data från historisk monetär statistik för Sverige utgiven av Riksbanken till och med 1950, därefter SCB.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:4. KPIF och bidrag från energipriser

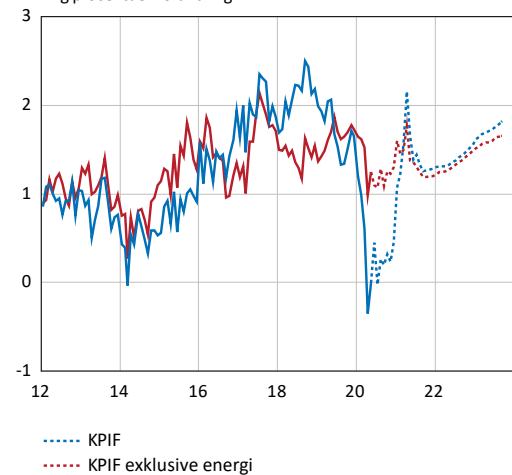
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPIF och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

⁴ Vissa tjänster, som charterresor och biljetter till sportevenemang, säljs inte alls och Statistiska centralbyrån (SCB) har därför fått använda speciella imputeringsmetoder för att hantera situationen. Det innebär att artificiella prisobservationer tillfälligt har inkluderats i statistiken. Se även fördjupningen "Svårare att beräkna inflationen" i Penningpolitisk rapport april.

sjunka ytterligare. Men även om pandemier kan vara utdragna är de övergående. Nedgången i de långsiktiga inflationsförväntningarna bör därmed bli begränsad, vilket också hittills stöds i enkätundersökningar och marknadsprissättning.

Penningpolitiken håller nere ränteläget

I samband med finanskrisen 2008 sänkte många centralbanker sina styrräntor till mycket låga nivåer. Det har lett till ett behov av att använda kompletterande åtgärder i penningpolitiken.

De kompletterande åtgärder som centralbanker förfogar över handlar i grund och botten om att öka likviditeten i ekonomin och att på olika sätt byta ut riskfyllda tillgångar mot säkra centralbankstillgångar. På så sätt påverkar penningpolitiken såväl tillgången på likvida medel som räntorna brett i ekonomin, vilket är viktiga faktorer för bland annat inflationsutvecklingen. Åtgärder av detta slag innebär vanligtvis en ökning av centralbankens balansräkning.⁵

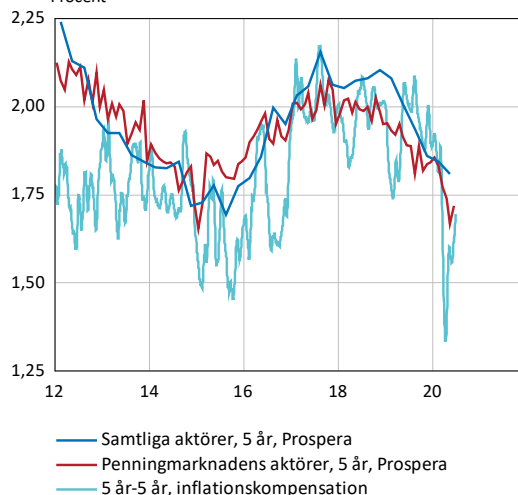
De åtgärder Riksbanken har beslutat de senaste månaderna sammanfattas i tabell 1:1 nedan. De syftar till att hålla ränteläget lågt och bidra till en fungerande kreditförsörjning genom att stödja marknadens funktionssätt. På så sätt skapas förutsättningar för en god återhämtning i svensk ekonomi, vilket bidrar till att inflationen på sikt stiger mot målet.

Effektiva åtgärder för att mildra krisen

Coronakrisen har inneburit stora intäktsbortfall för många företag med efterföljande problem att betala löner, hyror och räntor. Utvecklingen riskerar att medföra uppsägningar och konkurser, och att banker och investerare blir osäkra på om företagen kan betala tillbaka sina lån. När krediter blir mer osäkra kan kreditvillkor stramas åt och räntor på utlåning stiga i förhållande till räntor på säkra tillgångar. I inledningen av coronakrisen steg räntorna på mer riskfyllda obligationer och bankers kortfristiga upplåning. Olika marknader fungerade sämre och det fanns en uppenbar risk för snabb kreditåttstramning.⁶ Stramare kreditvillkor och högre räntor riskerar att medföra att den ekonomiska nedgången blir djupare och mer långvarig och att inflationen avviker kraftigt och länge från målet. Riksbankens penningpolitik har sedan inledningen av coronakrisen syftat till att förhindra detta.

För att stödja kreditförsörjningen och hålla ränteläget i ekonomin lågt köper Riksbanken stora volymer obligationer. Köpen innebär att efterfrågan på obligationerna ökar vilket leder till att deras priser stiger och att räntor faller. En risk som uppstår i kristider är att köpare av obligationer blir mer försik-

Diagram 1:6. Långsiktiga inflationsförväntningar
Procent



Anm. Inflationskompensationen avser en 5-årig period med start om 5 år, beräknad utifrån obligationsräntor, 15 dagars glidande medelvärde.

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken

⁵ Se till exempel "Centralbankens balansräkning allt viktigare för penningpolitiken", tal 10 juni 2020 av S. Ingves på www.riksbank.se.

⁶ Riksbankens finansmarknadsenkät indikerar också att marknadsaktörer upplevde funktionssättet på svenska finansmarknader under april som sämre än normalt, se Finansmarknadsenkäten våren 2020 på www.riksbank.se.

tiga eftersom det kan bli svårare att senare omsätta tillgången. Det kan då bli svårare för företag och banker att låna pengar genom att emittera värdepapper. Riksbankens köp innebär att risken för att investerare inte kan sälja vidare tillgången minskar och på så sätt underlättas kreditförsörjningen i ekonomin.

Särskilt för mindre företag är finansieringen via lån från bankerna viktigare än den som sker genom att emittera värdepapper. Många mindre företag vittnar om att deras finansieringssituation har försämrats (se marginalrutan "Sämre finansieringssituation för företagen"). För att stärka incitamenten för bankerna att upprätthålla eller öka sin utlåning till företagen erbjuder Riksbanken extra förmånliga lån till bankerna för vidareutlåning till företag. Riksbankens åtgärder förebygger på så sätt brist på likviditet och gör det lättare för livskraftiga företag att finansiera sin verksamhet, antingen via banklån eller finansiella marknader. Tillsammans med andra åtgärder som har införts av regeringen och myndigheter kan företagen därmed lättare klara sig igenom den akuta perioden.

Många av Riksbankens åtgärder fungerar i grunden som en sorts försäkringar - banker och företag ska kunna lita på att det finns finansiering till en låg kostnad. Att vissa av Riksbankens program ännu inte har utnyttjats fullt ut ska därför inte tolkas som att de är verkanslösa. Vetskapen om att det finns program med väl tilltagna rambelopp bidrar till att dämpa osäkerheten och oron på viktiga finansiella marknader.

Sammantaget har de olika programmen haft en lugnande effekt på marknaderna och obligationsräntorna har överlag fallit tillbaka (se diagram 1:7). En allmän ränteuppgång i ekonomin har undvikits och möjligheterna för företag att låna genom att emittera obligationer har förbättrats jämfört med när krisen bröt ut i mars. Åtgärderna bidrar till att kreditförsörjningen i ekonomin fungerar väl och håller det allmänna ränteläget på en låg nivå, vilket i sin tur ger stöd åt ekonomin och värnar prisstabiliteten.

Behov av ytterligare åtgärder för att understödja ett lågt ränteläge i svensk ekonomi

Sedan det föregående penningpolitiska mötet har det blivit något tydligare hur coronakrisen har påverkat den ekonomiska utvecklingen. Även om fallet i svensk BNP inte verkar bli riktigt lika kraftigt som Riksbanken befarade i april så är det uppenbart att krisen får allvarliga ekonomiska konsekvenser, inte minst i form av snabbt stigande arbetslöshet. Den ekonomiska krisens omfattning och orsak innebär att det inte är möjligt att med ekonomisk politik fullt ut motverka nedgången i ekonomin. Omfattande åtgärder bidrar till att inflationen gradvis stiger mot 2 procent. Krisens djup innebär dock

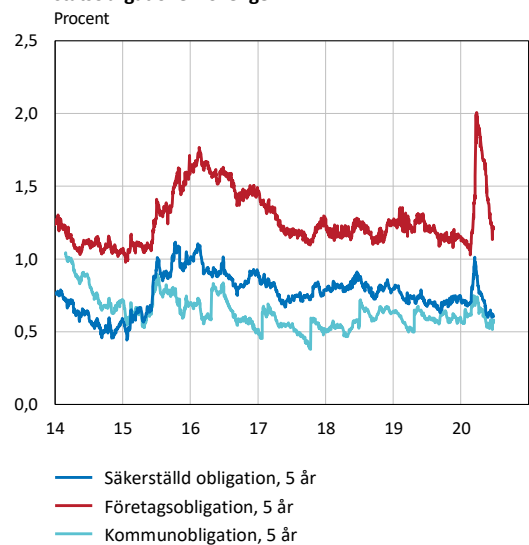
Sämre finansieringssituation för företagen

Kombinationen av minskade intäkter och turbulensen på de finansiella marknaderna under inledningen av coronakrisen har försämrat finansieringsvillkoren för svenska företag. Särskilt under mars och april vittnade många företag om en situation med dyrare banklån, hårdare kreditprövningar och en stundtals stängd företagspappersmarknad. Detta syns till exempel i Konjunkturinstitutets enkätundersökning och Riksbankens företagsundersökning samt i ALMI:s låneindikator där chefer på lokala bankkontor uppger att andelen kreditförfrågningar som avslås har ökat.⁷ För att motverka kreditåstramningen har regeringen, myndigheter och Riksbanken vidtagit en mängd åtgärder för att förbättra tillgången till finansiering.

Lån från svenska banker, kreditinstitut och andra långivare står för den allra största delen av företagens räntebärande finansiering. Från februari till maj ökade denna utlåning till företag trots att det ekonomiska läget försämrats kraftigt. Den aggregerade utvecklingen kan förklaras av att främst större företag har tagit upp mer lån. Det finns också tecken på att företag med tillgång till företagspappersmarknaderna skiftade till mer bankupplåning när dessa marknader fungerade sämre. Utlåningen till mindre företag har däremot ökat endast måttligt. Att utlåningen till småföretag varit i stort sett oförändrad, medan större företag har ökat sin upplåning tyder på att småföretag möter tuffare villkor.⁸ De räntor företag i olika storlek faktiskt lånar till har dock inte ökat nämnvärt.

Riksbankens åtgärder syftar till att säkra kreditförsörjningen till företag i krisen. Det är därför centralt att likviditeten också når ut till de företag som är i störst behov av den. Riksbanken följer noggrant såväl aggregerad som mer detaljerad statistik för att utvärdera de åtgärder som har vidtagits under den pågående pandemin, bland annat genom att analysera både bankernas utlåning till företag och utvecklingen på företagspappersmarknaderna.

Diagram 1:7. Ränteskillnaden mellan olika obligationslag och statsobligationer i Sverige



Anm. Säkerställda, stats- och företagsobligationer är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är benchmarkobligationer, utgivna av Kommuninvest.

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken

⁷ På uppdrag av Riksbanken och Finansinspektionen ställer Konjunkturinstitutet sedan 2018 varje kvartal frågor till företag om deras finansieringssituation. Sedan i maj 2020 ställs frågan varje månad.

⁸ Se E. Frohm, J. Grip, D. Hansson och S. Wollert "Tudelad kreditutveckling under coronapandemin", Ekonomisk kommentar nr 6 2020, Sveriges riksbank.

att det tar tid innan inflationen åter når målet. För att undvika att nedgången i ekonomin blir onödigt långvarig och djup behöver penningpolitiken fortsatt med kraft inriktas på att se till att kreditförsörjningen fungerar och att det allmänna ränteläget hålls nere även under kommande år.

Direktionen bedömer i dagsläget att en kombination av åtgärder är mest verkningsfullt för att uppnå detta och har därför fattat ett flertal beslut (se marginalrutan "Riksbankens nya åtgärder för att hjälpa ekonomin till återhämtning").⁹ Ramen för tillgångsköpen utökas med 200 miljarder till 500 miljarder kronor och dessa köp ska ske fram till 30 juni 2021 (se diagram 1:8). Därefter väntas storleken på innehavet upprätthållas genom ytterligare köp som kompenserar för förfall (se diagram 1:9). Inom ramen för tillgångsköpen har direktionen beslutat att köpa statsobligationer, säkerställda obligationer och kommunobligationer för 100 miljarder kronor mellan den 1 oktober och den 31 december 2020. Dessutom börjar Riksbanken köpa företagsobligationer i september 2020. Hur fördelningen mellan olika typer av obligationer kommer att se ut under första halvåret 2021 beslutas under hösten. Utöver obligationsköpen erbjuder sig Riksbanken att veckovis köpa företagscertifikat upp till ett innehav om högst 32 miljarder kronor.

Direktionen har också beslutat att sänka räntorna för utlåning till bankerna mot säkerhet och förlänga löptiden på lånen till bankerna för vidare utlåning till icke-finansiella företag och de veckovisa extraordinära marknadsoperationerna. Reporäntan behålls samtidigt oförändrad på noll procent (se diagram 1:10). Åtgärderna understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Samspel mellan olika politikområden mest effektivt för att lindra krisens effekter

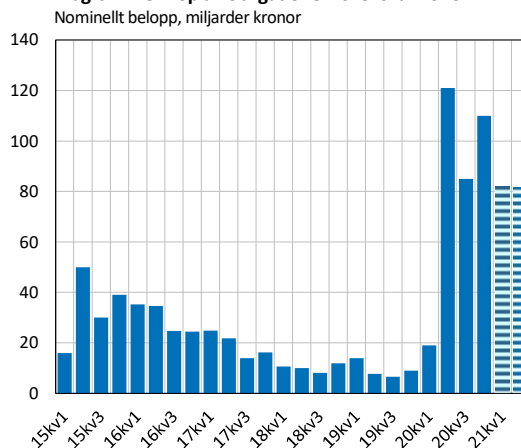
I Sverige liksom i omvärlden har omfattande ekonomisk-politiska åtgärder vidtagits sedan coronakrisens utbrott.¹⁰ Regeringen har vidtagit åtgärder av historiskt stor omfattning Dessa insatser samt Riksbankens och andra myndigheters åtgärder syftar till att mildra krisens effekter och skapa förutsättningar för en snabbare återhämtning.

Genom att olika politikområden samverkar får åtgärderna sammantaget ett mer effektivt genomslag på ekonomin. Efter en så dramatisk ekonomisk nedgång som svensk ekonomi nu har drabbats av kommer det att behövas omfattande ekonomisk-politiskt stöd under lång tid för att föra tillbaka ekonomin mot balans. Både finanspolitiken och penningpolitiken har då en roll att spela. Den penningpolitiska verktygslådan används idag kraftfullt. Men det är inte möjligt att enbart med penningpolitik snabbt återställa konjunkturläget. Med

⁹ Se även protokollsbilaga B, C och D från det penningpolitiska mötet den 30 juni på www.riksbank.se för fler detaljer.

¹⁰ Se marginalrutorna "Finanspolitiska stödåtgärder i omvärlden" och "Next Generation EU" i kapitel 3 samt marginalrutan "Den svenska regeringens krisåtgärder" och fördjupningen "Centralbankernas åtgärder" i den penningpolitiska rapporten i april.

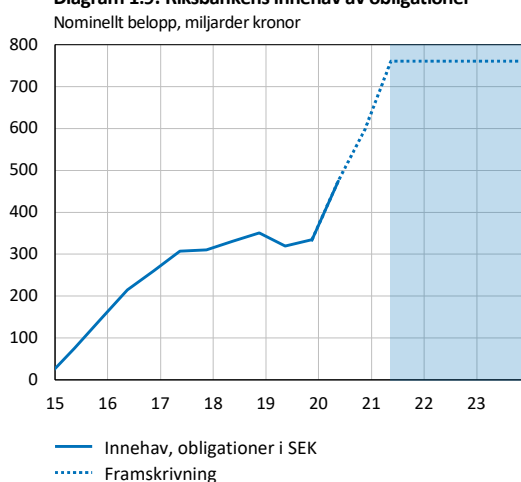
Diagram 1:8. Köp av obligationer i svenska kronor



Anm: Avser köp av statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer och företagsobligationer. Streckad stapel är en prognos baserad på beslutade köp, och under antagandet att totalramen utnyttjas.

Källa: Riksbanken

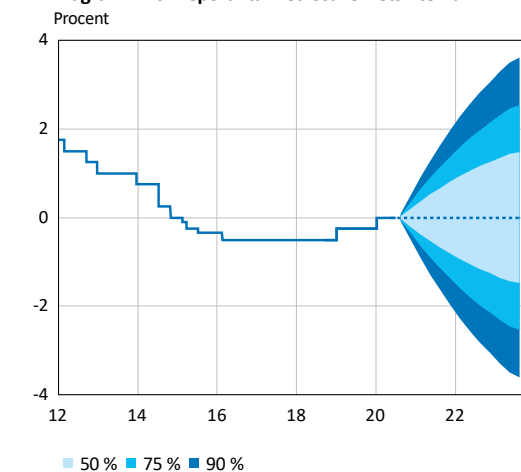
Diagram 1:9. Riksbankens innehav av obligationer



Anm: Prognos fram till juni 2021 avser beslutade obligationsköp, med antagande om att totalramen utnyttjas. Därefter (skuggat område) en framskrivning baserad på ett antagande om framtida beslut om köp i en omfattning som kompenserar för förfall.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:10. Reporänta med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporäntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporäntan. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

låg offentlig skuldsättning finns det goda förutsättningar för finanspolitiken att både överbrygga de direkta problem som den ekonomiska krisen för med sig och att kraftigt stimulera efterfrågan.

Stor osäkerhet kring huvudscenariot – penningpolitiken anpassas till den ekonomiska utvecklingen

Omfattningen och den speciella karaktären på krisen gör att det är svårt att avgöra hur snabbt ekonomin kommer att återhämta sig. Krisens ursprung är en hälsokris som har drabbat i stort sett alla världens länder samtidigt, vilket innebär att förloppet ser annorlunda ut än om det hade varit en kris som uppstått till följd av stora obalanser i makroekonomin eller det finansiella systemet. När pandemin minskar i omfattning kan återhämtningen därför gå snabbare än efter till exempel finanskrisen. Riksbanken bedömer i sitt huvudscenariot att ekonomin vänder uppåt andra halvåret, men att det dröjer innan resursutnyttjandet är tillbaka på normala nivåer och inflationen åter är nära 2 procent (se diagram 1:11).

I fördjupningen ”Den ekonomiska utvecklingen enligt två alternativa scenarier” illustreras den osäkerhet som omgärdar huvudscenariot med hjälp av två andra scenarier. Ett scenario beskriver en snabbare återhämtning i global och svensk ekonomi, vilket kan inträffa om begränsningsåtgärderna dras tillbaka snabbare än väntat och förtroendet och människors konsumtionsbeteende snabbare återgår till mer normala förhållanden. I detta scenario stiger inflationen snabbare mot 2 procent (se diagram 3:34–3:37). I det andra scenariot antas begränsningsåtgärder och människors rädsla att bli smittade påverka ekonomin under en längre tid och krisen blir därmed mer utdragen med lägre tillväxt och högre arbetslöshet under de närmaste åren (se diagram 3:34–3:37). I dagsläget bedöms riskerna kring huvudscenariot vara balanserade men det är värt att notera att utvecklingen i huvudscenariot baseras på ett antagande om omfattande ekonomisk-politiska stödåtgärder under prognosperioden.

Kriser kan ha mer djupgående effekter på ekonomins struktur och sätt att fungera (se fördjupningen ”Inflationsutsikter under coronakrisen” och ”Pandemins långsiktiga effekter på produktion och sysselsättning”). Det finns därmed en risk för att nedgången får följd effekter som försvårar återhämtningen för BNP, arbetsmarknaden och inflationen. Ett exempel är om krisen skulle sprida sig mer tydligt till marknaderna för bostäder och kommersiella fastigheter.

Ju längre och kraftigare konjunkturedgången i världsekonomin blir desto större är risken för att den också utlöser en regelrätt finansiell kris eller skuldskris när många länder har försatt sig i en situation med stora budgetunderskott och höga skuldnivåer. I ett scenario där återhämtningen av produktionen och arbetsmarknaden blir betydligt långsammare

Riksbankens nya åtgärder för att hjälpa ekonomin till återhämtning

Sedan mitten på mars har Riksbanken genomfört ett antal åtgärder för att understödja kreditförsörjningen till hushåll och företag och hålla nere räntorna. Bland annat beslutade direktionen den 16 mars att köpa värdepapper för 300 miljarder kronor under 2020. Hittills har Riksbanken köpt värdepapper för 130 miljarder kronor inom denna ram. Nu utökas rambeloppet för tillgångsköpen med ytterligare 200 miljarder till 500 miljarder kronor och programmet förlängs till den 30 juni 2021. Därefter väntas storleken på innehavet upprätthållas genom ytterligare köp som kompenserar för förfall. Utöver tidigare preciserade köpprogram har det beslutats att Riksbanken under perioden 1 oktober till 31 december 2020 ska köpa statsobligationer, säkerställda obligationer och kommunobligationer för 100 miljarder kronor. Köp av företagsobligationer inleddes i september och utöver obligationsköpen erbjuder sig Riksbanken att veckovis köpa företagscertifikat upp till ett innehav om högst 32 miljarder kronor. Hur fördelningen mellan olika typer av obligationer kommer att se ut under första halvåret 2021 beslutas under hösten.

Den 12 mars 2020 beslutade direktionen att inleda ett program för företagsutlåning via penningpolitiska motparter på upp till 500 miljarder kronor. Syftet med programmet är att nå ut brett och trygga en säker och långsiktig finansiering för företagen. Direktionen har nu beslutat att göra det ännu mer förmånligt för motparterna att låna inom ramen för detta program. Löptiden förlängs till upp till fyra år. Därutöver sänks det räntetillegg som utgår om kravet på vidareutlåning till svenska icke-finansiella företag inte uppfylls, från 0,20 procentenheter till 0,10 procentenheter.

Riksbankens penningpolitiska motparter kan varje bankdag låna respektive placera obegränsat i svenska kronor över natten hos Riksbanken. I linje med planen för att förenkla styrsystemet som Riksbanken presenterade i september 2019 har direktionen nu också beslutat att sänka utlåningsräntan för den stående utlåningsfaciliteten ytterligare. Från och med den 2 juli 2020 ska räntan vara reporäntan med ett tillägg på 0,10 procentenheter, istället för 0,20 procentenheter. På så vis skapas en snäv symmetrisk räntekorridor om 0,10 procentenheter runt Riksbankens reporänta. Det innebär att Riksbanken säkerställer att dagslåneräntan på marknaden för svenska kronor fortsatt hamnar nära reporäntan och därmed hålls nere.

Den 16 mars beslutade direktionen att erbjuda Riksbankens penningpolitiska motparter krediter med en löptid på tre månader inom ramen för de extraordinära marknadsoperationerna. Direktionen har nu beslutat att från och med den 6 juli 2020 ta bort påslaget på reporäntan om 0,20 procentenheter på dessa krediter. Dessutom ska Riksbanken inom denna ram även erbjuda krediter med en löptid på sex månader. På så sätt kan dessa marknadsoperationer bidra till att marknadsräntor med något längre löptider också närmar sig reporäntan.

än i Riksbankens huvudscenario och där inflationsutsikterna visar sig ännu mer bekymmersamma behöver den ekonomiska politiken bli ännu mer expansiv.

Beredskap att fortsätta vidta åtgärder för att stödja den ekonomiska utvecklingen och inflationen

Riksbankens åtgärder innebär att det kommer att finnas omfattande penningpolitiska stimulanser i form av låga räntor och en stor mängd likviditet under överskådlig tid. Kombinationen av lämpliga åtgärder utvärderas kontinuerligt och kommer att anpassas till den ekonomiska utvecklingen.

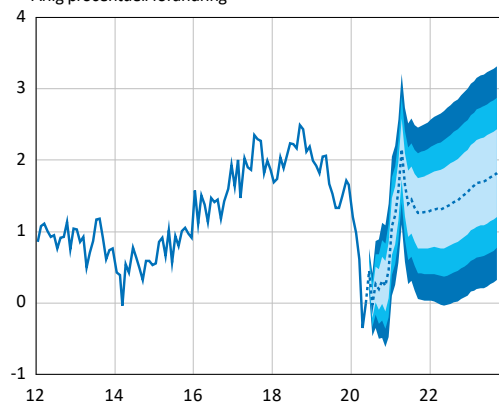
Riksbanken är beredd att fortsätta använda de verktyg som står till buds för att ge stöd till ekonomin och inflationen. Vilka penningpolitiska åtgärder som vidtas är alltid en avvägning mellan de effekter man vill uppnå och de eventuella sideoeffekter som samtidigt kan uppstå. Riksbanken kan tillföra ytterligare likviditet, så att inte en brist på krediter hindrar en ekonomisk återhämtning. Både utlåningen till företag via bankerna och köpen av obligationer kan också utökas ytterligare.

Även reporäntan kan sänkas, om det bedöms vara en verkningsfull åtgärd. I dagsläget bedöms en sänkning av reporäntan inte vara det mest effektiva verktyget för att stödja den ekonomiska återhämtningen. Men det utesluter inte att det kan bli aktuellt framöver. Flera faktorer som idag är svåra att bedöma kommer att avgöra om det blir lämpligt att åter sänka räntan till negativa nivåer. Sådana faktorer är växelkursens utveckling, hur snabbt ekonomins utbudssida återhämtar sig i förhållande till efterfrågesidan och hur en lägre styrränta bedöms påverka det allmänna ränteläget och i förlängningen konsumtionen och investeringarna.

Det är inte omöjligt att inflationen kan komma att bli högre än i huvudscenariot, till följd av snabbare återhämtning men också av sämre konkurrens och starkare trend mot minskad globalisering (se fördjupningen "Inflationsutsikterna under coronakrisen"). Risken för ett scenario med alltför hög inflation bedöms dock vara liten under de närmaste åren. Skulle inflationen bli något högre än väntat finns det inga uppenbara skäl för penningpolitiken att snabbt reagera på detta.

Diagram 1:11. KPIF med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring



50 % 75 % 90 %

Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 1:1. Riksbankens åtgärder (aktuellt beslut i fetstil)

Datum för beslut	Åtgärd	Omfattning	Hittills köpt/utnyttjat	Detaljer
12 mars 30 juni	Program för företagsutlåning via penningpolitiska motparter	Upp till 500 mdkr	161,5 mdr	Inleddes den 20 mars. Utvidgades till att även omfatta enskilda firmor den 6 april. 26 mars beslutades om tillfällig utökning av motpartskretsen. Löptiden förlängs till upp till fyra år. Därutöver sänks det räntetillägg som utgår om kravet på vidareutlåning till svenska icke-finansiella företag inte uppfylls, från 0,20 procentenheter till 0,10 procentenheter över reporäntan.
16 mars 30 juni	Ram för Riksbankens tillgångsköp	Upp till 300 mdkr Utökas med 200 mdr till 500 mdr	130 mdr	Programmet löper fram till 31 december 2020. Exakta fördelningen av köpbelopp fastställs efter hand. Programmet förlängs till 30 juni 2021.
16 mars 30 juni	Inom ramen: Köp av statsobligationer, kommunobligationer och säkerställda obligationer.	Sammanlagt 200,5 mdr fram till 30 september 2020. Sammanlagt ytterligare 100 mdr 1 oktober till 31 december 2020.	Sammanlagt 124,5 mdr, varav 11,5 mdr statsobligationer, 11,3 mdr kommunobligationer och 90 mdr säkerställda obligationer.	Köp av statsobligationer inleddes den 18 mars, köp av säkerställda obligationer inleddes den 25 mars, köp av kommunobligationer inleddes 28 april. Köpprogram specificerades den 17 mars, 20 mars, 27 mars, 21 april, 27 april, 15 maj.
19 mars 30 juni	Inom ramen: Köp av företagsobligationer och företagscertifikat	Riksbanken erbjuder sig att veckovis köpa företagscertifikat upp till ett innehav om högst 32 miljarder kronor fram till 31 december 2020. Riksbanken erbjuder sig att köpa företagsobligationer för 10 miljarder till 30 juni 2021	Nuvarande innehav av företagscertifikat 5,7 mdr (9,7 mdr bruttoköp, 4,8 mdr förfall)	Köp av företagscertifikat inleddes den 2 april. Beslut om förlängning av programmet 3 april och 8 maj. Tillämpa en begränsningsregel att inte äga mer än 70 procent av en enskild emittents totala utestående volym av företagscertifikat i svenska kronor. Köp av företagsobligationer inleds i september.
16 mars 30 juni	Sänkt ränta i stående utlåningsfacilitet	Obegränsat		Sänkning från 0,75 till 0,20 procentenheter över reporäntan. Sänkning från 0,20 till 0,10 procentenheter över reporäntan. På så vis skapas en snäv symmetrisk räntekorridor om 0,10 procentenheter runt Riksbankens reporänta.
16 mars 30 juni	Veckovisa extraordinära marknadsoperationer	Obegränsat	25,7 mdr	Lån mot säkerhet på tre månader till räntenivå 0,20 procentenheter över reporäntan. Påslaget på reporäntan om 0,20 procentenheter tas bort på dessa krediter. De ska i stället erbjudas till rörlig ränta motsvarande Riksbankens reporänta. Riksbanken ska inom denna ram även erbjuda krediter med en löptid på sex månader.
16 mars	Ändrade begränsningsregler för säkerställda obligationer som säkerhet	—		Ytterligare förändringar beslutades den 19 mars.
19 mars	Lån i amerikanska dollar	Upp till 60 mdr USD	USD 2 mdr	

Anm. Med kommunobligationer avses obligationer utgivna av svenska kommuner, regioner och Kommuninvest i Sverige AB. Hittills köpt/utnyttjat avser utnyttjande till och med den 26 juni.

KAPITEL 2 – Minskad pessimism och viss stabilisering på finansiella marknader

De ekonomiska konsekvenserna av coronapandemin har dominerat utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan i mars. Osäkerheten kring hur företag, hushåll och finansiella aktörer kommer att klara av krisen är fortsatt stor, men den senaste tiden har framtidssynen blivit något mindre pessimistisk. Detta har bidragit till en stabilisering på de finansiella marknaderna, i såväl Sverige som omvärlden. Svenska företags kostnader för finansiering via obligationsmarknaden har minskat sedan mars medan kostnaden för banklån har varit i stort sett oförändrad. De företag som har möjlighet har i viss utsträckning ersatt marknadsfinansiering med banklån, men det finns tecken på att företag har fått svårare att finansiera sig. Sammantaget har marknadernas sätt att fungera förbättrats sedan mars och de finansiella förhållandena har därefter lättats, både i Sverige och i omvärlden. Riksbankens finansmarknadsenkät visar dock att finansiella marknader fungerade sämre än normalt under våren. Betydande risker kvarstår framöver.

Något lugnare på de finansiella marknaderna, men risker kvarstår

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har den senaste tiden styrts av coronapandemin och dess konsekvenser för den globala ekonomin. Omfattande finanspolitiska stödprogram har presenterats och centralbanker har på olika sätt stöttat kreditförsörjningen och i vissa fall sänkt sina styrräntor. Då allt fler länder nu lättar på sina restriktioner har förhoppningarna om en snabb återhämtning vuxit. Den något mindre pessimistiska synen i kombination med de omfattande åtgärdsprogrammen har resulterat i en viss stabilisering på de finansiella marknaderna och de finansiella förhållandena i både omvärlden och Sverige har blivit mer expansiva sedan den penningpolitiska rapporten i april (se diagram 2:1).¹¹ Den främsta orsaken till detta är att priserna på riskfyllda tillgångar har återhämtat sig sedan krisens mest intensiva fas. Aktiepriserna har stigit påtagligt efter de inledande fallen, volatiliteten på aktiemarknaderna har minskat kraftigt och räntorna på företagsobligationer och bostadsobligationer har sjunkit i förhållande till räntorna på statsobligationer. Men den svenska kronan har samtidigt förstärkts och bostadspriser

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i april

Aktiepriserna i Sverige och omvärlden har stigit.

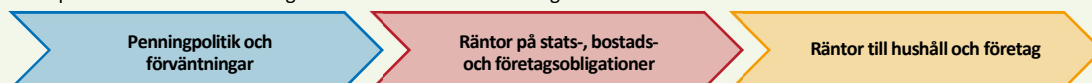
Räntorna på säkra obligationer har varit stabila och ränteskillnader mellan riskfyllda och säkra tillgångar har minskat. Räntor på många tillgångsslag är på låga nivåer i ett historiskt perspektiv.

Tecken på svårare finansieringssituation för företag.

Kronan är starkare.

Transmissionsmekanismen – från penningpolitiken till räntor för hushåll och företag

Reporäntan har en direkt effekt på de korta interbank- och statsräntorna via dagslåneräntan. Förväntningar om den framtida reporäntan och köp av stats-, bostads- och företagsobligationer påverkar räntorna på dessa tillgångsslag, som också styrs av utländska räntor. Statsobligationsräntorna utgör också ett ankare för andra typer av obligationsräntor som i sin tur inverkar på bankernas finansieringskostnader. Dessa påverkar i slutändan utlåningsräntorna till hushåll och företag.



¹¹ För detaljer kring indexet se J. Alsterlind, M. Lindskog och T. von Brömsen, "Ett index för de finansiella förhållandena", *Staff memo* februari 2020, Sveriges riksbank. Notera att indexet till skillnad från tidigare nu även omfattar räntor på företagsobligationer.

minskat något, vilket har bidragit till att motverka lättningen i de finansiella förhållandena i Sverige. Utvecklingen under maj och juni månad tyder på att finansiella förhållanden sammantaget har blivit något mer expansiva.

Att den ekonomiska aktiviteten fallit så snabbt är dock fortsatt något som oroar. Läget på de finansiella marknaderna är skört och betingat på att centralbankerna fortsätter att stödja kreditförsörjningen i ekonomin. Många företag har sett sina intäkter minska så mycket att de har svårt att betala sina utgifter. Risker är därför fortsatt stora att fler företag tvingas till konkurs. Genom att förse det svenska finansiella systemet med tillräckligt med likviditet för att kreditförsörjningen till företag och hushåll ska fortsätta att fungera söker Riksbanken motverka att det uppstår en negativ spiral där den ökade osäkerheten medför stramare kreditvillkor och högre räntor, vilket i sin tur medför att annars livskraftiga företag inte klarar sig genom krisen och att osäkerheten ökar ytterligare.

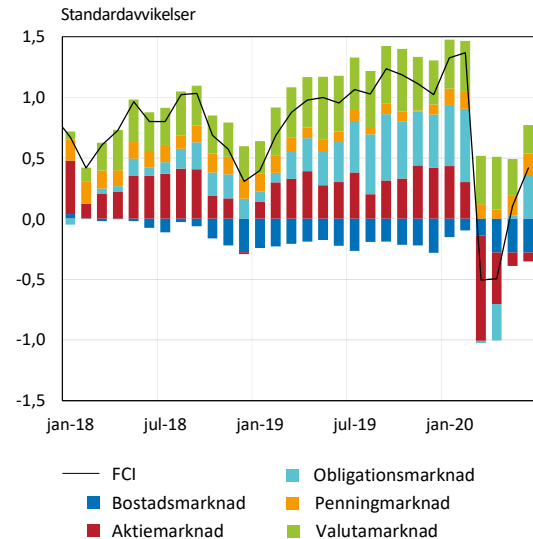
Centralbanker har agerat kraftfullt

Under krisen har flera centralbanker med styrräntor över noll procent sänkt räntan. Till exempel har både Federal Reserve och Bank of England sänkt sin styrränta till nära noll. Riksbanken och andra centralbanker som redan hade styrräntor nära noll har hittills låtit dessa ligga kvar. Till exempel har ECB lämnat sin styrränta oförändrad på -0,5 procent. Utöver att hålla styrräntan nära noll har flertalet centralbanker också vidtagit andra kraftfulla åtgärder för att upprätthålla kreditförsörjning och likviditet på finansiella marknader. Detta har inkluderat storskaliga köp av finansiella tillgångar och utlåningsprogram som syftar till att stimulera bankers utlåning till icke-finansiella företag. Jämfört med de åtgärder som vidtogs under finanskrisen så har nyttjandet av kreditfaciliteter varit mindre medan tillgångsköpen förväntas bli mer omfattande.¹² Federal Reserve agerade tidigt för att motverka de problem som uppstod på dollarmarknaden genom att tillföra likviditet både i USA och globalt. Dollarmarknaden fungerar i dagsläget väl. ECB har, utöver att bibehålla och utöka sitt existerande program för tillgångsköp (APP), inlett ett särskilt program för att köpa tillgångar på 1 350 mdr euro (PEPP). ECB har också sänkt kapitalkraven för banker, tillhandahåller mer förmånliga likviditetsfaciliteter för banker och har ökat utlåningen till banker i syfte att stimulera vidareutlåning till företag.

Stabilisering på penning- och statsobligationsmarknaderna

I början av mars steg efterfrågan på amerikanska dollar på grund av den ökade oron på finansiella marknader och räntan för lån utan säkerhet mellan banker i amerikanska dollar, LIBOR, steg kraftigt (se diagram 2:2). En bidragande orsak till uppgången i LIBOR var att bankerna behövde ersätta den

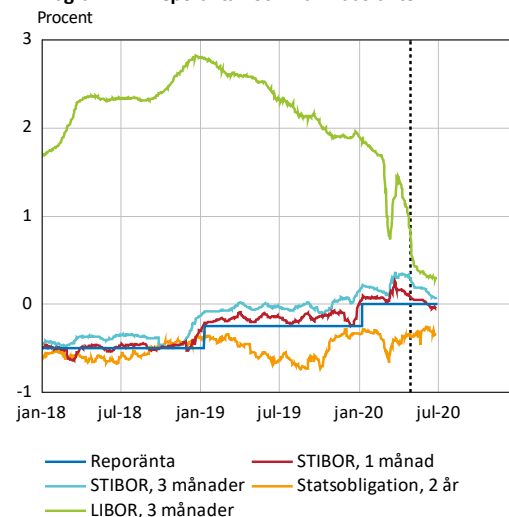
Diagram 2:1. Index för finansiella förhållanden, FCI



Anm. Högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden.

Källa: Riksbanken

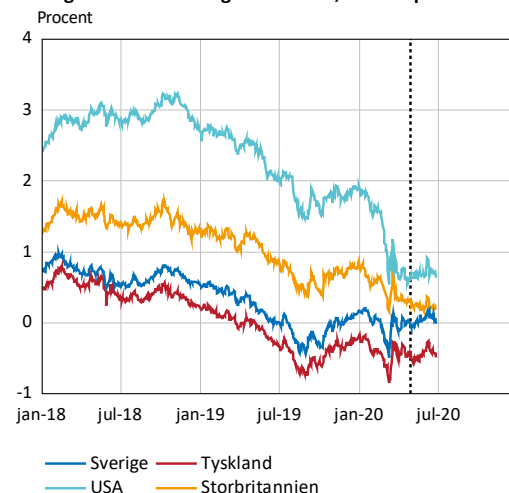
Diagram 2:2. Reporäntan och marknadsräntor



Anm. Nollkupongränta med 2 års löptid beräknad från statsobligationer. LIBOR avser amerikanska dollar. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i april.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



Anm. Nollkupongräntor för Sverige, Tyskland och Storbritannien är beräknade från statsobligationer. 10-årig benchmarkränta för USA. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i april.

Källor: Nationella centralbanker, US Treasury och Riksbanken

¹² För mer information, se P. Cavallino och F. De Fiore, "Central banks' response to Covid-19 in advanced economies", *BIS Bulletin*, No. 21 June 2020, Bank for International Settlements.

upplåning som normalt sker på penningmarknaden via certifikat. Detta då investerarna på penningmarknaden sökte sig ifrån bankkulder till mer likvida och säkrare tillgångar. Efter omfattande likviditetstillförsel från Federal Reserve och en ökad riskaptit har LIBOR sjunkit till mer normala nivåer i förhållande till styrräntan i USA. Även svenska penningmarknadsräntor påverkades av oron i mitten av mars och STIBOR steg, om än inte i samma utsträckning som LIBOR (se diagram 2:2). Den senaste tiden har STIBOR sjunkit tillbaka och är för närvarande nära noll procent.

Statsobligationsräntorna har varit stabila sedan det penningpolitiska mötet i april och är fortsatt låga i ett historiskt perspektiv (se diagram 2:3). De fortsatt låga räntorna på statsobligationer i många länder tyder på att marknadsaktörerna förväntar sig att styrräntorna ska förbli låga under en lång tid framöver. Även centralbankernas köp av tillgångar bidrar till att hålla ränteläget lågt.

Vid krisens början steg statsobligationsräntorna i vissa länder, som Italien, Portugal och Spanien (se diagram 2:4). Detta berodde sannolikt på marknadsaktörernas oro kring höga offentliga skuldnivåer och staternas framtida betalningsförmåga, särskilt när aktiekurserna för europeiska banker samtidigt hade fallit och kostnaderna för investerare att försäkra sig mot kreditrisker i europeiska banker hade stigit kraftigt. Det tyder på en fortsatt hög risk för att kreditproblem för europeiska banker och stater påverkar varandra i en negativ spiral. Efter nya åtgärdsprogram från ECB och efter att Tyskland har signalerat en vilja att medverka till gemensamma europeiska finanspolitiska stimulanser har dock skillnaden mellan statsobligationsräntorna i Europa minskat.

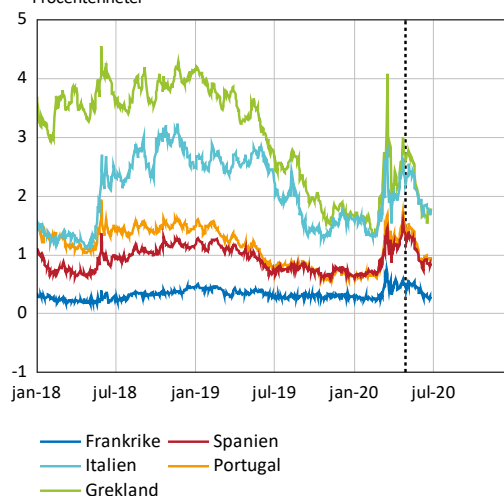
Räntorna på riskfyllda obligationer har fallit

I och med att marknadens pessimism har minskat har räntorna på företagsobligationer i omvärlden fallit efter den tydliga uppgången tidigare under året. Skillnaden mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer reflekterar riskpremierna på kreditmarknaderna. Dessa premier steg kraftigt under krisens inledning, även för företag med god kreditvärdighet. Efter centralbankens omfattande köp av obligationer har premierna nu åter sjunkit och ligger på låga nivåer (se diagram 2:5).

De svenska marknaderna för obligationer har sett en liknande utveckling. Riskpremierna steg kraftigt under mars för framför allt företagsobligationer men har sedan dess sjunkit tillbaka. Även räntorna på säkerställda obligationer och kommunobligationer har kommit ner från de förhöjda nivåerna under mars. Räntorna ligger nu på samma nivåer som i början av året, vilket Riksbankens tillgångsköp sannolikt har bidragit till (se diagram 2:6).

Under krisens inledande fas fanns det tydliga tecken på att likviditeten på de finansiella marknaderna och dessa marknaders funktionsätt hade försämrats. Exempelvis steg skillna-

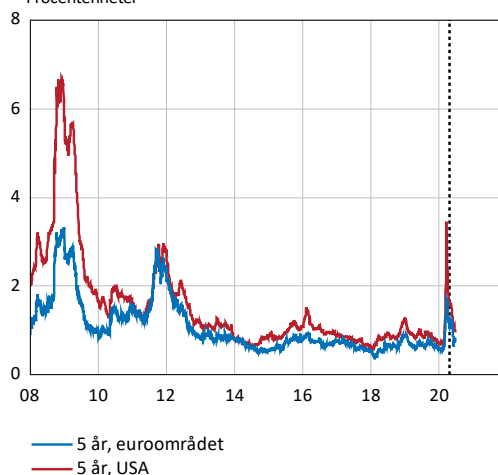
Diagram 2:4. Ränteskillnaden mellan europeiska och tyska 10-åriga statsobligationer
Procentenheter



Anm. Benchmarkobligationer. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i april.

Källa: Macrobond

Diagram 2:5. Skillnad mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer i USA och euroområdet
Procentenheter



Anm. Ränteskillnaderna avser 5-åriga benchmarkobligationer utgivna av företag med god kreditvärdighet respektive staten. Streckad linje markerar penningpolitiska mötet i april.

Källa: Macrobond

den mellan sälj- och köpräntor på företagsobligationer kraftigt. Även Riksbankens finansmarknadsenkät indikerar att marknadsaktörer upplevde funktionssättet på svenska finansmarknader under april som sämre än normalt, framför allt som en följd av coronapandemin.¹³ Även om likviditeten och marknadernas funktionssätt har förbättrats sedan mars och april är läget på de finansiella marknaderna skört och betingat på att centralbankerna fortsätter att stödja likviditetsförsörjningen i ekonomin.

Tydlig återhämtning på aktiemarknaderna

Under februari och mars föll aktiepriserna brant över hela världen, delvis på grund av oron för att begränsningsåtgärder skulle få lönsamheten att minska. Sedan slutet av mars har aktieindex stigit (se diagram 2:7). Den svenska aktiemarknaden har nära följt den amerikanska och har återhämtat sig relativt snabbt. Uppgången på aktiemarknaderna indikerar att marknadsaktörerna har blivit mindre pessimistiska om den framtida makroekonomiska utvecklingen, där ekonomisk-politiska åtgärder förväntas bidra till en snabb återhämtning.

Osäkerheten, mätt enligt marknadsbaserade mått på volatilitet på aktiemarknaderna, har gått ner, men ligger fortfarande över de senaste årens genomsnitt.

Bankernas finansieringssituation något förbättrad

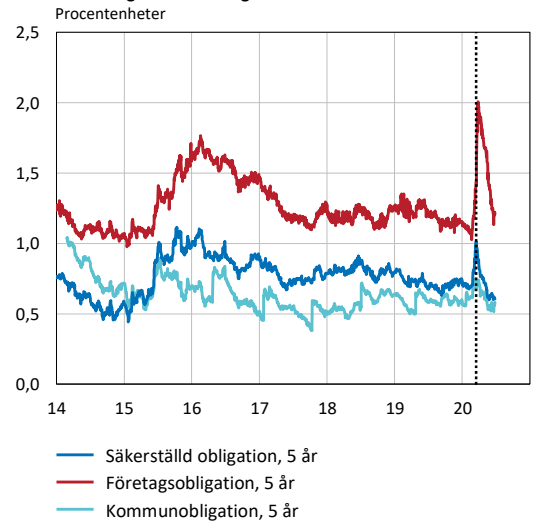
Eftersom de svenska bankerna till stor del finansierar sig via de globala penningmarknaderna har även deras finansieringskostnader minskat i takt med det förbättrade läget. Att situationen har förbättrats syns på STIBOR som har sjunkit tillbaka (se diagram 2:2). Coronapandemin och åtgärderna för att minska smittspridningen leder emellertid till realekonomiska konsekvenser, som exempelvis ett ökat antal företagskonkurer. Därför riskerar banksektorn att påverkas negativt med större förluster och försämrad lönsamhet. Speciellt viktig är utvecklingen på bostadsmarknaden och i den kommersiella fastighetssektorn eftersom de svenska bankerna har stor utlåning till dessa sektorer och risken för förluster där är hög. Utvecklingen i dessa sektorer är därmed riskfaktorer som Riksbanken följer.

Kostnaden för investerare att försäkra sig mot kreditrisker i svenska banker har stigit och bankernas aktiekurser har inte återhämtat sig lika mycket som resten av börsen. Än så länge har dock räntorna på säkerställda obligationer förblivit på normala nivåer efter att ha kommit ner från de förhöjda nivåerna i mars, vilket Riksbankens köp av bostadsobligationer torde ha bidragit till.

Företagens finansieringskostnader fortsatt förhöjda

För företagen har obligationsmarknaden blivit en allt viktigare källa till finansiering de senaste åren. Den totala värdepapperskulderna för svenska icke-finansiella företag har mer än

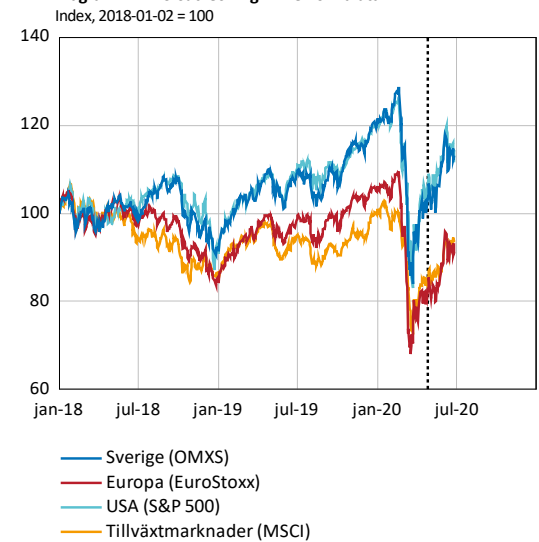
Diagram 2:6. Ränteskillnaden mellan olika obligationslag och statsobligationer i Sverige



Anm. Säkerställda och företagsobligationer är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är benchmark-obligationer, utgivna av Kommuninvest. Streckad linje markerar 2020-03-16 då direktionen beslutade att utöka köpen av tillgångar till att omfatta kommunobligationer och säkerställda obligationer.

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken

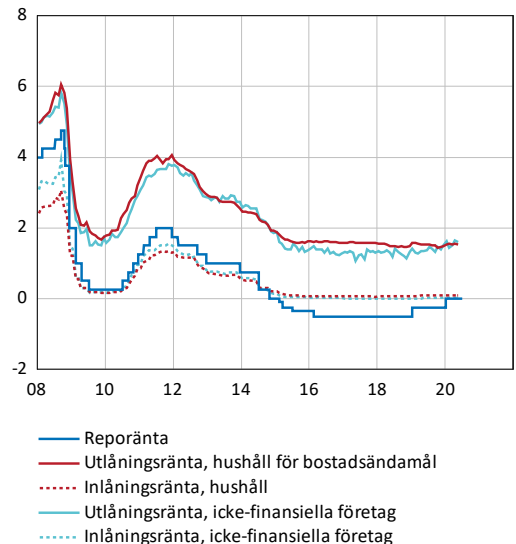
Diagram 2:7. Börsutveckling i inhemsk valuta



Anm. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i april.

Källa: Macrobond

Diagram 2:8. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



Anm. MFIs genomsnittliga in- och utlåningsränta är ett volymviktat genomsnitt av räntor på samtliga löptider.

Källor: SCB och Riksbanken

¹³ För mer information se Finansmarknadsenkäten våren 2020.

fördubblats sedan 2013 och uppgår nu till cirka 1 400 miljarder kronor (se fördjupningsruta "Den svenska marknaden för företagsobligationer").

Men osäkerheten kring företagens framtida lönsamhet och återbetalningsförmåga har ökat kreditrisken i företagssektorn. Detta gäller i synnerhet för företag inom de mest utsatta sektorerna som till exempel rese-, hotell- och restaurangbranscherna. När kreditriskerna ökar vill investerarna ha större kompensation för att köpa obligationer från dessa företag. Då ökar räntorna på dessa värdepapper och det blir följaktligen dyrare för företagen att finansiera sig. Räntorna på företagsobligationer har visserligen fallit sedan det penningpolitiska mötet i april men ligger fortfarande över nivåerna före krisen. Emissionsvolymerna av företagsobligationer och framför allt företagscertifikat har fallit jämfört med före krisen och har delvis ersatts av traditionell upplåning från bankerna. Värdet av nyemitterade företagsobligationer och företagscertifikat var i maj ungefär en tredjedel lägre än i början av året.

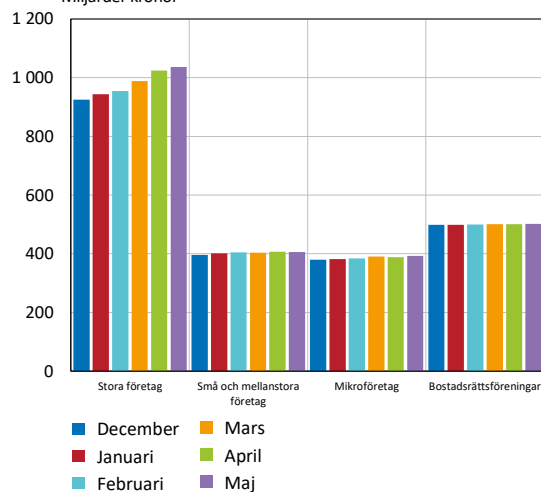
Även bankerna blir i osäkra tider mindre villiga att låna ut pengar till företag. Det har dock inte skett någon nämnvärd ökning av de räntor som företag i olika storlek faktiskt lånar till (se diagram 2:8). Och från februari till maj ökade utlåningen från svenska banker, kreditinstitut och andra långgivare till företagssektorn. Men utlåningen sker främst till de stora företagen (se diagram 2:9). Detta kan bero på undanträngningseffekter där bankerna under en kris har begränsade medel att låna ut och stora företag konkurrerar ut små. Mot denna förklaring talar dock att ett flertal åtgärder har vidtagits för att underlätta bankernas kreditgivning och att den totala utlåningen har ökat. En annan möjlighet är att bankerna bedömer att småföretag är förknippade med större kreditrisker och därför, i den mån de erbjuder lån, gör det till en hög ränta. Riksbanken följer noggrant utvecklingen av företagens finansieringsmöjligheter.¹⁴

Starkare krona och lägre inflationsförväntningar

Under oroliga perioder då marknadsaktörerna föredrar säkrare tillgångar brukar kronans växelkurs försvagas, framför allt gentemot de valutor som investerarna betraktar som säkra hamnar. Kronan har förstärkts påtagligt sedan april, mätt enligt det handelsviktade kronindexet KIX, men är fortsatt svag i ett historiskt perspektiv (se diagram 2:10). Riksbankens modellanalys indikerar att en stor del av denna förstärkning kan förklaras av det mer positiva risksentimentet som avspeglas i stigande globala aktiekurser.

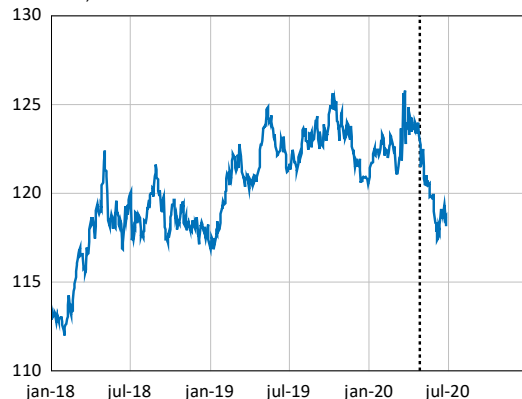
Marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar föll tydligt i USA och euroområdet under mars (se diagram 2:11). I euroområdet ligger nu de marknadsbaserade måtten på inflationsförväntningarna på mycket låga nivåer. I USA och Sverige är förväntningarna högre men också där en bit under inflationsmålen.

Diagram 2:9. Länestock uppdelat på företagsstorlek
Miljarder kronor



Källor: SCB och Riksbanken

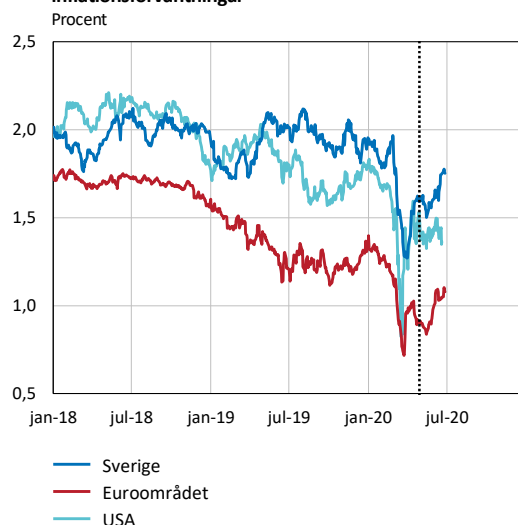
Diagram 2:10. Nominell växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i april.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:11. Marknadsmått på långsiktiga inflationsförväntningar



Anm. Inflationsförväntningarna avser en 5-årig period med start om 5 år. För USA och Sverige är de beräknade utifrån obligationsräntor och avser KPI. För euroområdet är de beräknade från inflations-swappar och avser HIKP. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i april.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken

¹⁴ Se även E. Frohm, J. Grip, D. Hansson och S. Wollert "Tudelad kreditutveckling under coronapandemin", Ekonomisk kommentar nr 6 2020, Sveriges riksbank.

FÖRDJUPNING – Den svenska marknaden för företagsobligationer

För att ha förmåga att ge ytterligare stöd till svenska företags kreditförsörjning för svenska företag arbetar Riksbanken med att bredda köpen på marknaden för företagspapper till att även inkludera företagsobligationer. Marknaden för företagsobligationer har vuxit på senare år, inte minst till följd av en stor efterfrågan från investerare när tillgångar med låg risk har varit förknippade med mycket låg avkastning. För många företag har obligationsupplåning varit mer förmånlig än bankupplåning. Till skillnad från på andra svenska obligationsmarknader saknas dock marknadsgaranter och villkoren och kreditvärdigheten skiljer sig relativt mycket åt mellan enskilda obligationer. Sammantaget bidrar dessa faktorer till att det är svårare att värdera företagsobligationer än andra obligationer. Att marknaden brister i transparens och att andrahandsmarknaden präglas av låg omsättning komplicerar Riksbankens arbete med att utforma ändamålsenliga köp av dessa värdepapper. Den här fördjupningen syftar till att ge en översikt av den svenska marknaden för företagsobligationer.

Marknadsfinansieringen bland svenska icke-finansiella företag har ökat på senare år

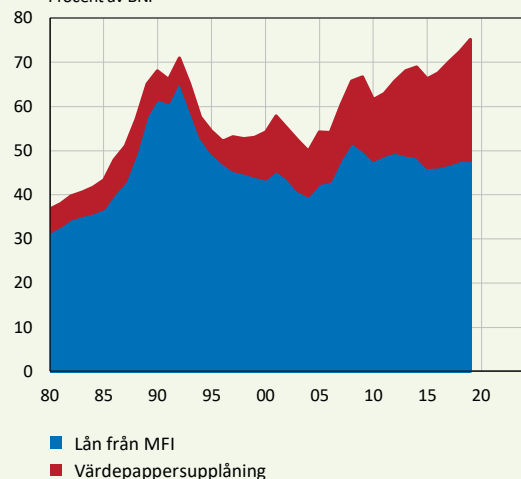
Företag kan finansiera sin verksamhet på i huvudsak tre sätt: låna från banker och andra aktörer, finansiera sig på marknaden, det vill säga ge ut certifikat och obligationer, och använda eget kapital från vinster och ägartillskott. Marknadsfinansieringen utgör en relativt stor del av de amerikanska företagens samlade kreditförsörjning. I Sverige och Europa har kreditförsörjningen istället traditionellt tagit formen av banklån och det är först de senaste decennierna, och i synnerhet efter finanskrisen, som marknadsfinansieringen har ökat i betydelse. Viktiga drivkrafter bakom kredittillväxten på senare år innefattar låga finansieringskostnader för företagen och en stark konjunkturutveckling. Det mycket låga ränteläget har samtidigt gjort det svårt för investerarna att få avkastning på tillgångar med låg risk. Investerarna har mot bakgrund av detta sett företagsobligationer som ett allt attraktivare investeringsalternativ, vilket i sin tur gjort företagsobligationer som finansieringsform relativt sett mer förmånlig för företagen.¹⁵

För svenska icke-finansiella företag utgör banklån fortfarande den huvudsakliga finansieringskällan, men marknadsfinansieringen, som framför allt är vanlig bland större företag, står nu för ungefär en tredjedel av den totala låneskulden. Detta motsvarar en dryg fjärdedel av BNP (se diagram 2.12).

En ökande andel värdepappersupplåning minskar koncentrationen av kreditrisk i banksektorn. Detta är bra ur

ett stabilitetsperspektiv, men kan samtidigt påverka enskilda företags motståndskraft vid finansiella störningar. Värdepappersupplåning kan hjälpa ett företag om bankutlåningen är dyrare eller inte finns tillgänglig i samma utsträckning, men det finns alltid en risk att företaget får problem med att förnya sin finansiering om det skulle uppstå turbulens på de finansiella marknaderna just när företagsobligationer förfaller till betalning.

Diagram 2.12. Upplåning hos icke-finansiella företag
Procent av BNP



Anm. Årsdata, innefattar värdepappersupplåning och lån i både svenska kronor och utländsk valuta. Värdepappersupplåningen 1980–1994 bygger på Finansräkenskaperas äldre klassificeringar.

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁵ Den Europeiska centralbanken har på senare år också köpt företagsobligationer i penningpolitiskt syfte och därmed bidragit till ökad likviditet på den europeiska marknaden.

Fastighetsföretagen viktiga på den svenska marknaden

Företagens marknadsfinansiering kan generellt delas upp i företagscertifikat, som har löptider upp till ett år, och företagsobligationer, som har löptider över ett år.¹⁶ I maj i år uppgick de utestående volymerna företagscertifikat och företagsobligationer till 134 respektive 1249 miljarder kronor utgivna av ungefär 350 icke-finansiella företag. Av dessa var 102 respektive 556 miljarder utgivna i svenska kronor.¹⁷

Den svenska marknaden för företagsobligationer är koncentrerad till ett fåtal större företag. I maj i år stod de tio största utgivarna för knappt 30 procent av den totala utestående volymen utgivna i svenska kronor, fördelat på drygt 260 obligationer. I ett branschperspektiv står fastighetsföretagens obligationer för knappt hälften av den totala volymen.¹⁸ Den genomsnittliga volymen uppgår till knappt 550 miljoner kronor per obligation, men volymen i enskilda obligationer varierar mellan så lite som 100 000 kronor och upp till fem miljarder kronor.

Andra utmärkande drag för den svenska marknaden är att en relativt liten andel av företagen har kreditbetyg, att den genomsnittliga löptiden för en företagsobligation är kortare än löptiden för motsvarande obligationer i många andra länder och att företagsobligationer relativt ofta ges ut med rörlig kupongränta.

Marknaden för företagsobligationer är heterogen

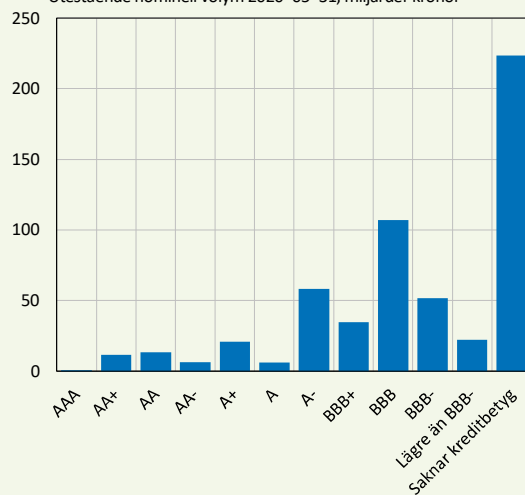
Den svenska marknaden för företagsobligationer skiljer sig i flera avseenden från övriga obligationsmarknader i Sverige. Eftersom företag löpande ger ut obligationer för att tillgodose sina finansieringsbehov har obligationerna, även när de är utgivna av samma företag, ofta olika villkor. Dessa villkor rör bland annat löptid och hur räntebetalningarna ska ske, men också vilka investerare som ska få ersättning vid en eventuell företagskonkurs. Företagen som ger ut obligationerna är dessutom ofta mindre kreditvärdiga än utgivarna på andra obligationsmarknader, till exempel stat och kommuner, och variationen i kreditvärdighet mellan företagen är stor. För investerarna innebär detta sammantaget att kreditrisken är jämförelsevis hög och dessutom specifik för varje enskild obligation. Ett sätt för företagen att underlätta värderingen av enskilda obligationer och attrahera investerare har varit att skaffa sig kreditbetyg. I maj i år hade 60 procent av obligationsvolymen som getts ut av icke-finansiella företag i svenska kronor ett sådant betyg (se diagram 2.13).¹⁹ Eftersom ett kreditbetyg för med sig en kostnad för företaget är det främst relativt stora och kreditvärdiga företag som har ett betyg.

Att företagsobligationerna är heterogena gör dem svårare att standardisera. Företag som vill ge ut en obligation använder normalt en bank eller ett annat finansiellt institut för att undersöka intresset hos investerare och när obligationen ges ut fastställs priset vanligtvis i en auktion, men det kan också förekomma inslag av förhandling mellan utgivaren och investeraren. Efter att obligationen köpts på primärmarknaden, det vill säga direkt vid emissionen, kan den sedan handlas på andrahandsmarknaden där banker och andra mäklare agerar mellanhänder. På andrahandsmarknaden finns det dock inte några marknadsgaranter, det vill säga återförsäljare som garanterar att de alltid är beredda att köpa eller sälja obligationerna till ett angivet pris. Detta är en viktig skillnad mot till exempel marknaderna för statsobligationer och säkerställda obligationer, som kan göra företagsobligationer relativt svåra att omsätta.²⁰ Många investerare köper företagsobligationer med avsikt att hålla dem till förfall, men vissa investerare, som investeringsfonder, kan under stressade förhållanden snabbt behöva sälja delar av sitt innehav, vilket bidrar till stora prisrörelser.

Företagsobligationer utgivna i svenska kronor ägs till betydande del av investerings- och penningmarknadsfonder (30 procent) samt försäkrings- och pensionsinstitut (knappt 20 procent). Utländska investerare äger också en betydande andel av obligationerna utgivna i svenska kronor (knappt 30 procent) och dominerar helt innehavet av svenska företagsobligationer utgivna i utländska valutor.

Diagram 2:13. Kreditbetyg på företagsobligationer utgivna av svenska icke-finansiella företag i svenska kronor

Utestående nominell volym 2020-05-31, miljarder kronor



Källa: SCB

¹⁶ Utestående företagscertifikat utgivna i svenska kronor av icke-finansiella företag hade i april en genomsnittlig ursprunglig löptid nära 5 månader.

¹⁷ Ungefär 70 företag hade utestående certifikat i april. I den här fördjupningen ligger fokus dock på marknaden för företagsobligationer, den mer långfristiga finansieringen som utgör en mycket större andel av företagets finansiering.

¹⁸ Denna andel är något större än fastighetssektorns andel av bankutlåningen.

¹⁹ Andelen avser de obligationer där antingen den enskilda obligationen eller dess utgivare har ett kreditbetyg. Om även motsvarande obligationer utgivna i utländsk valuta inkluderas ökar andelen till nära 80 procent.

²⁰ I USA har arbetet med att öka transparensen på marknaden för företagsobligationer kommit längre än i Sverige och andra europeiska länder. Där finns också fler aktörer som ställer priser och tillhandahåller elektroniska plattformar för handel.

Viktigt att öka transparensen på den svenska marknaden

I Sverige är företagsobligationer som finansieringsform fortfarande ganska ovanligt i förhållande till bankutlåning, men har ökat i betydelse på senare år. Företagsobligationer ges ut med varierande villkor av företag med varierande kreditvärdighet och andrahandsmarknaden saknar marknadsgaranter eller andra system för att säkerställa en god genomlysning. Sammantaget bidrar dessa faktorer till att marknaden präglas av bristande transparens och att omsättningen på andrahandsmarknaden normalt är låg.

Dessa faktorer gör marknaden extra utsatt vid störningar och komplicerar Riksbankens arbete med att köpa sådana värdepapper. Att Riksbanken ändå har beslutat att köpa företagsobligationer under perioden 1 september 2020 till 30 juni 2021 återspeglar vikten av att brett kunna ge stöd åt svenska företags kreditförsörjning och ha förmåga att kunna hantera en situation där företagens kreditförsörjning försämras ytterligare. I förlängningen förutsätter en mer välfungerande marknad ett omfattande arbete med att öka transparensen, något som såväl marknadsaktörer som offentliga beslutsfattare kan bidra till.

KAPITEL 3 – Tecken på återhämtning efter kraftiga BNP-fall

Det har varit en dramatisk utveckling i den globala ekonomin under de senaste månaderna, helt dominerad av effekterna av coronapandemin. Omfattande åtgärder har satts in för att begränsa smittspridningen och dessa åtgärder har, tillsammans med självpåtagna restriktioner, haft stora negativa ekonomiska effekter med kraftigt fallande BNP i flertalet ekonomier. Samtidigt finns nu också indikationer på begynnande återhämtning, när åtgärderna gradvis dras tillbaka.

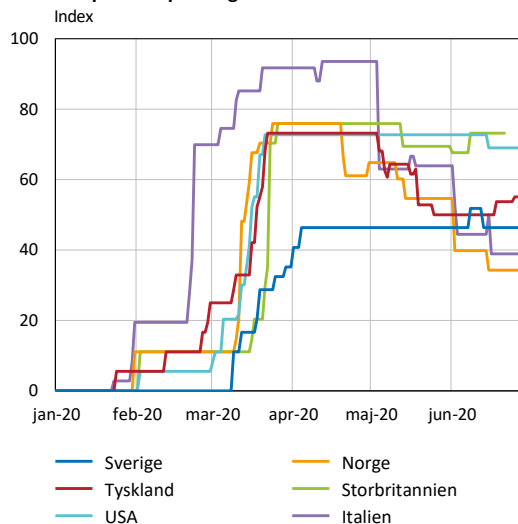
BNP utvecklades inte lika svagt i Sverige som i omvärlden det första kvartalet. Månadsstatistik och mer högfrekventa data visar dock att även den svenska produktionen har drabbats hårt under det andra kvartalet. Pandemin har också satt tydliga avtryck på arbetsmarknaden. Antalet varsel om uppsägningar har ökat dramatiskt och hittills har företag ansökt om korttidspermittering för över 600 000 personer. Inflationen som dämpats av fallande energipriser har dessutom sjunkit till följd av den branta nedgången i efterfrågan. Därtill försvåras mätningen av inflationen av att flera produkter inte konsumeras alls under pandemin. Efter den kraftiga nedgången i ekonomin i mars och april finns det de senaste månaderna tecken på en försiktig uppgång, som väntas fortsätta under andra halvåret i takt med att samhället återgår mot ett mer normalt läge. Uppgången får stöd av kraftfulla ekonomisk-politiska åtgärder. Det bidrar till att inflationen stiger mot inflationsmålet i slutet på prognosperioden.

Omfattande åtgärder har satts in för att begränsa smittspridningen

Sedan mitten på mars har omfattande åtgärder satts in för att begränsa smittspridningen (se diagram 3:1). Dessa har kraftigt bromsat upp aktiviteten i den globala ekonomin och BNP har fallit snabbt (se diagram 3:6). I Sverige har den ekonomiska aktiviteten också fallit, om än inte lika mycket som i omvärlden. Detta beror sannolikt på att åtgärderna för att begränsa smittspridningen inte har varit lika omfattande samt att särskilt utsatta branscher, som besöksnäringen, utgör en något mindre andel av ekonomin i Sverige än i många andra länder.

För att ge stöd åt de sektorer som drabbas extra hårt och därigenom mildra konjunkturedgången och underlätta återhämtningen har omfattande finans- och penningpolitiska åtgärder vidtagits i mer eller mindre alla länder. I USA uppgår de hittills beslutade finanspolitiska stödåtgärderna²¹ till omkring 9 procent av BNP (se faktaruta "Finanspolitiska stödåtgärder i omvärlden"). Inom EU skiljer sig omfattningen av de finanspolitiska åtgärderna åt mellan länderna. I Tyskland uppgår de till drygt 13 procent av BNP medan de i andra stora länder som Frankrike, Spanien och Italien uppgår till mindre än 5 procent av BNP. I Sverige är omfattningen av de finanspolitiska åtgärderna ungefär 5 procent av BNP, vilket är mindre än i Tyskland och USA men mer än i andra stora ekonomier. Därtill skiljer

Diagram 3:1. Mått på grad av statliga restriktioner för att dämpa smittspridning



Anm. Indexet mäter omfattningen av åtgärder för att motverka spridningen av covid-19. Indexet består av nio komponenter som beskriver olika typer av restriktioner, till exempel 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.

Källa: Oxford COVID-19 Government Response Tracker (OxCGRT)

²¹ Här avses finanspolitiska åtgärder med direkt budgetpåverkan, det vill säga diskretionära beslut som innebär högre offentliga utgifter och/eller lägre intäkter.

det sig mellan länder i omfattningen av de uppskov, övriga likviditetsåtgärder och garantier som länderna har beslutat om. Utöver dessa nationella åtgärder har EU-kommissionen föreslagit en extraordinär satsning på 750 miljarder euro, motsvarande mer än 5 procent av EU:s BNP, som ska finansieras genom gemensam upplåning (se faktaruta "Next Generation EU"). Dessutom har flertalet länders centralbanker implementerat ett stort antal åtgärder för att snabbt och kraftfullt understödja ekonomierna. Flertalet centralbanker har vidtagit åtgärder för att upprätthålla kreditförsörjningen och likviditeten på finansiella marknader, framför allt via köp av obligationer och genom att erbjuda lån mot säkerhet (se kapitel 2). Centralbanker som före krisen hade styrräntor över noll, till exempel Federal Reserve och Bank of England, har sänkt räntorna till nära noll, medan t.ex. Riksbanken och den Europeiska centralbanken (ECB), som redan före krisen hade styrräntor nära noll, har behållit räntorna oförändrade.

En annorlunda aspekt av den ekonomiska krisen denna gång är att den karaktäriseras av en exogen störning som har drabbat i stort sett alla världens länder samtidigt. Det innebär att förloppet ser annorlunda ut än om det hade varit en kris som uppstått till följd av stora obalanser i makroekonomin eller det finansiella systemet. När pandemin minskar i omfattning och länderna lyfter sina restriktioner finns därmed möjlighet för många verksamheter att återupptas och för en stor del av befolkningen att återgå till sina arbeten. Dessa faktorer talar för att återhämtningen denna gång kan gå snabbare än efter till exempel finanskrisen. En förutsättning för detta är dock att många företag kan undvika konkurs och att långtidsarbetslösheten inte stiger påtagligt.

Begränsningsåtgärderna fortsätter att lättas och det sker en gradvis återhämtning i den ekonomiska aktiviteten

Den mest akuta fasen med snabb smittspridning verkar nu, åtminstone tillfälligt, vara över och flera länder har börjat lätta på sina begränsningsåtgärder. Det går inte att förutse pandemins förlopp framöver, men i prognosen antas begränsningsåtgärderna fortsätta att avvecklas gradvis under 2020. Antagandet är förenligt med att enskilda länder, regioner eller städer tidvis återinför hårdare restriktioner, men den sammantagna trenden antas vara mot gradvis mindre åtgärder. Dessa antaganden är såklart omgärdade av stor osäkerhet och om en ny större våg av smittspridning inträffar kommer det att leda till en sämre ekonomisk utveckling (se fördjupningen "Den ekonomiska utvecklingen enligt två alternativa scenarier").

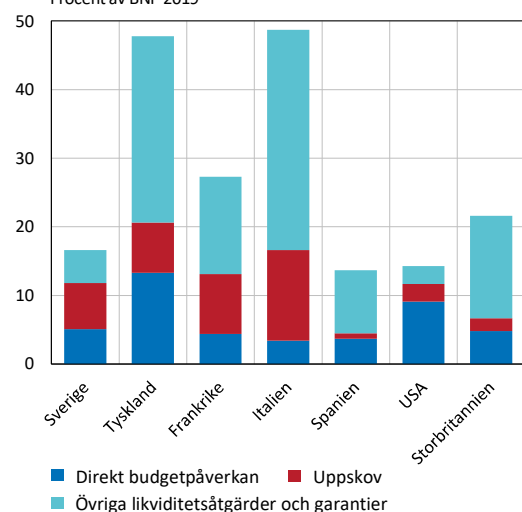
När restriktionerna lättas och samhället gradvis återgår till ett mer normalt läge väntas en tydlig uppgång i den ekonomiska aktiviteten i omvärlden. I Sverige blir uppgången inte lika stor, vilket delvis hänger samman med att förändringen i begränsningsåtgärder är mindre och att fallet inte har varit

Finanspolitiska stödåtgärder i omvärlden

Omfattande finanspolitiska åtgärder har vidtagits i mer eller mindre alla länder för att dämpa de ekonomiska konsekvenserna av coronapandemin. Den amerikanska kongressen har godkänt stödpaket av finanspolitiska åtgärder med direkt budgetpåverkan motsvarande cirka 9 procent av BNP (se diagram 3:2). Utöver dessa åtgärder har kongressen beslutat om olika låne- och garantiprogram. Paketet innehåller kontantöverföringar till hushåll och utökad arbetslöshetsersättning. Mindre företag erbjuds ersättning för två veckors sjukledighet samt lån för att hantera kassaflödet. Lånen kan komma att efterskänkas om de exempelvis används till att behålla anställda eller betala av på andra lån. Till större företag och utsatta industrier erbjuds traditionella lån med återbetalning. Dessutom innehåller paketet åtgärder för att stärka hälso- och sjukvården samt olika matprogram för utsatta grupper.

Inom EU skiljer sig de finanspolitiska åtgärderna åt länderna emellan. Ett gemensamt drag utgörs dock av arbetstidsförkortningar, där staten i olika länder i hög grad finansierat företagens kostnader att korta arbetstiden för de anställda med i stort sett bibehållen lön. Detta bedöms i hög grad ha hållit tillbaka uppgången i arbetslösheten. EU-kommissionen har aktiverat en undantagsklausul i tillväxt- och stabilitetspakten med syfte att skapa ett ökat utrymme för medlemsländerna att stödja ekonomin. Redan i mitten av april hade medlemsländerna vidtagit åtgärder som tillsammans motsvarade cirka 3 procent av BNP. Sedan dess har ytterligare stimulanspaket lanserats, bland annat i Italien och Tyskland. Italiens regering offentliggjorde i mitten av maj ett nytt åtgärdepaket på sammanlagt 155 miljarder euro, med omfattande transfereringar till hushållen och stöd till företag som drabbats särskilt hårt av krisen. I Tyskland har den federala regeringen offentliggjort nya finanspolitiska stimulanser som uppgår till totalt 130 miljarder euro. Sammantaget uppgår de tyska finanspolitiska åtgärderna med direkt budgetpåverkan därmed till omkring 13 procent av BNP (se diagram 3:2). Vid sidan av åtgärder som vidtagits på nationell nivå har EU-kommissionen föreslagit en extraordinär satsning på 750 miljarder euro, motsvarande mer än 5 procent av EU:s BNP, som ska finansieras genom gemensam upplåning.

Diagram 3:2. Finanspolitiska stödåtgärder
Procent av BNP 2019



Anm. Direkt budgetpåverkan: diskretionära beslut som innebär högre offentliga utgifter och/eller lägre intäkter. Uppskov: åtgärder som leder till en försämring av budgetsaldot 2020 men som kompenseras senare. Övriga likviditetsåtgärder och garantier: åtgärder som inte nödvändigtvis leder till sämre budgetsaldo men kan innebära framtida utgifter vid kompensation av kreditförluster. För Sverige visas totalt utlovat uppskov och likviditetsåtgärder och garantier. För omvärlden visas Bruegels bedömning av vad som utnyttjas av motsvarande poster. Informationen i tabellen har uppdaterats enligt följande: Sverige 18 juni, Tyskland 3 juni, Frankrike 18 juni, Italien 22 juni, Spanien 23 juni, USA 27 april och Storbritannien 30 april.

Källor: Bruegel och Regeringskansliet

lika djupt i den svenska ekonomin. I både Sverige och omvärlden sker därefter en gradvis återhämtning under 2021 och 2022.

I flera länder innebär de stora stimulanspaketen att den offentliga skuldsättningen ökar kraftigt. Det kan vara bekymmersamt i högt skuldsatta länder där de offentliga finanserna var svaga redan före krisen. Den högre tillväxten som väntas till följd av stimulanspaketen verkar, å andra sidan, för att dämpa ländernas skuldkvoter. Till skillnad från många andra länder som i utgångsläget har hög offentlig skuldsättning har Sverige goda förutsättningar att möta och överbygga de problem som den ekonomiska krisen för med sig (se diagram 3:3). Det skulle kunna tala för en något snabbare återhämtning i Sverige.

Pandemins effekter på världsekonomin blir allt tydligare

Kraftigt fall i BNP i omvärlden men indikatorer pekar på begynnande återhämtning

Det har varit en dramatisk utveckling i den globala ekonomin under de senaste månaderna. Utvecklingen har helt dominerats av effekterna av coronapandemin. Omfattande åtgärder för att begränsa människors fysiska kontakter har satts in för att begränsa smittspridningen och dessa åtgärder har haft stora negativa ekonomiska effekter. Arbetet med att minska sjukdomens utbredning befinner sig i olika faser i olika länder men i länder som uppvisar tecken på dämpad smittspridning har man nu börjat lätta på restriktionerna (se diagram 3:1).

Världshandeln och den globala industriproduktionen föll i mars och i april (se diagram 3:4). Fallet i april var historiskt stort och visar att handeln minskade mellan i princip alla länder globalt. En dämpad ekonomisk aktivitet kan också ses i detaljhandelsindex som för euroområdet och USA visar ett tydligt fall under mars och april. Även realtidsindikatorer, exempelvis på trender i rörelsemönster gällande arbetsplatser, bekräftar nedgången i mars och april (se diagram 3:5). Att människors rörelser började återgå mer normalt mönster i slutet av april indikerar dock att den ekonomiska aktiviteten har börjat återhämta sig. Detta sammanföll med att en del begränsningsåtgärder började dras tillbaka i till exempel Tyskland. Trenderna i rörelsemönster indikerar också att nedgången i ekonomisk aktivitet har varit mindre i USA än i euroområdet. Sammantaget tyder olika indikatorer för utvecklingen på att den globala ekonomiska aktiviteten sjönk i mars och än mer i april men sedan återhämtade sig något i maj.

Under juni har den uppåtgående trenden fortsatt och de senaste utfallen indikerar att omkring hälften av den nedgång som skedde i euroområdet fram till mitten av april nu har återhämtats. Denna bild stöds av annan högfrekvent statistik såsom elförbrukning, lastbilstransporter, resor med allmänna kommunikationsmedel och restaurangbesök. I takt med att

Next Generation EU

I slutet av maj föreslog EU-kommissionen ett nytt, tillfälligt finanspolitiskt stödpaket på sammanlagt 750 miljarder euro, vilket motsvarar mer än 5 procent av unionens BNP. Stödpaketet ska motverka pandemins skadeverkningar och bidra till att den ekonomiska återhämtningen tar fart i hela unionen. Flera länder i Sydeuropa har drabbats särskilt hårt av pandemin, med omfattande smittspridning och stor ekonomisk påverkan. Dessa länder hade redan i utgångsläget en hög offentlig skuldsättning och deras möjligheter att på nationell nivå bedriva en kraftfull finanspolitik är därför begränsade. Detta är ett viktigt skäl bakom kommissionens förslag att sätta in nya finanspolitiska åtgärder på EU-nivå.

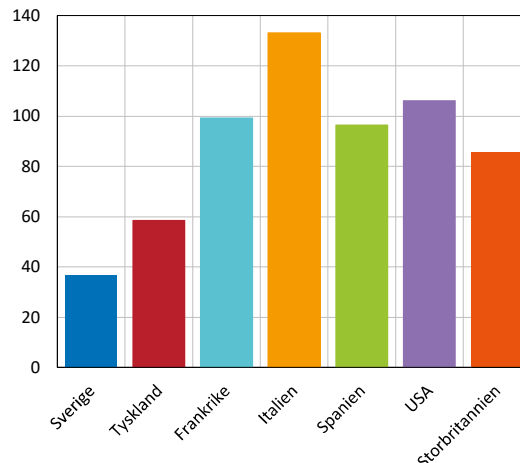
Stödpaketet, kallat Next Generation EU, ska enligt förslaget finansieras via en EU-gemensam upplåning på finansmarknaderna. Insatsen blir en integrerad del av EU:s långtidsbudget för åren 2021 till 2027, men tanken är att lejonparten av pengarna ska användas under de första fyra åren. Av de 750 miljarder euro som EU-kommissionen ska låna upp föreslås 250 miljarder euro användas för vidareutlåning till medlemsländerna. Resterande 500 miljarder euro fördelas som bidrag. Det kan då exempelvis handla om investeringsstöd till projekt som främjar omställningen till en hållbar och klimatneutral ekonomi och stöd till enskilda företag som på grund av pandemin och nedstängningsåtgärder hotas av konkurs. Men kommissionens förslag innebär breda satsningar inom snart sagt alla de områden där unionen idag är verksam och dessutom föreslås helt nya EU-program.

De lån som EU-kommissionen tar upp ska börja betalas av tidigast 2028 och först 2058 är det tänkt att skulden ska vara helt avvecklad. En del av återbetalningen finansieras genom att enskilda medlemsländer betalar tillbaka sina lån till EU (som mest 250 miljarder euro). Resterande del finansieras via framtida EU-budgetar. Här föreslår kommissionen ett antal intäktskällor som ska gå direkt till unionen, exempelvis en ny digital skatt på företag med stor omsättning och olika intäkter kopplade till klimatomställningen. På så sätt vill man undvika alltför stora framtida höjningar av medlemsländernas EU-avgift.

Om stödpaketet blir verklighet innebär det en betydande utökning av EU:s budget. Kommissionens förslag på långtidsbudget för åren 2021–2027 uppgår, exklusive stödpaketet, till 1100 miljarder euro, räknat i 2018 års priser. Grundprincipen inom EU har hittills varit att den gemensamma budgeten finansieras via avgifter från de enskilda medlemsländerna och via vissa intäkter som går direkt till unionen. Lånefinansierade bidrag i den omfattning som nu föreslås är därför något nytt. Regeringarna i Danmark, Nederländerna, Sverige och Österrike har riktat kritik mot hur stödpaketet utformats. Dessa länder förespråkar bland annat att paketet helt inriktas på vidareutlåning till medlemsländerna och att stöden tydligare koncentreras till de regioner och branscher som drabbats hårdast av pandemin. Kommissions förslag är nu föremål för förhandlingar.

Diagram 3:3. Konsoliderad offentlig bruttoskuld 2019

Procent av BNP



Källa: IMF

restriktionerna gradvis dras tillbaka väntas förtroendet bland hushåll och företag stiga, arbetskraften i allt högre grad återvända till sina arbetsplatser och produktionen öka. Detta väntas få positiva effekter på arbetsmarknaden, hushållens konsumtion och företagets investeringar. Ett försiktigare agerande än normalt hos hushåll och företag, trots lättnader i begränsningsåtgärder, väntas dock tynga återhämtningen. Sammantaget väntas handelsviktad (KIX-viktad) BNP falla med drygt 6 procent i år för att därefter växa med knappt 6 procent 2021 och drygt 4 procent 2022. Bedömningarna är dock omgärdade av mycket stor osäkerhet inte minst avseende smittspridning och påföljande restriktioner.

Sedan den penningpolitiska rapporten i april har det skett en ytterligare upptrappning av spänningarna mellan USA och Kina, bland annat kopplat till USA:s uttalanden om att Kina skulle ha undanhållit information om coronavirusets utbrott och stöld av forskningsresultat om Covid-19 samt till USA:s ställningstagande om att Hong Kong inte längre är autonomt i förhållande till Kina. Den fortsatt ansträngda relationen mellan länderna försämrar möjligheten för fas-2 av handelsavtalet och ökar risken för en dämpad tillväxt framöver.

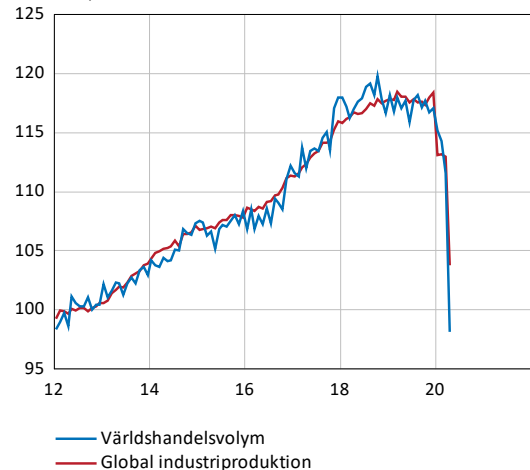
BNP i euroområdet faller med 8 procent i år

BNP i euroområdet föll med 3,6 procent, i vanlig kvartalstakt, mellan det fjärde kvartalet 2019 och det första kvartalet i år (se diagram 3:6). Det stora fallet var en svagare utveckling än bedömningen som Riksbanken gjorde i april. Månadsdata indikerar tydligt att fallet skedde i slutet av kvartalet vilket är ett tecken på att begränsningsåtgärderna spelade stor roll. Industriproduktionen och detaljhandeln föll med 12 respektive 11 procent i mars och med 17 respektive 12 procent i april (se diagram 3:7 och 3:8).

Högre frekventa data bekräftar nedgången i mars och april men indikerar även en viss uppgång i maj och juni. Denna utveckling stämmer väl överens med utvecklingen av förtroendeindikatorer. EU-kommissionens barometer för hushållens förtroende och inköpschefsindex visar stora fall i mars och april, men också en klar förbättring i maj (se diagram 3:9). Undantaget var dock barometern för tjänstesektorn som visade på en ytterligare försämring under maj. Snabbestimat för juni indikerar en fortsatt måttlig återhämtning i hushållens förtroende och en fortsatt stark återhämtning för inköpschefsindex. Även med denna återhämtning under maj och juni bedöms den genomsnittliga nivån på ekonomisk aktivitet under andra kvartalet vara betydligt lägre än under första kvartalet. Den ekonomiska aktiviteten väntas fortsätta stiga de kommande månaderna i takt med att begränsningsåtgärderna lyfts ytterligare. Efter det stora fallet det andra kvartalet väntas därmed BNP stiga snabbt det tredje kvartalet, men nivån på BNP det andra halvåret 2020 kommer att vara betydligt lägre än nivån före krisen och BNP i år väntas sammantaget sjunka med drygt 8 procent. Återhämtningen fortsätter de närmaste åren

Diagram 3:4. Världshandelsvolym och global industriproduktion

Index, 2012 = 100

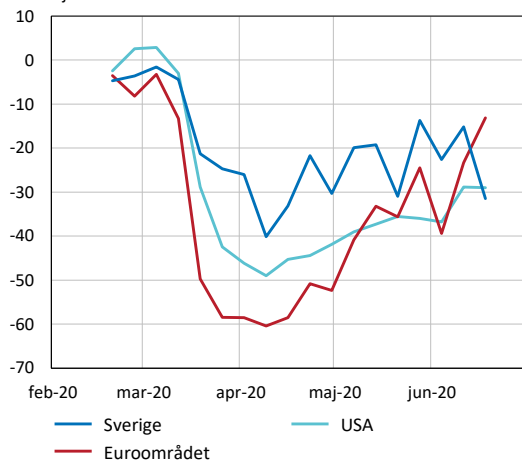


Anm. Världshandeln avser handel med varor.

Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:5. Trender i rörelsemönster gällande arbetsplatser

Procentuell avvikelse från medianvärdet under perioden 3 januari–6 februari

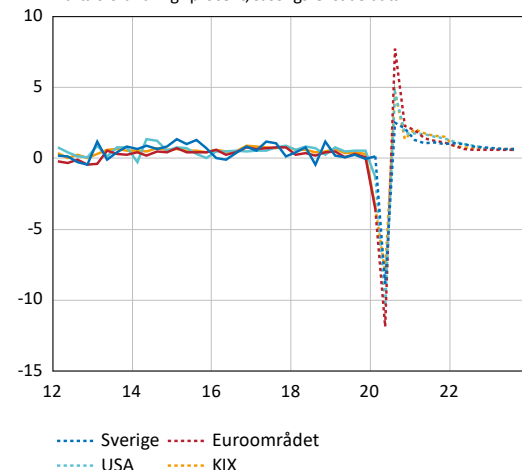


Anm. Indexet visar i vilken omfattning personer har befunnit sig på sina arbetsplatser baserat på anonymiserade dataset från användare som har aktiverat inställningen "platshistorik" i sina Android-telefoner.

Källa: <https://www.google.com/covid19/mobility/>

Diagram 3:6. BNP i Sverige och omvärlden

Kvartalsförändring i procent, säsongrensade data



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, nationella källor, Office for National Statistics, SCB och Riksbanken

med en BNP-tillväxt på drygt 6 procent 2021 och nästan 4 procent 2022 (se diagram 3:6).

Den mycket snabba nedgången i ekonomin sätter också sina spår i arbetsmarknaden, med stora fall i sysselsättningen i till exempel Tyskland och Italien. Arbetslösheten för euroområdet som helhet steg dock endast marginellt i april. Den dämpas av korttidspermitteringar där staten i många länder i stor utsträckning finansierar företagens lönekostnader vid arbetstidsförkortningar så att de anställda behåller både jobbet och lönen. Uppgången i arbetslösheten dämpas också av att en del av arbetskraften inte längre är aktivt arbetssökande då lediga tjänster är få under begränsningsåtgärderna och det funnits begränsad eller ingen tillgång till barnomsorg. Personer som inte aktivt söker jobb betraktas inte som arbetslösa utan som "inaktiva".

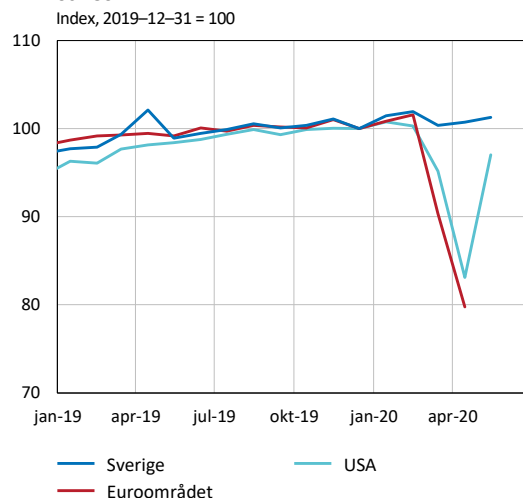
Den ekonomiska politiken har gjorts mer expansiv. Den europeiska centralbanken har vidtagit åtgärder i syfte att hålla räntor på en fortsatt låg nivå och upprätthålla likviditeten i ekonomin (se kapitel 2). I huvudscenariot väntas penningpolitiken vara fortsatt mycket expansiv under hela prognoshorisonten. Finanspolitiska åtgärder har introducerats i ett flertal länder för att stödja särskilt utsatta sektorer och för att garantera bankernas låntagares åtaganden. Utöver detta har initiativ tagits på EU-nivå för att på olika sätt understödja ekonomin (se marginalruta "Finanspolitiska stödåtgärder i omvärlden"). Den finanspolitiska stimulansen bedöms dock avta de kommande åren och finanspolitiken väntas vara ungefär neutral 2022.

Pandemin slår hårt mot amerikansk tillväxt och arbetsmarknad

Amerikansk BNP minskade med drygt 1,2 procent, i vanlig kvartalstakt, mellan fjärde kvartalet 2019 och första kvartalet i år (se diagram 3:6). Det var framför allt hushållens svaga konsumtion som bidrog till den negativa tillväxten, men även investeringarna och exporten minskade.

Utfall för industriproduktionen och detaljhandeln tyder på att tillväxten i den amerikanska ekonomin bottnade i april. Begränsningsåtgärderna var också som störst i april. Sedan dess har en gradvis avveckling av restriktionerna påbörjats. Beslutet om restriktioner fattas dock på delstatsnivå och graden av återöppnande skiljer sig stater emellan. För landet som helhet har åtgärderna dock endast lättats marginellt (se diagram 3:1). I detaljhandeln skedde en bred nedgång mellan mars och april och framför allt handeln med kläder, möbler och inredning samt restaurangbesöken minskade (se diagram 3:7). Både industriproduktionen och detaljhandeln ökade åter i maj. Tillväxten var förhållandevis stor för detaljhandeln men trots det är försäljningsnivåerna fortfarande en bit under nivåerna för perioden innan pandemin. Realtidsdata för restaurangbesök indikerar att restaurangerna var stängda (eller i varje fall utan besökare) från slutet av mars till och med slutet

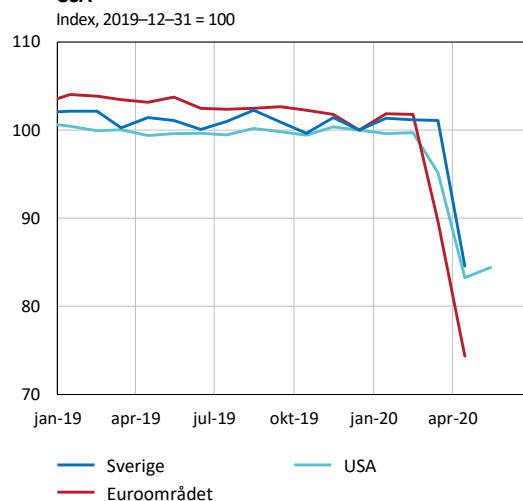
Diagram 3:7. Detaljhandelsförsäljning i Sverige, euroområdet och USA



Anm. Detaljhandelsförsäljningen i Sverige och euroområdet avser fasta priser, försäljningen i USA avser löpande priser.

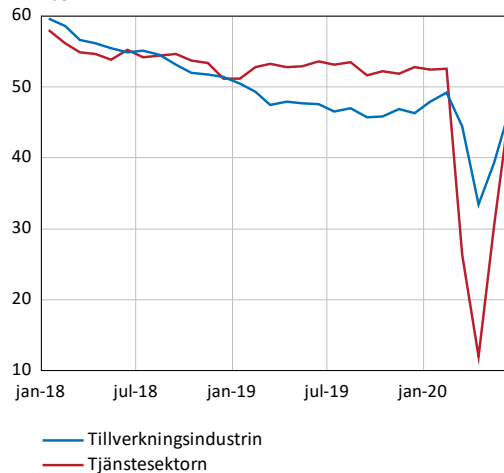
Källor: Eurostat, SCB och U.S. Census Bureau

Diagram 3:8. Industriproduktion i Sverige, euroområdet och USA



Källor: Eurostat, Federal Reserve och SCB

Diagram 3:9. Inköpschefsindex i euroområdet



Anm. Preliminära utfall för juni publicerades 2020-06-23.

Källa: Markit Economics

av april men att besöken har ökat igen under maj och juni (se diagram 3:10).

BNP-tillväxten i den amerikanska ekonomin bedöms för andra kvartalet som helhet bli kraftigt negativ. Det är framför allt hushållens konsumtion och investeringar som faller mycket, men även importen och exporten minskar kraftigt. Under den allra senaste tiden finns det dock tecken på att tillväxten har börjat öka och under tredje kvartalet väntas ett visst uppsving i den ekonomiska aktiviteten. Takten i återhämtningen i ekonomin på kort sikt beror på hur snabbt restriktionerna mildras och det råder i dagsläget en stor osäkerhet kring hur fort detta kommer att gå. Därefter blir dock återhämtningen relativt långsam - även om den stöds av såväl finans- som penningpolitik (se marginalruta "Finanspolitiska stödåtgärder i omvärlden" och kapitel 2). Det dröjer till slutet av 2021 innan BNP har återhämtat sig till ungefär tidigare nivåer. Sammantaget bedöms BNP i USA falla med knappt 6 procent i år för att därefter växa med drygt 5 procent 2021 och knappt 5 procent 2022.

Nedstängningen av den amerikanska ekonomin, som började i mitten av mars i bland annat New York och Kalifornien och som sedan spred sig till flertalet andra delstater, har haft stora negativa effekter på amerikansk arbetsmarknad. Drygt 40 miljoner personer, motsvarande ungefär 25 procent av arbetskraften, har ansökt om arbetslöshetsersättning från mitten av mars fram till mitten på juni (se diagram 3:11). Det finns även tecken på att många har lämnat arbetskraften, exempelvis minskade arbetskraftsdeltagandet kraftigt i april (se diagram 3:12). Det var framför allt yngre personer i åldrarna 16–24 år som lämnade arbetskraften.

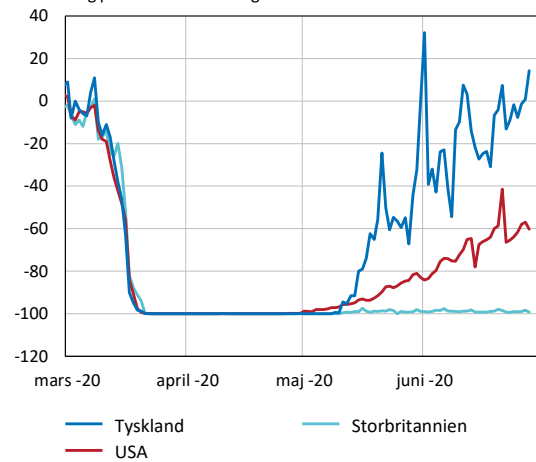
Arbetslösheten bedöms toppa på historiskt höga nivåer under andra kvartalet i år. Till följd av att restriktionerna väntas fasas ut bedöms arbetslösheten minska med några procentenheter under tredje kvartalet i år för att därefter fortsätta att minska i takt med att ekonomin återhämtar sig. I slutet av prognosperioden bedöms arbetslösheten ligga över nivå före krisen och det finns då fortfarande lediga resurser på arbetsmarknaden.

Utöver umbäranden som landet, liksom resten av världen, går igenom till följd av pandemin så förekommer också omfattande sociala spänningar i nuläget. Stora proteströrelser har förekommit runt om i landet för att bland annat uppmärksamma polisbrutalitet och för att kräva förändring. Samtidigt har den amerikanska presidentvalkampanjen påbörjats inför valet som ska hållas i november. Pandemin bidrar till att förutsättningarna inte är de vanliga då restriktionerna hittills har påverkat möjligheten att bedriva valkampanjer och sannolikt också kommer att fortsätta att göra det under hösten.

Återupptagen industriproduktion i Kina

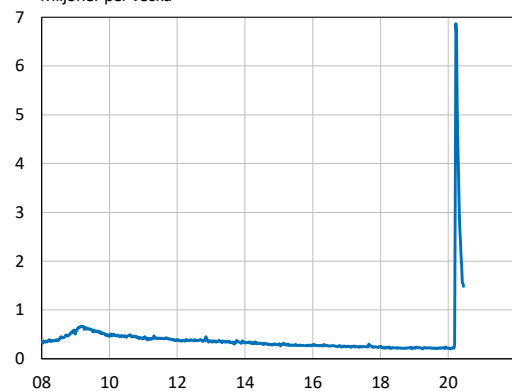
I Kina föll BNP med 10 procent under det första kvartalet jämfört med fjärde kvartalet 2019. Utfallet var i linje med de be-

Diagram 3:10. Restaurangbesök i omvärlden
Årlig procentuell förändring



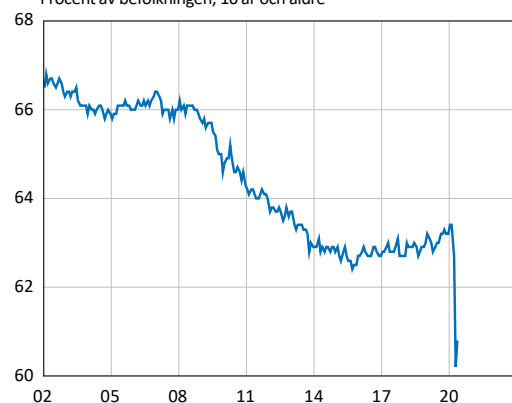
Källa: Open table

Diagram 3:11. Nya ansökningar om arbetslöshetsstöd i USA
Miljoner per vecka



Källa: U.S. Department of Labor

Diagram 3:12. Arbetskraftsdeltagande i USA
Procent av befolkningen, 16 år och äldre



Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics

dömningar som Riksbanken gjorde i april. Antalet inrapporterade fall av covid-19 har avtagit sedan mitten av mars och restriktioner har lyfts i delar av landet som klassas som lågriskområden. Dock är landets yttre gränser fortfarande hårt bevakade med karantänpolicy då man vill undvika en andra våg av smittan. Färre restriktioner återspeglas bland annat i industriproduktionen som steg i april med knappt 4 procent i årlig procentuell förändring, vilket talar för att ekonomin började att återhämta sig under andra kvartalet. Detaljhandeln är dock fortsatt svag och var i april 7,5 procent lägre i jämförelse med samma period förgående år.

Kinesiska myndigheter annonserade nya finanspolitiska stimulanser under den Nationella Folkkongressen den 22 maj. Under kongressen annonserade myndigheterna att målet för budgetunderskottet ökar från 2,8 procent till 3,6 procent av BNP eller mer. De valde att inte publicera ett officiellt tillväxtmål för 2020 men det annonserade sysselsättningsmålet, som är förenligt med en arbetslöshet kring 6 procent, tyder på en ganska försiktig syn på återhämtningen i ekonomin i år. Sammantaget bedömer Riksbanken att BNP kommer att växa med ungefär 0,5 procent i år och vara tillbaka på samma nivå som före krisen tredje kvartalet 2020.

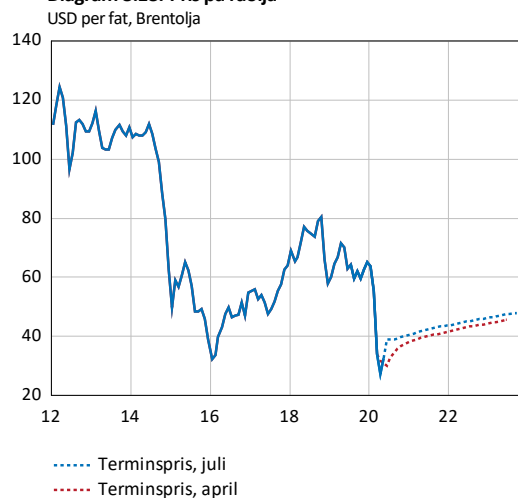
Viss återhämtning i oljepriset

Oljepriset, mätt för Brentolja, har stigit från drygt 20 dollar per fat till omkring 35 dollar sedan det penningpolitiska mötet i april. Ökningen kan förklaras av en större utbudsminskning än förväntat samt en förhoppning att global efterfrågan ska öka när världens ekonomier öppnas upp igen. Efterfrågan har ökat i bland annat Kina där produktionen har tagit fart igen samtidigt som flera länder har börjat lätta på sina begränsningsåtgärder. I maj trädde avtalet om den rekordstora produktionsminskningen inom OPEC och Ryssland i kraft samtidigt som flera andra producenter har minskat sin produktion i hopp om att balansera marknaden. Avtalet innebär en minskning om 9,7 miljoner fat per dag under maj och juni, vilket motsvarar ungefär 10 procent av den globala oljeproduktionen, och sedan 7,7 miljoner fat per dag resten av 2020. Tidigt i juni kom man överens om att utöka produktionsbegränsningarna även i juli. Oljelagren har globalt sett ökat kraftigt under de senaste månaderna. Det har satt press nedåt på oljepriset vilket i sin tur har bidragit till såväl turbulens på finansiella marknader som lägre inflation. Det är dock fortsatt osäkert om den ökade efterfrågan och det minskade utbudet kommer att vara tillräckligt för att balansera marknaden. Brentpriset väntas enligt terminsprissättningen stiga långsamt mot 40 dollar per fat i slutet av 2022 (se diagram 3:13).

Lågt inflationstryck i både euroområdet och USA i år

Den KIX-vägda inflationen i omvärlden väntas dämpas till drygt 1 procent i år, till följd av såväl låga energipriser som en

Diagram 3:13. Pris på råolja



Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfall avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källor: Macrobond och Riksbanken

dämpad efterfrågan i ekonomin. Inflationen bedöms stiga under nästa år för att vara strax under 2 procent 2022 (se diagram 3:14).²²

Inflationen i euroområdet är låg. I april sjönk HIKP-inflationen till 0,3 procent och i maj sjönk den ytterligare, till 0,1 procent (se diagram 3:14). Energipriserna sjönk med närmare 10 procent i årstakt, medan livsmedelspriserna steg. Den underliggande HIKP-inflationen, som rensas för priserna på livsmedel, alkohol, tobak och energi, sjönk till 0,9 procent i maj. Osäkerheten kring inflationssiffrorna är dock stor då vissa priser inte har kunnat mätas när många sektorer i ekonomin varit nedstängda. I huvudscenariot stiger inflationen när resursutnyttjandet ökar de kommande åren och den uppgår till knappt 1,5 procent i slutet av prognoshorisonten.

Även i USA innebär pandemin att det är svårare att samlas in prisdata. Under april skedde en kraftig nedgång i inflationen. Den minskade då enligt KPI till 0,3 procent från 1,5 procent i mars. Energipriserna bidrog mycket till nedgången men även underliggande inflation minskade från 2,1 procent i mars till 1,4 procent i april. I maj sjönk inflationen ytterligare något, till 0,1 procent, och den underliggande inflationen till 1,2 procent (se diagram 3:14). Mätt med konsumtionsdeflatoren (PCE) minskade inflationen från 1,3 procent i mars till 0,6 procent i april och 0,5 procent i maj. Inflationen väntas bli fortsatt låg i år, men inflationstrycket ökar i takt med att den amerikanska ekonomin återhämtar sig och resursutnyttjandet gradvis normaliseras, i kombination med att oljepriserna stiger. I slutet av prognosperioden bedöms inflationen vara nära 2 procent.

Kronan fortsätter att stärkas något de närmaste åren

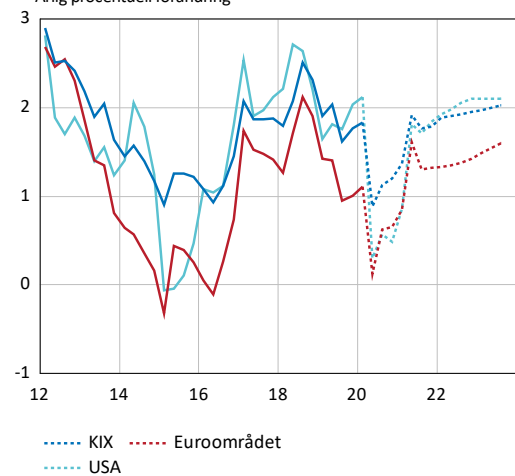
Sedan april har kronan förstärkts påtagligt, vilket till stor del verkar kunna förklaras av det mer positiva risksentimentet på de finansiella marknaderna (se kapitel 2). Det är alltid svårt att göra prognoser för växelkurser, i synnerhet på kort sikt, och det gäller inte minst under de rådande omständigheterna. Långsiktiga bestämningsfaktorer, såsom produktiviteten i Sverige relativt omvärlden, talar dock för att kronan kommer att förstärkas något ytterligare på lite längre sikt (se diagram 3:15).

Stora effekter på svensk ekonomi

BNP i stort sett oförändrad första kvartalet

Under första kvartalet ökade BNP med 0,1 procent jämfört med fjärde kvartalet. Exporten var den enda BNP-komponent som ökade medan konsumtionen och investeringarna minskade. Till skillnad från euroområdet och USA som noterade

Diagram 3:14. Konsumentpriser i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden.

Källor: Eurostat, nationella källor, U.S. Bureau of Labor Statistics och Riksbanken

Diagram 3:15. Nominell växelkurs, KIX
Index, 1992–11–18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

²² Aktuella inflationssiffror skall tolkas med försiktighet just nu. Vissa produkter säljs inte alls och statistikbyråer världen över använder så kallade imputeringsmetoder för att hantera situationen. Aktuell forskning visar att dessa metoder kan underskatta faktiska levnadskostnader, se W.E. Diewert och K. J. Fox, (2020), "Measuring real consumption and CPI bias under lockdown conditions", NBER Working Paper Series 27144, NBER.

kraftiga BNP-fall hade Sverige därmed nästintill oförändrad BNP under första kvartalet (se diagram 3:6). Att svensk ekonomi inte har drabbats i samma utsträckning som omvärlden beror sannolikt på att nedstängningen inte varit lika omfattande i Sverige och på att besöksnäringen som drabbats hårdast, står för en mindre andel av ekonomin än i många andra länder, till exempel i Sydeuropa.²³

Kraftig nedgång väntas under andra kvartalet

Många indikatorer pekar dock på att även svensk ekonomi drabbas hårt. Stämmingsläget försämrades snabbt i mars och april och såväl Konjunkturbarometern som inköpschefsindex noterade de kraftigaste nedgångarna sedan mätningarna inleddes (se diagram 3:16). Även månadsindikatorer för efterfrågan och produktionen visar på stora nedgångar i mars och april (se diagram 3:17). I maj har stämmingsläget dock blivit marginellt mindre pessimistiskt. Högfrekventa indikatorer som går att följa på dags- och veckobasis, och därmed sträcker sig längre än tillgängliga kvartals- och månadsdata, tyder på att delar av produktionen och efterfrågan visar en försiktig uppgång i maj och juni.

BNP bedöms falla med 4,5 procent i år, vilket är den kraftigaste nedgången ett enskilt år sedan 1940 (se diagram 1:3). Som lägst bedöms BNP vara under andra kvartalet i år. Därefter sker en gradvis återhämtning (se diagram 3:18). Bedömningen är dock omgärdad av stor osäkerhet, både vad gäller storleken på nedgången och hur snabbt ekonomin återhämtas. Dessutom saknas månadsdata för delar av försörjningsbalansen, så som investeringar, tjänsteexport och lager, vilket särskilt försvårar bedömningen av dessa nu när svängningarna är så stora.

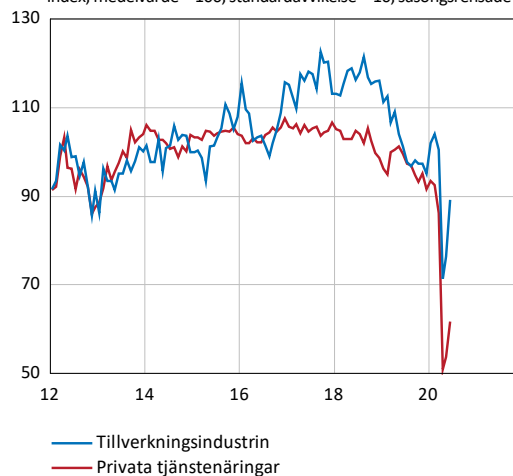
Tecken på att konsumtionen börjat stiga

Hushållens konsumtion minskade med 10 procent i april jämfört med april föregående år enligt månadsindikatorn för hushållens konsumtion (se diagram 3:17). Konsumtionen av kläder och skor, hotell-, restaurang- och café-tjänster samt transporter och fordon minskade alla med 30 procent eller mer. Nedgången motverkas av att andra delar av hushållens konsumtion, till exempel konsumtionen av boendetjänster (kostnader för boende, el och uppvärmning), varit opåverkade eller ökat svagt. Försäljningen enligt detaljhandelsindex föll något i mars men nästan hela nedgången har återhämtats till maj.

Hushållens konsumtion verkar i maj och juni ha återhämtat en del av nedgången i mars och april enligt veckostatistiken för korttransaktioner (se diagram 3:20). En trolig förklaring är att hushållen känner ett något mindre behov av att spara nu när den första mest akuta fasen av pandemin passerat och aktiemarknaderna börjat återhämta sig. Hushållens

Diagram 3:16. Konfidensindikatorer i Sverige

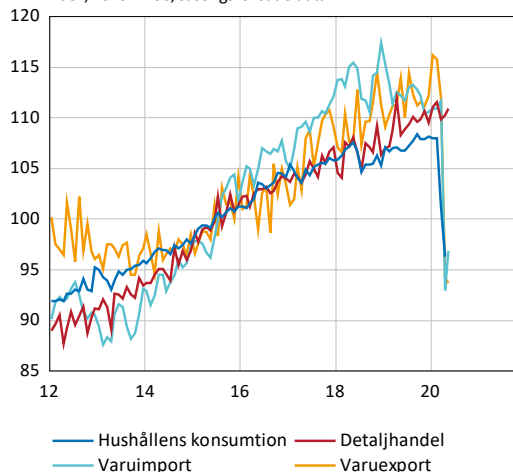
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:17. Efterfrågeindikatorer

Index, 2015 = 100, säsongrensade data

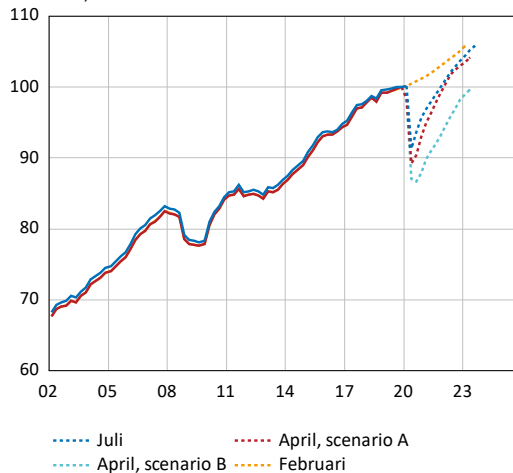


Anm. Riksbankens bearbetning av varuexport och varuimport.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:18. BNP i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100



Källor: SCB och Riksbanken

²³ För en vidare diskussion, se Y. Akkaya, C-J. Belfrage, V. Corbo och P. Di Casola (2020), "BNP-utvecklingen i Sverige relativt omvärlden i spåren av covid-19", Ekonomiska kommentarer nr 5, Sveriges riksbank.

konsumtion fortsätter dock att dämpas av begränsningsåtgärder och av det snabbt försämrade läget på arbetsmarknaden.

Under hösten väntas samhällslivet så sakta återgå till normala förhållanden och begränsningsåtgärderna successivt avvecklas. Det kommer dock att ta tid innan hushållen kan resa och konsumera som tidigare och konsumtionen väntas vara tillbaka till samma nivå som före krisen först i slutet av nästa år (se diagram 3:19). Hushållens sparande bedöms öka ytterligare i år när konsumtionen faller samtidigt som inkomsterna hålls uppe av finanspolitiska åtgärder. I takt med att konsumtionen återgår till det normala bedöms också hushållens sparande sjunka tillbaka till ungefär dagens nivå.

Svag omvärld tynger exporten

Trots inbromsningen i världshandeln och den ekonomiska aktiviteten i omvärlden ökade exporten under det första kvartalet (se diagram 3:19). Månadsstatistiken visar dock att varuexporten var svag i avslutningen av kvartalet. Nedgången accelererade i april när varuexporten föll med cirka 15 procent jämfört med mars. I maj var nivån i stort sett oförändrad från april.

Det har funnits många tydliga signaler om en stor nedgång i exporten. Exportföretagen har vittnat om dystra utsikter både i Riksbankens företagsundersökning och i andra större enkätundersökningar. Exportorderingsgången har sjunkit och är nu markant lägre än normalt. Flera stora industriföretag har bland annat varit tvungna att dra ned på sin produktion eller helt stänga sina fabriker en period, när stängda gränser och fabriker i övriga Europa har lett till brist på komponenter. Som en följd av detta föll exporten av fordon i april med cirka tre fjärdedelar jämfört med början av året. Resebegränsningarna slår också hårt mot turismen till Sverige och gränshandeln, vilket räknas som export i statistiken.

I takt med att allt fler begränsningsåtgärder fhas ut i världen väntas efterfrågan på svenska varor och tjänster åter stiga (se diagram 3:21). Den djupa nedgången och måttliga återhämtningen i omvärlden talar dock för att det dröjer fram till mitten av 2022 innan exporten är tillbaka på samma nivå som före krisen (se diagram 3:19).

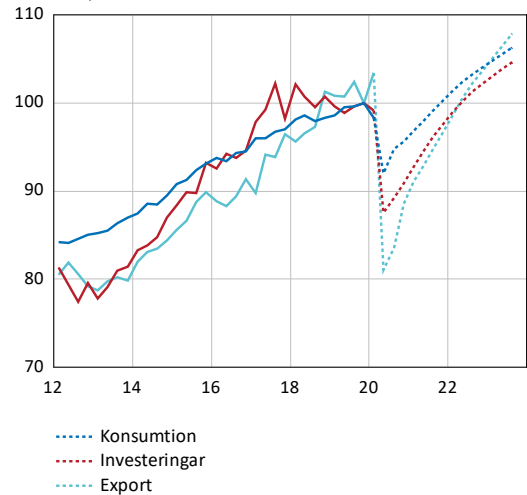
Även investeringarna sätts på paus

Investeringarna minskade något första kvartalet efter att ha utvecklats svagt under förra året. Många företag har i Riksbankens företagsundersökning uppgivit att coronapandemin fått dem att pausa sina nyinvesteringar. Nedgången i produktionen och efterfrågan väntas leda till att investeringarna i näringslivet exklusive bostäder minskar med cirka 11 procent i år.

De hastigt försämrade konjunkturutsikterna fick bostadspriserna att falla i mars och april. I maj vände dock bostadspriserna enligt det sammanvägda HOX-indexet åter uppåt. En majoritet av de tillfrågade hushållen tror dock fortsatt på sjunkande bostadspriser och utbudet av bostadsrätter till salu är

Diagram 3:19. Hushållens konsumtion, investeringar och export

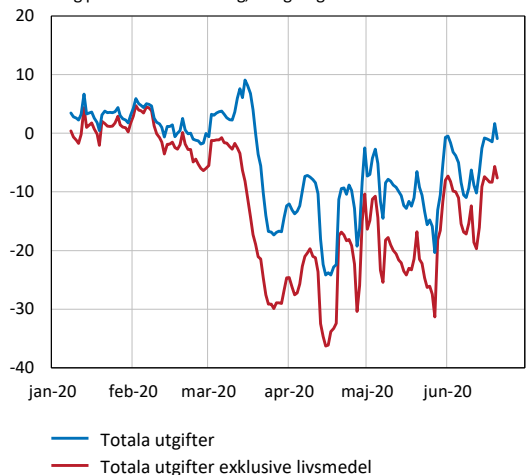
Index, 2019 kv4 = 100



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:20. Kortbetalningar

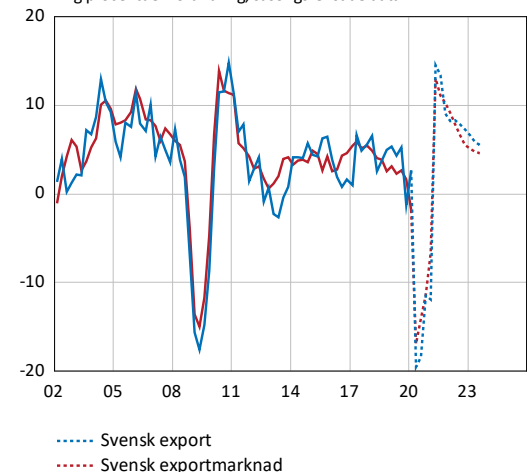
Årlig procentuell förändring, 7 dagars glidande medelvärde



Källa: Swedbank Pay och Swedbank Research

Diagram 3:21. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av importen i de länder som inkluderas i KIX och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

ovanligt stort, vilket talar för att bostadspriserna kommer att falla ytterligare. Den svagare bostadsmarknaden dämpar också bostadsutvecklarnas investeringsvilja som precis hade börjat återhämta sig. I år väntas därför bostadsinvesteringarna fortsätta att falla. Det tar lång tid både att påbörja och färdigställa ett hus. Trots att den övriga efterfrågan väntas öka redan andra halvåret i år dröjer det därför fram till i början av nästa år innan bostadsinvesteringarna börjar ta fart.

Pandemin orsakar stora underskott i de offentliga finanserna

För att mildra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin har regeringen vidtagit finanspolitiska åtgärder av historisk omfattning. Kostnaderna för de hittills beslutade och aviserade åtgärderna bedöms enligt regeringen uppgå till närmare 250 miljarder kronor i år. Många av åtgärderna är inriktade på att begränsa smittspridningen, till exempel ökade resurser till kommuner och regioner och slopande av karensdag, samt att hjälpa företagen och jobben att överleva. I takt med att restriktionerna lättar och samhället öppnar upp väntas finanspolitiken ändra inriktning och i högre grad satsa på att mer allmänt stimulera efterfrågan.

Eftersom Sverige har haft en jämförelsevis låg offentlig bruttoskuld (se diagram 3:3) finns det ett stort utrymme för de offentliga finanserna att stimulera ekonomin. De stora finanspolitiska satsningarna mildrar nedgången i ekonomin och underlättar återhämtningen. Regeringens åtgärder, i kombination med lägre skatteinkomster och högre offentliga utgifter till följd av krisen, antas minska det offentliga finansiella sparandet från 0,3 procent av BNP 2019 till nästan -7 procent av BNP 2020. Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, Maastrichtskulden²⁴, väntas öka från 35 procent av BNP 2019 till 45 procent av BNP 2020. De kommande åren väntas bruttoskulden ligga kvar på ungefär samma nivå samtidigt som det offentliga finansiella sparandet förbättras gradvis för att 2022 uppgå till knapp -1 procent av BNP.

Över 220 000 nya inskrivna arbetssökande på tre månader

Pandemin och de restriktioner som införts för att förhindra smittspridningen i såväl Sverige som omvärlden har satt tydliga avtryck på arbetsmarknaden. Sedan den 1 mars har över 220 000 personer skrivit in sig som arbetslösa på Arbetsförmedlingen och nästan 90 000 personer har blivit varslade om uppsägning (se diagram 3:22). Krisen har berört de flesta branscher, men flest varsel har lagts inom hotell- och restaurangbranschen. Även industrin har påverkats när nedstängningarna i omvärlden har lett till både komponentbrist och minskad ordergång.

²⁴ Maastrichtskulden är det officiella måttet på den offentliga sektorns skuld. Måttet baseras på Maastricht-föredraget och är ett begrepp som används inom EU. Maastrichtskulden innefattar statens, kommunernas, regionernas och pensionssystemets skulder. Skulden är konsoliderad i bemärkelsen att skulder mellan stat, kommun, regioner och pensionssystem räknas bort.

Enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) har sysselsättningen minskat kraftigt och arbetslösheten steg till 8,5 procent i maj. Uppgången i andelen arbetslösa motverkas dock av att antalet personer i arbetskraften också har minskat. När möjligheten att få ett jobb minskar och många visstidsanställda förlorar jobbet tenderar färre att söka jobb. Många lämnar istället arbetskraften. Det syns bland annat i att antalet ansökningar till höstens högskoleutbildningar är högre än på flera år.

Regeringen har infört flera åtgärder för att lindra det tuffa ekonomiska läge många företag möter i krisen. Bland annat kan företag korttidspermittera anställda. Hittills har företag ansökt om permitteringar för över 620 000 anställda. I genomsnitt väntas 350 000 eller cirka 11 procent av de anställda i näringslivet vara korttidspermitterade under 16 mars–31 december. Regeringens åtgärder kommer sannolikt att medföra att fler anställda får behålla sina jobb, men många kommer trots åtgärderna att bli arbetslösa. Antalet arbetade timmar i ekonomin bedöms minska betydligt mer än antalet sysselsatta, bland annat eftersom man räknas som sysselsatt när man är permitterad men arbetar färre timmar. Korttidspermitteringarna bedöms också gynna produktiviteten i år, då företag enklare kan anpassa arbetsinsatserna efter produktionen. Arbetade timmar minskar ungefär lika mycket som produktionen, vilket innebär att produktiviteten är ungefär oförändrad.

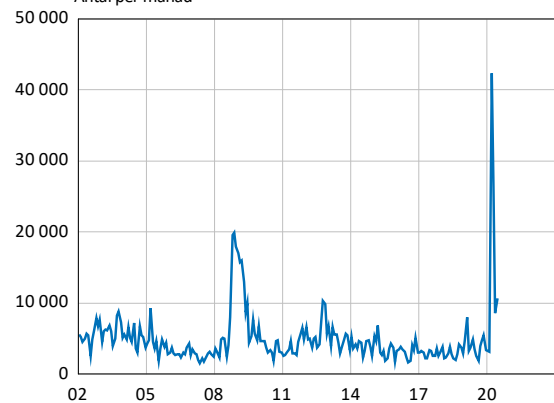
Sysselsättningen bedöms fortsätta att minska under andra och tredje kvartalet, för att plana ut mot slutet av året. Arbetslösheten stiger således snabbt på kort tid och väntas uppgå till 9,6 procent under andra halvan av 2020 (se diagram 3:23). Bedömningen innefattar att en del av de som blivit av med sin sysselsättning väljer att lämna arbetskraften, till exempel för att studera (se diagram 3:24). Om så inte sker kommer arbetslöshetsuppgången att bli större.

När efterfrågan stiger under 2021 och produktionen gradvis återhämtas väntas även arbetade timmar och sysselsättningen stiga. Initialt stiger arbetade timmar snabbare när korttidspermitteringarna avslutas, men mot slutet av 2021 och under 2022 tilltar sysselsättningstillväxten. I slutet på 2023 bedöms sysselsättningsgraden i stora drag vara tillbaka på samma nivå som före krisen (se diagram 3:24). Arbetslösheten sjunker i takt med att sysselsättningen ökar snabbare, men eftersom det även sker ett inflöde av ny arbetskraft tar det längre tid innan arbetslösheten är tillbaka på de nivåer som rådde före krisen (se diagram 3:23). Ju längre krisen varar desto större är risken att arbetslösheten blir högre även på lång sikt (se fördjupningen "Pandemins långsiktiga effekter på produktion och sysselsättning").

Lågt resursutnyttjande till följd av krisen

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar hur löner och priser utvecklas. I data ser det ut som att detta sker med ganska stor eftersläpning. Resursutnyttjandet kan dock inte

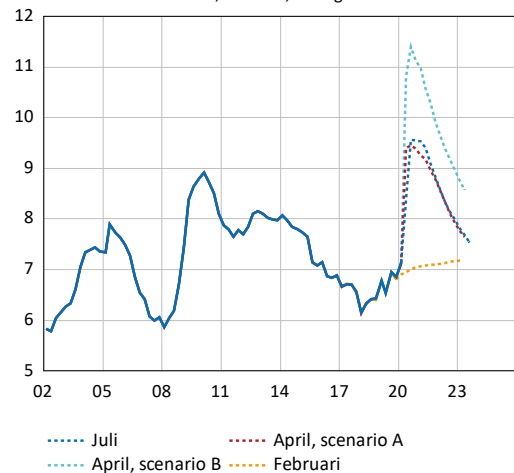
Diagram 3:22. Varsel om uppsägning
Antal per månad



Anm. Varsel för juni avser perioden 1–26 juni.

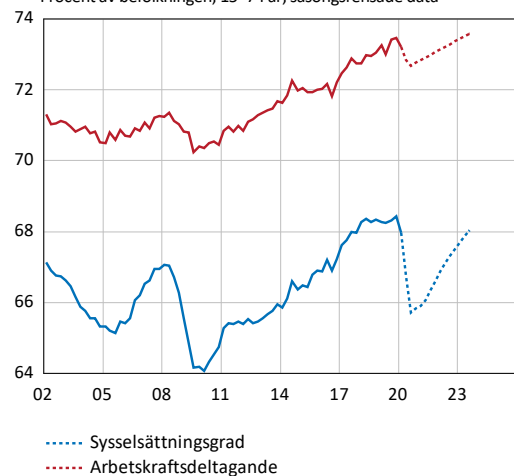
Källa: Arbetsförmedlingen

Diagram 3:23. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:24. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande
Procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

mätas exakt och Riksbanken gör därför en bedömning utifrån en mängd olika indikatorer. Högfrekvent statistik visar att efterfrågan har fallit kraftigt i ekonomin och både indikatorer och arbetsmarknadsstatistik tyder på att det finns allt fler lediga resurser. Enligt Konjunkturinstitutet är nu andelen företag som anger att det råder brist på arbetskraft lägre än det historiska genomsnittet och kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin är på lika låga nivåer som vid finanskrisen 2009. Riksbankens resursutnyttjandeindikator föll också kraftigt redan under första kvartalet och indikerar att resursutnyttjandet är lågt (se diagram 3:25). Andra mått på resursutnyttjandet är BNP-, sysselsättnings- och timgapen. I takt med att BNP, antalet sysselsatta och antalet arbetade timmar återhämtas och återgår till de nivåer som gällde före krisen bedöms även resursutnyttjandet normaliseras (se diagram 3:26).

Det är dock värt att hålla i minnet att pandemin inneburit att delar av produktionen tillfälligt mer eller mindre slagits ut. Bedömningen av BNP-, sysselsättnings- och timgapen baseras bland annat på en uppskattning av den trendmässiga utvecklingen för dessa variabler. När krisen så direkt påverkar utbudssidan är flera av de traditionella indikatorerna för att bedöma resursutnyttjandet därför extra svårtolkade.

Låg löneökningstakt i år när avtalsrörelsen skjuts upp

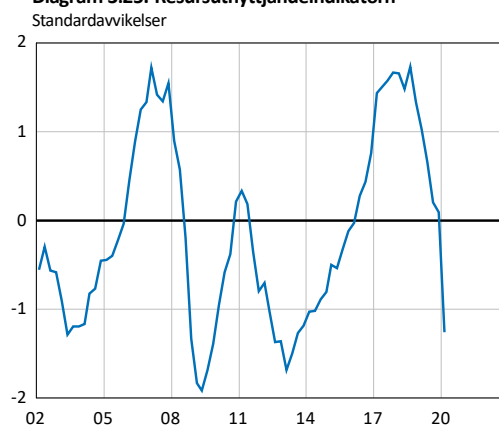
Sedan den förra penningpolitiska rapporten har lönestatistik för första kvartalet 2020 publicerats. Enligt Medlingsinstitutets konjunkturlönestatistik steg löneökningstakten i början av året (se diagram 3:27). Detta beror delvis på att årets uppdatering av urvalen innebar att de nya företag som kom in i undersökningen hade en högre löneökningstakt än de företag som lämnade urvalet.

Arbetsmarknadens parter inom industrin har skjutit upp vårens stora avtalsrörelse till i höst, vilket väntas innebära att lönerna totalt sett ligger kvar på ungefär samma nivå som första kvartalet även under andra och tredje kvartalet. Löneökningstakten väntas därför bli låg i år men stiga från och med nästa år, i takt med att konjunkturen återhämtar sig efter årets snabba nedgång. Det är samtidigt möjligt att det sker en press uppåt på lönerna inom områden där det råder brist på arbetskraft under krisen, till exempel inom vården.

Ökningen i timlönerna i nationalräkenskaperna, som är en annan statistikkälla, stiger dock i år eftersom olika stödåtgärder som korttidspermitteringar och minskat sjuklöneansvar innebär att de uppmätta lönesummorna minskar mindre än antalet arbetade timmar.²⁵

²⁵Timlönerna enligt nationalräkenskaperna (NR) beräknas som lönesumman delat med antal arbetade timmar. Korttidspermitteringar innebär att företagen kan minska timmar samtidigt som lönesumman inte minskar lika mycket. Detta betyder att ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet stiger. Företagens kostnader bedöms dock öka långsammare än vad som syns i statistiken. Löner och arbetskostnader från NR speglar i högre grad lönesumman utifrån löntagarnas perspektiv än företagens lönekostnader.

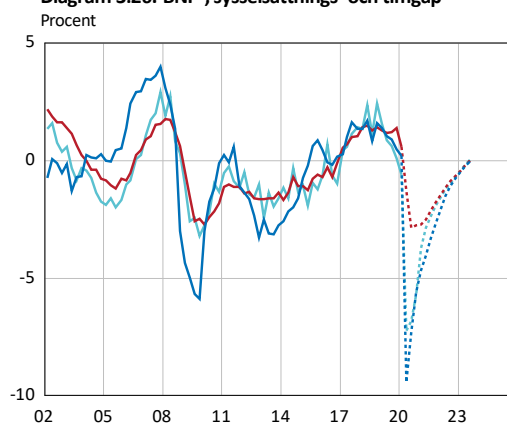
Diagram 3:25. Resursutnyttjandeindikatorn



Anm. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källa: Riksbanken

Diagram 3:26. BNP-, sysselsättnings- och timgap

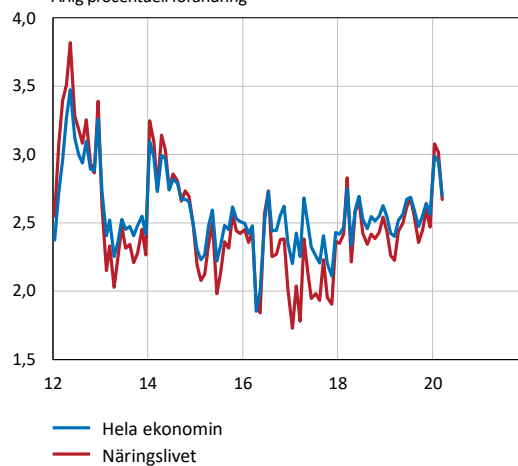


--- BNP-gap
--- Sysselsättningsgap
--- Timgap

Anm. Gapen avser BNP:s respektive antalet arbetade timmars avvikelse från Riksbankens bedömda trender.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:27. Löner i näringslivet och hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



— Hela ekonomin
— Näringslivet

Källa: Medlingsinstitutet

Många faktorer har bidragit till låg KPIF-inflation

Det starka konjunkturläget, den svaga kronan och höga priser på energi bidrog till att KPIF-inflationen var nära 2 procent från 2017 till våren 2019. Därefter sjönk KPIF-inflationen tillbaka något under sommaren och hösten (se diagram 3:28). Under 2020 har inflationen av flera skäl sjunkit rejält.

Den ovanligt milda vintern dämpade efterfrågan på el. Det har bidragit till att elpriserna har sjunkit successivt från och med hösten 2019. Sedan i februari har också oljepriset fallit tillbaka kraftigt, vilket har bidragit till lägre drivmedelspriser. De fallande energipriserna har pressat ned KPIF-inflationen under det senaste halvåret. I maj bidrog lägre energipriser till att dra ned KPIF-inflationen med 1,2 procentenheter.

I samband med utfallet i januari 2020 uppdaterades viktorna i KPI-beräkningen. Viktjusteringens effekt på den uppmätta inflationstakten var oväntat stor i år och effekten väntas dra ned inflationstakten med drygt 0,2 procentenheter under resten av året. Inflationstakten väntas öka med lika mycket i januari 2021, då den årliga viktuppdateringen antas bli mer normal igen.

Inflationen enligt KPIF exklusive energi uppgick till 1,2 procent i maj. Fallande energipriser bidrog till att KPIF-inflationen blev lägre, 0 procent (se diagram 3:28). Coronakrisen gav ett tydligt avtryck på inflationssiffrorna. Bland de större undergrupperna i KPI-korgen påverkades främst tjänstepriserna (se diagram 3:29), där ovanligt låga prisökningar kunde noteras bland annat för telefonabonnemang, biluthyrning, inhemska resor och hotellrum. Även priserna på kläder och skor ökade ovanligt lite. Nedgången i KPIF-inflationen exklusive energi från mars till maj bedöms i viss utsträckning bero på prisnedgångar relaterade till pandemin. En del av dessa berodde på faktiska prisnedgångar, medan andra snarare var ett resultat av tillfälligt ändrade mätmetoder. Dessa problem innebär att enskilda månadsutfall bör tolkas med försiktighet.

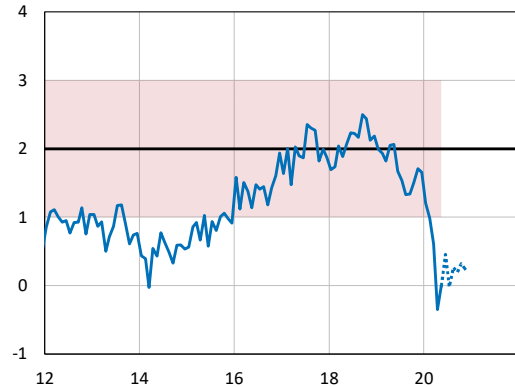
Inflationstakten påverkas ofta av tillfälliga prisförändringar, som har mindre betydelse för inflationsutvecklingen på sikt. I likhet med andra centralbanker beräknar och publicerar Riksbanken därför olika mått på så kallad underliggande inflation.²⁶ De flesta av dessa mått, som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som tidigare visat sig variera kraftigt, indikerar att den mer varaktiga inflationen också har sjunkit den senaste tiden (se diagram 3:30).

Indikatorer pekar mot fortsatt dämpad inflation den närmaste tiden

Enligt Konjunkturbarometern har prisplanerna sett över hela näringslivet sjunkit rejält och är på historiskt låga nivåer. Enligt Riksbankens företagsundersökning uppger en majoritet av företagen att priserna nu är kraftigt pressade och att de väntar sig sjunkande försäljningspriser den närmaste tiden. Priserna på konsumtionsvaror i producentledet stiger däremot fortsatt

Diagram 3:28. KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring

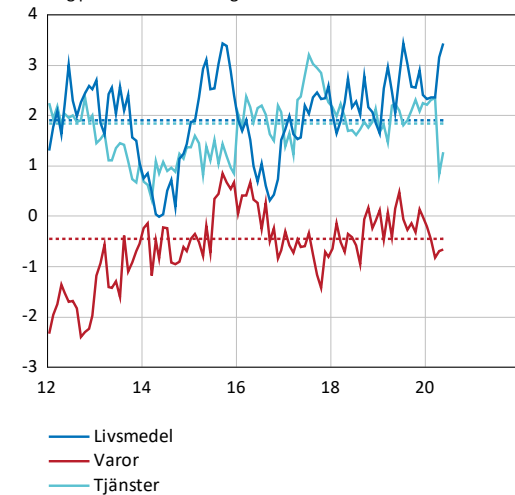


Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallet sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stor. Den streckade linjen avser prognos de närmaste 6 månaderna.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:29. Livsmedels-, varu- och tjänstepriser

Årlig procentuell förändring

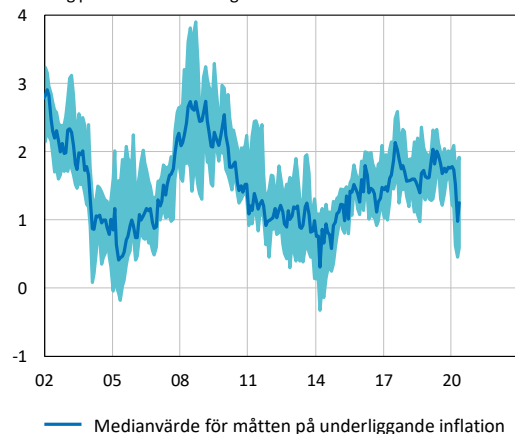


Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000 till senaste utfall. Linjen som visar genomsnitt för tjänster sammanfaller med linjen som visar genomsnitt för livsmedel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:30. Olika mått på 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 principal-komponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken

²⁶ Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

snabbare än normalt, både på importerade varor och på varor producerade i Sverige (se diagram 3:31).

Inflationen väntas bli mycket låg 2020. Det beror främst på en svag utveckling i energipriserna, samt oväntat stora prisjusteringar som orsakats av den nuvarande krisen. Fram mot årsskiftet väntas de tillfälliga effekterna klinga av och inflationen stiga. Antagandet att inflationen blir låg i år får stöd av Riksbankens modellprognos, som sammanfattar information från ett stort antal indikatorer, som prisplaner, producentpriser och växelkurser (se diagram 3:32). Från augusti och framåt ligger dock bedömningen högre än modellprognosen. Modellen antas inte fånga den nya dynamik som de tillfälligt ändrade mätmetoderna och tillfälliga effekterna medför. Det är dessutom sannolikt att osäkerhetsintervallen underskattar osäkerheten som råder nu. I bedömningen ligger också att vissa sektorer, som har påverkats särskilt mycket av krisen, väntas kompensera sig under hösten genom att höja priserna lite extra.

Högre inflation nästa år

Det finns som beskrivits ovan tydliga inslag av tillfälliga effekter i inflationen just nu. Nivån väntas bli högre igen när effekten av den oväntat stora viktjusteringen 2020 faller ur tolv månadersförändringen i januari 2021. Energipriserna kommer också att stabiliseras och stiga något från dagens låga nivåer, vilket bidrar till en högre inflationsnivå i inledningen av 2021. Samtidigt kommer vissa tillfälliga effekter, direkt kopplade till coronapandemin, att minska successivt. När dessa tillfälliga effekter försvinner stiger också inflationen.

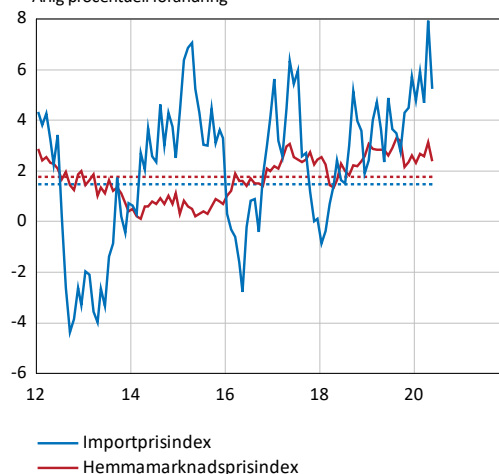
Inflationen väntas stiga långsamt mot 2 procent

Inflationen väntas gradvis stiga i takt med att efterfrågan stärks och lönerna samt inflationen i omvärlden ökar snabbare. Det är dock svårt att veta i vilken mån den nuvarande krisen kommer att leda till högre eller lägre inflation på några års sikt. Negativa störningar till ekonomins utbudssida kan under en period innebära högre inflation. Detta kan till exempel ske om många företag skulle gå i konkurs med minskad konkurrens som följd eller om krisen skulle leda till minskat utbyte av varor och tjänster med omvärlden (se fördjupning "Inflationsutsikter under coronakrisen").

Det finns samtidigt faktorer som kan dämpa inflationen framöver och som talar för att inflationen kommer att vara lägre än 2 procent de närmaste tre åren. Trots att resursutnyttjandet i ekonomin stiger väntas det vara betydligt lägre än normalt. Även företagens kostnader väntas öka långsammare än normalt samtidigt som kronan stärks.

Allt eftersom den faktiska inflationen har blivit lägre har även de kortsiktiga inflationsförväntningarna fallit. Om krisen blir långvarig riskerar inflationsförväntningarna att bita sig fast på låga nivåer. Pandemin kommer dock inte att vara bestående och en pandemi bör inte förändra penningpolitikens möjligheter och förmåga att påverka inflationen i grunden.

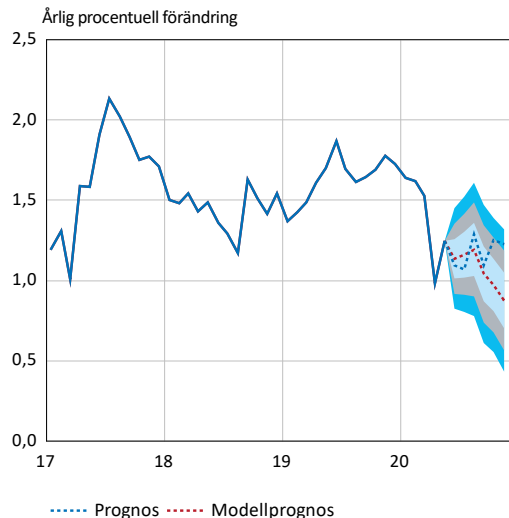
Diagram 3:31. Priser på konsumtionsvaror i producentled
Årlig procentuell förändring



Anm. Importprisindex mäter vad svenska importörer betalar för sina varor vid gränsen. Hemmamarknadspriser mäter vad svenska producenter får betalt vid försäljning i Sverige. Streckade linjer avser medelvärden sedan 2000.

Källa: SCB

Diagram 3:32. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervall 50, 75 respektive 90 procent, baserade på modellernas historiska prognosfel.

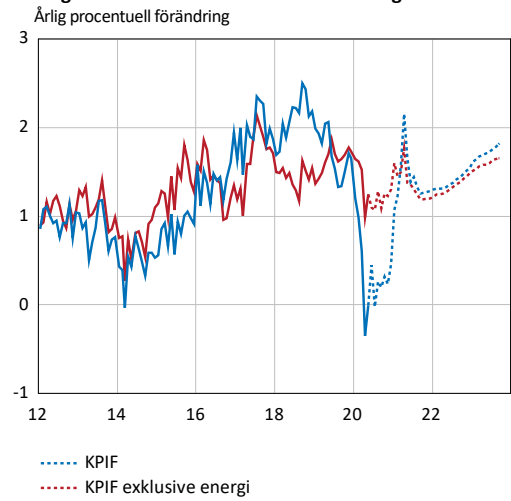
Källor: SCB och Riksbanken

Det är därför rimligt att tro att nedgången i de långsiktiga inflationsförväntningarna blir begränsad.

Riksbankens sammanfattande bedömning är att den svaga efterfrågan och det låga resursutnyttjandet i Sverige och i omvärlden talar för att inflationstrycket blir dämpat under åren 2021–2023.

Men det finns också ett antal faktorer som talar för högre inflation, och dessa bedöms leda till något högre prisöknings-takt under den senare delen av prognosperioden. Sammantaget gör det här att inflationen stiger gradvis under 2022 och 2023 och är nära inflationsmålet i slutet av prognosperioden (se diagram 3:33).

Diagram 3:33. KPIF och KPIF exklusive energi



Källor: SCB och Riksbanken

FÖRDJUPNING – Den ekonomiska utvecklingen enligt två alternativa scenarier

Denna fördjupning presenterar två scenarier för utvecklingen framöver för att illustrera den stora osäkerhet som omgärdar huvudscenariot som redovisas i den här rapporten. Det ena scenariot antar att det blir en ny större våg av smittspridning senare i år och att restriktioner på samhällslivet på nytt blir nödvändiga, vilket drabbar ekonomierna i omvärlden och i Sverige. En ny nedgång i den ekonomiska aktiviteten antas medföra att utvecklingen av den svenska bostadsmarknaden försvagas tydligt, vilket tynger återhämtningen. Produktionen på längre sikt påverkas också av att konkurserna blir fler, arbetslösheten sjunker långsammare och investeringarna hålls tillbaka ytterligare. Sammantaget går återhämtningen betydligt långsammare i ett scenario med en andra våg än i huvudscenariot. Som kontrast innehåller det andra scenariot en snabbare återhämtning än i huvudscenariot. En viktig förutsättning för en sådan utveckling är att restriktionerna på samhällslivet kan lättas allt mer under sommaren i omvärlden och i Sverige och att smittspridningen håller sig på en låg nivå under hösten och vintern. Den kraftiga nedgången under andra kvartalet i år kan då följas av en i princip lika stor uppgång under andra halvåret. Återhämtningen fortsätter sedan i god takt nästa år understödd av ett snabbt förbättrat stämningsläge hos hushåll och företag.

I den penningpolitiska rapporten i april presenterade Riksbanken två scenarier, två tänkbara vägar som ekonomin skulle kunna ta. Det ena scenariot utgick från att smittspridningen minskar och att man börjar lätta på vissa restriktioner på samhällslivet relativt snart och mer påtagligt under sommaren. Det andra scenariot utgick från att åtgärderna för att begränsa smittspridningen skulle vara på plats i betydande omfattning även under sommaren. Båda scenarierna innebar att återgången till ett normalläge för ekonomin skulle bli relativt utdragen. Utvecklingen i det andra scenariot antogs dessutom bli förvärrad av en tydlig nedgång på den svenska bostadsmarknaden och större långsiktiga effekter på ekonomin.

Sedan det föregående penningpolitiska mötet har två månader passerat och det har blivit något tydligare hur coronakrisen har påverkat den ekonomiska utvecklingen, även om nationalräkenskaperna för det andra kvartalet inte publicerats ännu. Som beskrivits i kapitel 3 har ekonomin i omvärlden drabbats hårt och den ekonomiska nedgången i mars och april blev större i euroområdet än vad som antogs i scenarierna i den penningpolitiska rapporten i april. Återhämtningen i omvärlden ser dock, åtminstone så här långt, ut att gå något snabbare än väntat sedan i maj i takt med att flera länder börjat lätta på sina restriktioner på samhällslivet.

Även för svensk del visar olika indikatorer att ekonomin drabbades hårt av coronapandemin under våren. Arbetsmarknaden har utvecklats i linje med scenarierna i den föregående penningpolitiska rapporten. Fallet i BNP

under andra kvartalet ser dock inte ut att ha varit fullt så stort som de scenarierna utgick från.

Fortsatt stor osäkerhet om utvecklingen framöver

Det börjar således bli tydligare ungefär hur stor den ekonomiska nedgången under andra kvartalet blev. Men den framtida utvecklingen är fortfarande mycket osäker. Liksom tidigare beror det främst på att det är väldigt svårt att veta hur snabbt man kommer att lätta på restriktionerna de kommande månaderna både internationellt och i Sverige. Så länge det inte finns något vaccin eller en tillräckligt stor andel av befolkningen utvecklat immunitet mot viruset finns det en tydlig risk att smittspridningen ökar igen och att de följs av nya nedstängningar och restriktioner för att begränsa de fysiska kontakterna.

Två scenarier för den ekonomiska utvecklingen framöver

Denna fördjupning innehåller två scenarier för utvecklingen framöver. Scenarierna illustrerar den stora osäkerhet som omgärdar huvudscenariot som presenteras i den här rapporten, både vad gäller smittspridningen och effekterna av de åtgärder som vidtas för att begränsa spridningen. De illustrerar också hur återhämtningen kan se ut om krisen medför långsiktiga effekter på ekonomin.

I det första scenariot antas en ny större våg av smittspridning inträffa senare i år och nya restriktioner på samhällslivet införs, vilket på nytt drabbar ekonomierna i omvärlden och svensk ekonomi. Det andra scenariot illustrerar istället en mer gynnsam ekonomisk utveckling i både Sverige och omvärlden, där den kraftiga nedgången under

andra kvartalet i år följs av en snabbare uppgång under andra halvåret än i huvudscenariot. De huvudsakliga förutsättningarna för scenarierna sammanfattas i tabell 3:1. Diagram som illustrerar den ekonomiska utvecklingen i scenarierna finns längst bak i fördjupningen, liksom tabeller med årsmedelvärden (se tabell 3:2 och 3:3).

Tabell 3:1. Sammanfattning av antaganden i scenarierna

Scenario med andra våg
<ul style="list-style-type: none"> • Andra våg av ökad smittspridning i USA och Europa under fjärde kvartalet 2020. Inga större utbrott 2021. • 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. • 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 stämningsslag påverkar bostadsmarknaden, där priserna faller och nyproduktionen minskar.
Scenario med snabbare återhämtning
<ul style="list-style-type: none"> • Begränsningsåtgärder och restriktioner på samhällslivet lyfts allt mer under sommaren i omvärlden och Sverige. • Smittspridningen minskar till en låg nivå under hösten och de flesta restriktionerna hävs. • Stämningsslaget bland hushåll och företag förbättras snabbt. • Den ekonomiska nedgången under våren får liten inverkan på produktionen på lång sikt.

Anm. Båda scenarierna är gjorda med ett tekniskt antagande om att penningpolitiken i Sverige är densamma som i huvudscenariot i kapitel 3.

Andra våg av smittspridning i år medför en långsam återhämtning i omvärlden

Ett hot mot den ekonomiska utvecklingen framöver är att återhämtningen bryts av en ny våg av smittspridning i höst då influensasäsongen inleds. Ett nytt utbrott skulle också kunna uppstå om restriktionerna på samhällslivet lyfts för snabbt eller om spridningen inte kan hållas i schack.

Alternativscenariot med en andra våg utgår från att det av någon eller båda av dessa anledningar sker ett nytt större utbrott av smittspridning senare i år. Den ekonomiska återhämtningen från nedgången under våren bryts därför av nya åtgärder för att bromsa smittspridningen. Scenariot utgår från antagandet att detta sker under fjärde kvartalet. Utvecklingen skulle i princip vara densamma om nya åtgärder införs redan under tredje kvartalet, men de ekonomiska effekterna som beskrivs nedan skulle då sannolikt inträffa något tidigare.

Den nya vågen drabbar sannolikt inte produktionen i USA och euroområdet lika hårt som den första vågen i år, se diagram 3:34. Det beror dels på att beredskapen för coronaviruset nu är högre, dels på att åtgärderna för att begränsa smittspridningen sannolikt inte blir lika omfattande som under våren. Liksom under våren antas begränsningarna vara på plats ett par månader innan man börjar lätta på dem igen.

Begränsningsåtgärderna innebär störningar av företagets produktion och en svagare efterfrågan från hushållen. Den ekonomiska aktiviteten i omvärlden minskar därför tydligt igen mot slutet av året. Det gör att återhämtningen försenas och det dröjer till slutet av 2022 innan produktionen i Europa och USA är tillbaka på samma nivå som före coronapandemin. Inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Energipriserna faller inledningsvis och normaliseras sedan, vilket påverkar inflationen på kort sikt. Att resursutnyttjandet blir svagare påverkar inflationen med viss fördröjning, vilket gör att inflationen på längre sikt har en betydligt svagare utveckling än i huvudscenariot.

Andra våg av smittspridning och nedgång på bostadsmarknaden håller tillbaka svensk ekonomi

En ny nedgång i den ekonomiska aktiviteten i omvärlden innebär att efterfrågan på svenska exportvaror och tjänster dämpas. Även om de restriktioner som införs i USA och Europa inte blir lika omfattande som under våren kommer det sannolikt också att medföra nya störningar av transportsystem och brist på insatsvaror, vilket påverkar produktionen i Sverige.

Den andra vågen av smittspridning medför att man i Sverige återinför vissa av restriktionerna på resande och åtgärderna för att minska de fysiska kontakterna mellan människor som lyfts under sommaren. Stämningsslaget bland hushållen och företagen försämras dessutom igen, vilket bidrar till att efterfrågan minskar.

Detta innebär sammantaget att svensk BNP faller på nytt under sista kvartalet i år, se diagram 3:35. Fallet blir dock inte lika stort som under våren, eftersom scenariot utgår från att restriktionerna blir mindre omfattande, framför allt i omvärlden. Sammantaget minskar BNP med 5,7 procent 2020. Nya större utbrott av smittspridning antas inte inträffa nästa år och restriktionerna på samhällslivet kan därför lättas gradvis 2021.

Det blir dock en långsam återhämtning där den sammantagna perioden med mycket låg aktivitet i ekonomin under 2020 tynger utvecklingen. Den nya nedgången i efterfrågan under fjärde kvartalet pressar företagen ytterligare, speciellt i de mest utsatta branscherna, vilket medför fler konkurser. Arbetslösheten fortsätter att stiga till en nivå nära 11 procent och börjar sjunka först i mitten av nästa år, se diagram 3:36.

Då varslen och arbetslösheten återigen ökar i höst blir stämningsslaget sämre, liksom hushållens förväntningar om privatekonomin. Det får sannolikt större återverkningar på bostadsmarknaden än under våren. Bostadspriserna och bostadsbyggandet antas därför utvecklas svagare under 2021 i detta scenario än i huvudscenariot. Det bidrar till att återhämtningen blir långsammare.

Effekterna på produktionen på lång sikt blir också större i detta scenario eftersom konkurserna blir fler och investeringarna färre. Det tar cirka ett år längre för BNP att komma tillbaka till samma nivå som före coronapandemin jämfört med huvudscenariot, se diagram 3:35. Det tar även betydligt längre tid för arbetslösheten att sjunka, vilket delvis beror på att problemet med arbetslösa som tappar anknytningen till arbetsmarknaden blir större i ett scenario med en andra våg, se diagram 3:36. Det skulle också kunna innebära att arbetskraften utvecklas svagare än i huvudscenariot, vilket skulle dämpa uppgången i arbetslöshet något.

Den nya nedgången i den ekonomiska aktiviteten, som alltså inkluderar en större nedgång på den svenska bostadsmarknaden, håller tillbaka prisökningarna. På kort sikt drivs utvecklingen av energiprisernas variationer, vilket gör att inflationen först faller och därefter stiger snabbt, se diagram 3:37. Den underliggande inflationen kommer dock att vara låg. På något längre sikt faller därför KPIF-inflationen igen och börjar därefter att stiga långsamt i takt med att aktiviteten i ekonomin ökar.

Man bör notera att detta scenario är gjort under antagandet att penningpolitiken är densamma som i huvudscenariot. Sannolikt skulle den långsamma återhämtningen av produktionen och arbetsmarknaden och den svaga inflationsutvecklingen i scenariot delvis motverkas med en ännu mer expansiv penningpolitik.

Snabbare återhämtning möjlig givet låg smittspridning och få restriktioner på plats i höst

Ett mer optimistiskt scenario än prognosen som beskrivs i huvudscenariot är att spridningen av coronaviruset minskar allt mer och att smittspridningen håller sig på en låg nivå under hösten och början på nästa år. Det skulle till exempel kunna bli fallet om metoder och program för tester, spårning och isolering av nya fall implementeras och vidareutvecklas och visar sig vara effektiva för att hålla tillbaka spridningen. Den skulle naturligtvis också hållas tillbaka om pandemin försvagas eller försvinner av sig själv.²⁷

Givet att smittspridningen fortsätter att minska och håller sig på en låg nivå under hösten kan åtgärderna för att begränsa de fysiska kontakterna lyftas allt mer under sommaren och i princip vara borta i höst, i både omvärlden och Sverige. Samhällslivet kan då relativt snabbt återgå till förhållandena före krisen. Företagens produktionsstörningar blir allt mindre och efterfrågan ökar stadigt.²⁸ Aktiviteten i ekonomin kommer därför igång och det sker en kraftig ökning av produktionen under andra halvåret i år i USA, euroområdet och Sverige, se diagram

3:34 och 3:35. För svensk del innebär detta att BNP kan vara tillbaka på samma nivå som före krisen redan i början av nästa år. Under 2020 minskar BNP med 4 procent i genomsnitt.

Den ekonomiska återhämtningen fortsätter sedan i god takt under 2021, sannolikt också understödd av att stämmningsläget hos hushåll och företag förbättras snabbt då det blir tydligt att pandemin inte längre kommer att påverka samhällslivet.

Även om den kraftiga ekonomiska nedgången under våren fört med sig konkurser och stigande arbetslöshet innebär den snabba återhämtningen att effekterna på produktionen på lång sikt blir relativt måttliga. Arbetslösheten sjunker stadigt och givet en fortsatt stark utveckling av den ekonomiska aktiviteten kan den nå tillbaka till nivån före krisen på ett par års sikt, se diagram 3:36. Med samma förutsättningar kommer inflationen, efter att effekterna av svängningarna i energipriserna klingat av, att snabbare stiga upp mot målet på 2 procent i takt med att konjunkturläget normaliseras, se diagram 3:37.

Tabell 3:2. Scenario med andra våg

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2020	2021	2022
KPIF	0,3	0,9	0,8
BNP*	-5,7	1,0	4,9
Arbetslöshet, 15–74 år**	8,8	10,6	9,7
Sysselsatta, 15–74 år	-2,3	-1,7	1,6
BNP i omvärlden (KIX2)*	-9,3	4,5	4,9
KPI (KIX2)	0,6	1,1	1,3

*Kalenderkorrigerad tillväxttakt **Procent av arbetskraften

Anm. KIX2 är euroområdet och USA sammanvägt med deras respektive relativa KIX-vikter (cirka 0,86 respektive 0,14).

Källor: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, SCB och Riksbanken

Tabell 3:3. Scenario med snabbare återhämtning

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2020	2021	2022
KPIF	0,4	1,7	1,8
BNP*	-4,0	7,0	3,3
Arbetslöshet, 15–74 år**	8,6	8,7	7,5
Sysselsatta, 15–74 år	-2,0	0,6	2,3
BNP i omvärlden (KIX2)*	-6,9	10,1	2,3
KPI (KIX2)	0,7	1,6	1,7

*Kalenderkorrigerad tillväxttakt **Procent av arbetskraften

Anm. KIX2 är euroområdet och USA sammanvägt med deras respektive relativa KIX-vikter (cirka 0,86 respektive 0,14).

Källor: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, SCB och Riksbanken

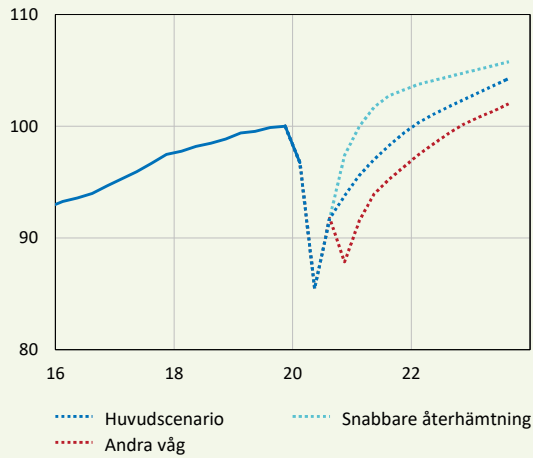
²⁷ Spridningen skulle också hållas tillbaka om ett vaccin finns på plats redan i höst. Det verkar dock mindre sannolikt att det skulle kunna ske.

²⁸ Scenariot skiljer sig på detta sätt från huvudscenariot. Här antas återhämtningen under sommaren och hösten i princip vara opåverkad av åtgärder för att begränsa fy-

siska kontakter. Prognoserna i huvudscenariot inkluderar däremot att den ekonomiska aktiviteten både i omvärlden och i Sverige i viss utsträckning fortsätter att påverkas av restriktioner i år, dock inte i lika stor omfattning som under ett nytt större utbrott av smittspridning som i det första alternativscenariot.

Diagram 3:34. BNP i omvärlden (KIX2)

Index 2019 kv4 = 100

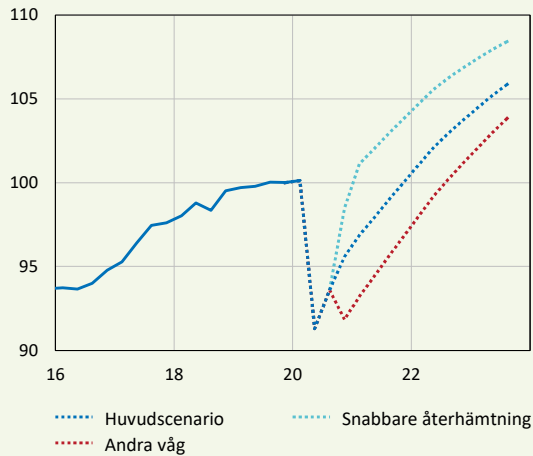


Anm. KIX2 är euroområdet och USA sammanvägt med deras respektive relativa KIX-vikter (cirka 0,86 respektive 0,14).

Källor: Eurostat, Bureau of Economic Analysis och Riksbanken

Diagram 3:35. BNP

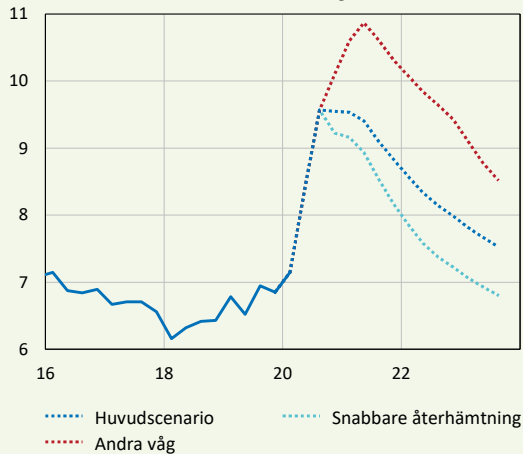
Index 2019 kv4 = 100



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:36. Arbetslöshet

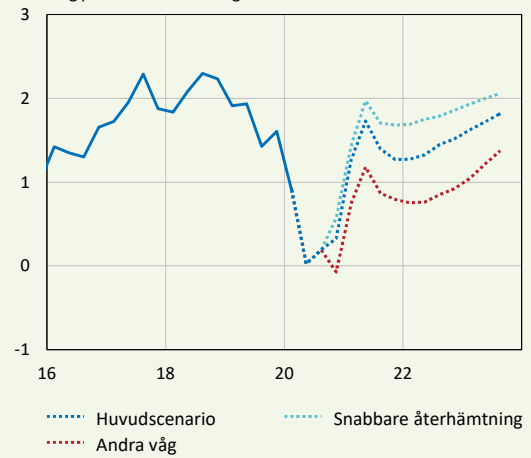
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:37. KPIF

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

FÖRDJUPNING – Inflationsutsikter under coronakrisen

Det finns tydliga inslag av tillfälliga effekter som håller nere inflationen just nu, som låga energipriser, mätproblem och ovanligt stora viktjusteringar. När dessa effekter väl klingat av kan inflationen stiga relativt snabbt igen. Men den kris som svensk ekonomi befinner sig i kommer att få mer bestående effekter. Vissa effekter kommer att hålla tillbaka inflationen framöver, medan andra effekter verkar i motsatt riktning. Att resursutnyttjandet både i Sverige och i omvärlden har sjunkit märkbart talar för att inflationstrycket kommer att vara dämpat de närmaste åren. Ett antal faktorer som har negativa effekter på ekonomins utbudssida kan å andra sidan leda till en tid med högre inflation. Ett exempel är att trenden mot allt mer internationellt integrerade produktionsprocesser kan komma att brytas, vilket kan leda till att produktiviteteten försämras och konkurrensen försvagas. Det kan i sin tur innebära högre priser. Riksbankens samlade bedömning är att effekterna på inflationen av den svagare efterfrågan dominerar under kommande år. Det finns dock ett antal källor till uppåtrisker för inflationen, särskilt under senare delen av prognosperioden.

Både konjunkturläget och inflationsutsikterna har förändrats snabbt sedan årsskiftet. I medierna och i forskarvärlden har det diskuterats om det är deflation eller högre inflation som är det mest troliga scenariot när man blickar framåt. Här sammanfattas lite av den diskussionen, sett ur ett svenskt perspektiv.

Flera tillfälliga faktorer håller tillbaka inflationen just nu

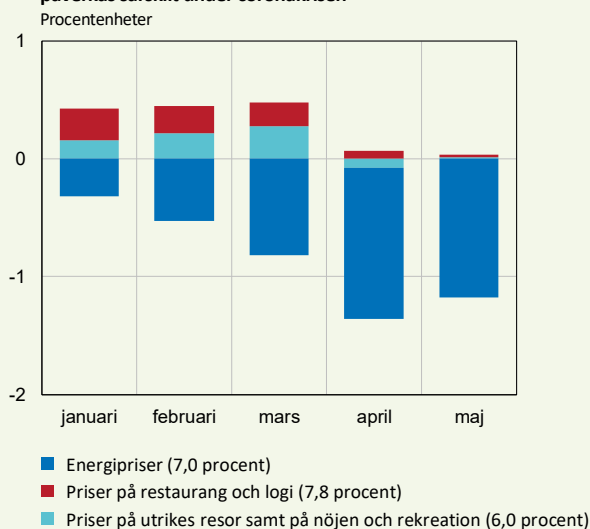
Det finns tydliga inslag av tillfälliga effekter som dämpar inflationen för närvarande.

Det kraftiga fallet i oljepriset från nära 70 dollar per fat i slutet på 2019 till de rekordlåga noteringarna i april har påverkat konsumentpriserna direkt via lägre drivmedelspriser. En liknande utveckling har elpriserna visat upp. Medan det låga oljepriset kan förklaras av en minskad efterfrågan och samarbets svårigheter mellan de oljeproducerande länderna beror det låga elpriset i huvudsak på den ovanligt milda vintern och våren.

Åtgärderna för att begränsa smittspridningen har påverkat statistikproduktionen och inte minst den prisinsamling som ligger till grund för den månatliga KPI-beräkningen. Vissa tjänster, som charterresor och biljetter till olika nöjes- och sportevenemang, säljs inte alls och Statistiska centralbyrån (SCB) har därför fått använda speciella så kallade imputeringsmetoder för att hantera situationen.²⁹ Det innebär att tillfälliga, artificiella, prisobservationer har inkluderats i statistiken. Mätproblemet finns även i omvärlden och är där betydligt större eftersom begränsningarna av samhällslivet varit strängare. I diagram 3:38 visas hur mycket energipriser och priser som mer eller mindre

direkt påverkas av coronakrisen har bidragit till KPIF-inflationen hittills i år.

Diagram 3:38. Bidrag till KPIF-inflationen från priser som påverkas särskilt under coronakrisen



Anm. Staplarna visar respektive prisgrupps bidrag till ökningstakten i KPIF. Siffror inom parentes avser vikt i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

I april och maj var energiprisernas negativa bidrag till KPIF-inflationen hela 1,3 respektive 1,2 procentenheter. Så stora negativa bidrag har inte uppmäts under de senaste 40 åren. Även för produktgrupperna utrikes resor samt nöjen och rekreation och hotellverksam-

²⁹ Se fördjupningen "Svårare att beräkna inflationen" i Penningpolitisk rapport april 2020. Metoden innebär att man låter prisindex för de produkter som saknar

prisobservationer följa samma prisutveckling som närmast högre aggregat. För produkter som inte har något lämpligt högre aggregat ersätts prisutvecklingen med den årliga procentuella förändringen i det totala KPI.

het, där en hel del priser fick imputeras, var inflationsbidragen i april och maj mycket mindre än tidigare under året. Övriga prisers bidrag till KPIF-inflationen var sammantaget i princip oförändrat mellan mars och april och steg tydligt i maj. De produktgrupper som redovisas i diagrammet väger tillsammans drygt 20 procent i KPIF.

Utöver detta var effekten av uppdaterade vikter i beräkningarna av konsumentprisindex (KPI) ovanligt stor i år. De förändrade vikterna bedöms hålla KPIF-inflationen nere med drygt 0,2 procentenheter mer än vad som varit historiskt normalt.³⁰

Konsumtionsmönstret har ändrats ytterligare i samband med krisen. Om förändringen är tillfällig eller mer varaktig är för tidigt att säga, men förskjutningarna i år kommer att leda till att vikterna i KPI-systemet justeras framöver, med en fördröjning. Effekten av viktförändringarna blir troligtvis inte så stor i Sverige, men den kan bli betydligt större i omvärlden.^{31 32}

Rekylen väntas bli tydlig när de tillfälliga effekterna försvinner

De tillfälliga effekter som beskrivs ovan innebär bland annat att KPIF-inflationen inte speglar den trendmässiga inflationen så bra just nu.

Det är svårt att bedöma energiprisernas utveckling framöver, men som inflationen beräknas kommer det negativa bidraget att försvinna även om energipriserna ligger still på dagens låga nivåer fram till mars-april nästa år. Den senaste utvecklingen talar dock för att energipriserna kommer att ge ett positivt bidrag till inflationen. Såväl bensinpriset som elpriserna har stigit något den senaste tiden.

De låga energipriserna kan dock leda till så kallade andrahandseffekter, eller indirekta effekter, om situationen blir mer långvarig. Exempel på sådana skulle kunna vara lägre transportkostnader som i sin tur genererar lägre prispåslag för olika slutprodukter samt lägre priser på resor.³³

Den uppmätta prisökningstakten för de produktgrupper i KPIF som inte kan prismätas just nu sjönk tydligt när imputeringarna började användas. När väl prismätningarna fungerar igen inom flygbranschen och i nöjes- och evenemangsverksamheten kommer inflationsnivån att stiga om priserna utvecklas ungefär som före krisen. Inom resebranschen kan också situationen se annorlunda ut, med högre priser, om till exempel antalet passagerare begränsas under en period eller om lågprisbolag slås ut och konkurrensen påverkas.

Dessutom väntas de årliga viktjusteringarna bli mer normala i januari nästa år, vilket i sin tur leder till att inflationen då stiger med ungefär lika mycket som den negativa effekten uppgick till i år.

Sammantaget väntas alltså inflationen stiga vid årsskiftet när de tillfälliga effekterna klingar av. Man kan också vänta sig att vissa sektorer som har påverkats särskilt mycket av krisen kommer att försöka kompensera sig genom att höja priserna lite extra.

Lägre inflationsförväntningar och kraftiga svängningar i kronans växelkurs kan påverka inflationen på längre sikt

Prosperas undersökning visar att de kortsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit kraftigt bland samtliga aktörer och nu är nära de nivåer som uppmättes vid årsskiftet 2014/2015. Om inflationen blir fortsatt låg finns en risk för att inflationsförväntningarna biter sig fast på låga nivåer och försämrar lönebildning och prissättningsmekanismerna. Hittills har förväntningarna på de längre horisonterna inte sjunkit lika mycket och för penningmarknadens aktörer steg till och med de femåriga förväntningarna marginellt i juni jämfört med maj. Det är rimligt att tro att de långsiktiga förväntningarna förblir relativt stabila på nivåer nära målet, eftersom pandemin i grunden inte förändrat penningpolitikens möjligheter och förmåga att påverka inflationen.

Under februari fram till i mitten på mars försvagades kronans växelkurs tydligt. Sedan dess har kronan förstärkts påtagligt, vilket till stor del verkar kunna förklaras av det mer positiva risksentimentet på de finansiella marknaderna. En sådan växelkursutveckling är inte så vanlig om man jämför med tidigare kriser. Förändringar i växelkursen påverkar inflationen med en viss fördröjning, men de tydliga svängningarna i växelkursen bidrar också till att volatiliteten i inflationen ökar.

Det svaga efterfrågeläget har en dämpande effekt på inflationen

Företagens kostnader och prispåslag - och därigenom inflationen - påverkas av variationer i efterfrågan. I en kris som denna, när arbetslösheten successivt stiger, kommer ekonomins resurser inte att utnyttjas fullt ut. Då tenderar företagens kostnader att öka långsammare och priserna kan hållas låga. Sambandet mellan inflation och resursutnyttjande talar för att inflationen kommer att bli låg de närmaste åren. Att resursutnyttjandet i vissa delar av Europa var lågt redan före krisen och att situationen nu

³⁰ Det här är ingen egentlig priseffekt, men viktjusteringarna påverkar inflationsnivån under innevarande år.

³¹ Konsumtionsmönstren har troligtvis inte påverkats lika mycket i Sverige som i andra länder. De konsumtionsförskjutningar som skett i år kommer troligtvis att påverka vikterna i KPI först 2022.

³² Se A. Cavallo (2020), "Inflation with covid consumption baskets", NBER Working Paper Series 27352, NBER.

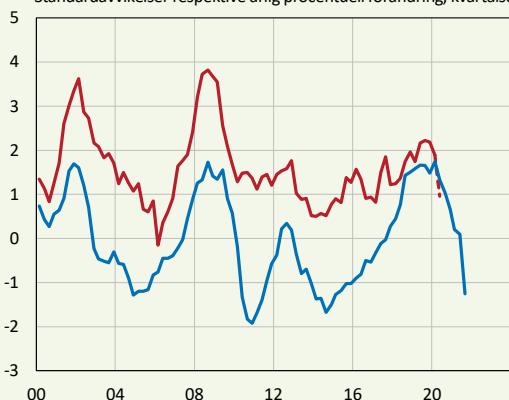
³³ Det slutliga pris som företagen sätter på en vara eller en tjänst brukar delas upp i marginalkostnader och prispåslag. Priset på arbetskraft, kapital och insatsvaror utgör företagets kostnader.

försämras kan spilla över på den svenska ekonomin och dämpa inflationstrycket ytterligare.³⁴

Om man viktar ihop sådana prisindex som tidigare har tenderat att samvariera med konjunkturen kan man få en bild av hur resursutnyttjandet påverkar inflationen just nu och en tid framöver (se diagram 3:39).³⁵ Enligt det sammanviktade indexet tycks konjunkturen ha haft en positiv effekt på inflationen från 2015 fram till och med 2019. Därefter har ökningstakten dämpats för de konjunktur känsliga priserna. Eftersom dessa priser tycks påverkas av resursutnyttjandet med en viss fördröjning kan man anta att ökningstakten kommer att dämpas ytterligare en tid framöver.

Diagram 3:39. Resursutnyttjandeindikatorn och konjunktur känsliga priser

Standardavvikelse respektive årlig procentuell förändring, kvartalsdata



— Resursutnyttjandeindikator (framskjuten 6 kvartal)
— Konjunktur känsliga priser

Anm. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1. Den sista observationen för konjunktur känsliga priser (streckad) innehåller bara två månader (av tre för att få ett fullt kvartal) och ska tolkas med försiktighet. Den sammanlagda vikten för de produktgrupper som ingår i index uppgår till drygt 48 procent av den totala vikten i KPIF.

Källor: SCB, Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Fler konkurser och förändringar i globala värdekedjor kan leda till en högre inflation

Prissättningen påverkas också av konkurrenssituationen. Ju skarpare konkurrensen är i en bransch, desto större tryck på företagen att minska prispåslagen och pressa ned sina marginaler.³⁶ Att konkurrensläget är en viktig faktor bakom företagets prissättningsbeteende framgår tydligt bland annat i enkätdata från Konjunkturbarometern. Antalet konkurser har ökat under krisen. Det kan medföra att konkurrensen minskar, speciellt inom vissa sektorer som

hotell- och restaurangverksamhet. Det i sin tur skulle kunna bidra till högre priser.

Ett fenomen som knyter an till diskussionen om bland annat konkurrensen är så kallade globala värdekedjor. Det är internationella nätverk av företag som kan inkludera utvecklare, producenter, underleverantörer, investerare och återförsäljare. Under 1990-talet när världshandeln expanderade snabbt ökade också svenska företags deltagande i globala värdekedjor. Dessa uppåtgående trender, som enligt forskningen bedöms ha hållit tillbaka inflationen under de senaste decennierna, fick ett tydligt brott i samband med finanskrisen. Efter det har världshandeln inte utvecklats lika snabbt längre och företag i Sverige och i omvärlden har inte utökat sitt samarbete i samma utsträckning som tidigare. Det är ännu för tidigt att säga hur coronapandemin kommer att påverka trenderna, men det är sannolikt att flera företag kommer att se över sina produktionsprocesser framöver.³⁷ Krisen har avslöjat hur sårbara sådana här kedjor kan vara. Om antalet företagsnätverk minskar eller leverantörskedjorna kortas ned kan det påverka produktiviteten och konkurrensen, och bidra till att kostnader och konsumentpriser stiger.

I tabell 3:4 nedan redovisas de undergrupper i konsumentenprisindex som främst kan komma att påverkas av förändringar i de globala värdekedjorna. Deras vikt i KPI är drygt 20 procent. Under den senaste tioårsperioden har priserna på dessa varor tillsammans bidragit med i genomsnitt $-0,2$ procentenheter per år till KPIF-inflationen.

Tabell 3:4. Varor i KPIF som kan påverkas av förändringar i globala värdekedjor³⁸

Vikter på olika varugrupper i KPIF

	Vikt
Kläder, skor, tyger, garner och sybehör	4,5
Reparationsvaror: Egnahem	0,5
Möbler, mattor och belysning	2,0
Hushållstextilier och inredningsartiklar	1,1
Hushållsapparater och husgerådsartiklar	2,1
Inköp av fordon, reservdelar till bilar m,m,	5,2
Radio, TV, video, kamera, film m,m,	2,7
Sportartiklar och friluftsportartiklar	0,7
Leksaker, spel och hobbyartiklar	0,7
Diverse fritidsvaror exklusive reparation	1,2
Totalt	20,6

Anm. Vikt avser procent i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

³⁴ Se exempelvis R. A. Auer, C. Borio och A. Filardo (2017), "The Globalisation of Inflation: The Growing Importance of Global Value Chains", CESifo Working Paper Series 6387, CESifo Group Munich.

³⁵ Denna sammanviktning är inspirerad av tidigare studier på data för USA, se T. Mahedy och A. Shapiro (2017), "What's down with inflation?", FRBSF Economic Letter (November 27), 2017–35 och M. Luzzetti, B. Ryan och J. Weidner (2019), "Revisiting cyclical and acyclical inflation: How much can the Fed impact core?", Deutsche Bank Research, US Economic Perspectives.

³⁶ I en särskild enkät som Konjunkturinstitutet genomförde på uppdrag av Riksbanken 2014 uppgav en majoritet av företagen att konkurrensen hade ökat och att detta också hade medfört att prispåslagen blivit låga.

³⁷ Se E. Frohm (2020), "Dämpad utrikeshandel sedan 2009: diskussion om möjliga konsekvenser för Sverige", Staff memo, Sveriges riksbank.

³⁸ Det här är endast en bedömning och antalet produktgrupper som påverkas kan vara fler eller färre. Uppdelningen har inspirerats av en analys från Deutsche bank om hur förändrade globala värdekedjor kan påverka KPI i USA.

Andra utbudsfaktorer och ändrade konsumtionsmönster kan också påverka inflationen på sikt

Vidare kan man fråga sig om nya konsumtionsmönster delvis kan permanentas. Kommer den internationella flygtrafiken upp i samma nivåer som före krisen och hur kommer priserna i den sektorn att utvecklas på lite längre sikt? Nya arbetsmönster kan också ha påverkat vårt behov av arbetsrelaterade resor och digitala varor och tjänster.

Internethandeln, som redan hade ökat tydligt före krisen, har antagligen fått ytterligare en skjuts och trenden kan börja luta ännu brantare uppåt.³⁹ Det borde ha en dämpande effekt på inflationen, åtminstone under en tid.

Utöver fler konkurser och förändringar i globala värdekedjor finns också andra utbudsfaktorer som kan leda till högre inflation. Om man inte får bukt med pandemin och det kommer nya vågor av ökad smittspridning kan stängda gränser minska världshandeln genom att produkter inte kan produceras och transporteras lika lätt. Flera konsumentpriser kan också påverkas om pandemin leder till krav på en bättre beredskap med en högre självhushållningsgrad och mer protektionism.

Det kan inte uteslutas att pandemin, även på längre sikt, kommer att dämpa arbetskraftens rörlighet mellan länder. Dessutom kan det finnas krav på strukturella förändringar och compensation inom vissa hårt drabbade sektorer, som sjuk- och äldreomsorg. Strukturomvandlingar kan även leda till brist på kvalificerad arbetskraft och försämrad matchning. Det här är faktorer som kan påverka kostnadsutveckling och priser.

Kan den ökade likviditeten och högre skulder påverka inflationen?

Kraftfulla penningpolitiska åtgärder har satts in runt om i världen under den senaste tiden och centralbankernas balansräkningar har vuxit snabbt efter stora tillgångsköp och omfattande utlåning. Det har funnits en diskussion om att all denna likviditet skulle kunna leda till en högre inflation. Ett syfte med insatserna har varit att underlätta kreditgivning till företagen. De här penningpolitiska åtgärderna ska alltså ses som tillskott av smörjmedel i det finansiella systemet och inte som en mer traditionell ökning av penningmängden, där fler sedlar och mynt används till att köpa konsumentnära varor och tjänster.⁴⁰

Det finns också en diskussion om att snabbt ökande offentliga skulder kan leda till högre inflation. Resonemangen kan se olika ut i debatten men de flesta utgår från ett brett forskningsfält som behandlar interaktionen mellan finans- och penningpolitik. Den sista länken i orsakskedjan visar ofta på risken att inflationen tillåts ta fart

för att på så sätt reducera en ytterligare ökning av skuldbördan. Det finns flera exempel på sådana här förlopp i historien och scenariot kan vara mer sannolikt nu, efter en lång period med låg global inflation.⁴¹

Inflationsutsikterna är osäkra

Mätproblemen talar för att inflationsnivån kan förändras snabbt under de kommande månaderna. Utfallen bör tolkas med stor försiktighet och internationella inflationsjämförelser kommer att bli extra svåra att göra. Fortsatta svängningar i växelkursen kan också bidra till en ökad volatilitet i inflationen.

Riksbankens bedömning är att inflationen blir mycket låg i år. Dämpade energipriser, mer direkta effekter av pandemin och oväntat stora viktjusteringar bidrar till utvecklingen. Ett omslag till en högre inflationstakt väntas komma vid årsskiftet när dessa tillfälliga effekter klingar av.

Men krisen får också mer långtgående effekter på inflationen. Vissa av dem talar för att inflationen ska stiga, medan andra pekar i motsatt riktning. Dessa mekanismer har diskuterats i den internationella debatten de senaste månaderna.

Riksbankens sammanfattande bedömning är att den svaga efterfrågan och det låga resursutnyttjandet i Sverige och i omvärlden talar för ett dämpat inflationstryck under åren 2021–2023. Men det finns också ett antal faktorer som bedöms leda till en högre prisökningstakt under den senare delen av prognosperioden.

³⁹ Se S. Tenreyro (2020), "Monetary policy during pandemics: inflation before, during and after Covid-19", Tal, Bank of England.

⁴⁰ Se M. Wolf (2020), "Why inflation might follow the pandemic", Financial Times, 19/5 och C. Goodhart (2020), "Inflation after the pandemic: Theory and practice", VOX CEPR Policy Portal, 13/6.

⁴¹ Se O. Blanchard (2020), "Is there deflation or inflation in our future?", VOX CEPR Policy Portal, 24/5, J. Plender (2020) "Fears of Japanification spreading are misplaced", Financial Times, 22/5 och L. Pastor (2020), "Will COVID-19 be followed by inflation? An inter-generational transfer perspective", VOX CEPR Policy Portal, 12/6.

FÖRDJUPNING – Pandemins långsiktiga effekter på produktion och sysselsättning

Coronapandemin har på kort tid lett till en omfattande ekonomisk kris. Antalet företagskonkurser har stigit och den negativa effekten på arbetsmarknaden syns inte minst i historiskt höga nivåer på varsel om uppsägning och stort antal korttidspermitterade. Produktionen och sysselsättningen riskerar att påverkas negativt av pandemin även på längre sikt. Förändringarna i efterfrågan kan bli långvariga och dessutom brukar investeringarna minska under ekonomiska kriser, vilket har negativa effekter på produktionen och produktiviteten på sikt. Snabbare strukturomvandling under pandemin, exempelvis till följd av ökad digitalisering, kan höja produktiviteten, men det innebär också högre arbetslöshet under en tid eftersom arbetsmarknaden måste anpassa sig. Arbetslösheten kan dröja sig kvar på en hög nivå även efter att konjunkturen vänt. Långa perioder i arbetslöshet kan nämligen minska de arbetslösas kunskaper och förmågor, vilket gör det svårare för dem att hitta nya jobb när efterfrågan på arbetskraft har återhämtat sig. Olika policyåtgärder, exempelvis korttidspermitteringar och fler utbildningsplatser, håller nere arbetslösheten och minskar risken för långsiktiga negativa effekter. Men trots dessa bedöms tillväxtpotentialen i svensk ekonomi påverkas negativt av krisen.

Omfattande ekonomisk-politiska åtgärder för att mildra de negativa ekonomiska konsekvenserna

De restriktioner som har införts för att hindra spridningen av coronaviruset och människors förändrade beteende har fått stora ekonomiska konsekvenser på kort tid. Efterfrågan har minskat kraftigt inom många tjänstebranscher, men även inom industrin. Antalet konkurser har ökat (se diagram 3:40). Korttidspermitteringarna har blivit allt fler, men även varslen om uppsägningar och antalet nyinskrivna arbetslösa hos Arbetsförmedlingen har ökat (se diagram 3:22 och diagram 3:40).

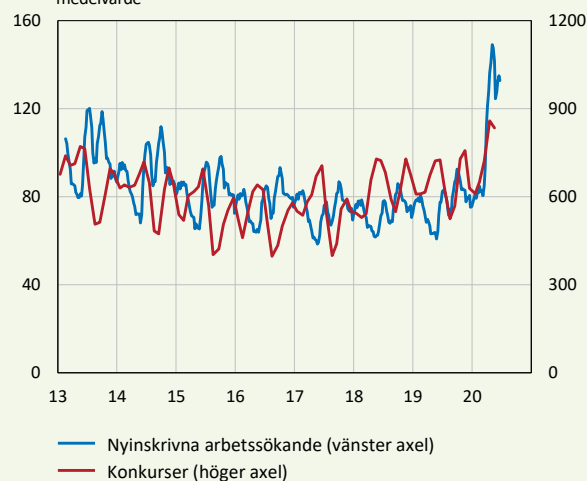
Regeringen har tillsammans med Riksbanken och andra myndigheter vidtagit omfattande åtgärder för att mildra de effekter som coronapandemin orsakar i den svenska ekonomin och för att underlätta återhämtningen när pandemin klingar av.⁴² Men trots detta väntas arbetsmarknaden påverkas kraftigt negativt en tid framöver, vilket också riskerar att föra med sig effekter på utvecklingen på lång sikt.

Djup ekonomisk kris kan ha långsiktiga effekter på arbetsmarknaden

Historiska erfarenheter visar att kraftiga fall i tillväxt och sysselsättning, likt det som sker nu, kan få långsiktiga effekter och att ekonomins tillväxtpotential därmed kan

Diagram 3:40. Nyinskrivna arbetsökande hos Arbetsförmedlingen och konkurser

Hundratals per vecka respektive antal per månad, 2 månaders glidande medelvärde



Källor: Arbetsförmedlingen och SCB

förändras. I normalfallet påverkas inte de långsiktiga nivåerna på arbetsmarknaden av konjunkturvariationer.⁴³

Men mycket djupa eller långvariga ekonomiska kriser kan minska den långsiktiga produktionen och sysselsättningen samt höja den långsiktiga arbetslösheten. Det beror på att djupa kriser kan förändra arbetsmarknadens sätt att fungera och att långa perioder av hög arbetslöshet kan leda

⁴² Se kapitel 1 för en beskrivning av Riksbankens åtgärder under pandemin. En fullständig beskrivning av regeringens krisåtgärder finns på regeringens hemsida <https://www.regeringen.se/regeringens-politik/regeringens-arbete-med-anledning-av-nya-coronaviruset/>.

⁴³ De långsiktigt hållbara nivåerna på arbetslöshet, sysselsättning och arbetskraftsdeltagande är de nivåer som bedöms vara möjliga att uppnå med rådande institutionella förhållanden, utan att ekonomin i övrigt hamnar i obalans. Det är en viktig del i konjunkturanalysen att bedöma hur den faktiska ekonomiska utvecklingen förhåller sig till vad som kan anses vara långsiktigt hållbart.

till så kallade persistenseffekter. Med det menas att arbetslösheten dröjer sig kvar på en hög 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. Det innebär att den långsiktiga sysselsättningsnivån blir lägre.

Korttidspermitteringar och andra stödåtgärder minskar persistenseffekterna, men i en stor kris är det oftast svårt att helt undvika dem oavsett vilka politikåtgärder som sätts in. Att coronakrisen är global ökar risken för långsiktiga effekter eftersom efterfrågan i omvärlden är viktig för ett litet exportberoende land som Sverige.

Varaktiga förändringar i produktionen och produktiviteten

Coronapandemin kan leda till långvariga förändringar i människors beteende. Till exempel kan det ta lång tid innan resandet, turismen eller konsumtionen av vissa tjänster och varor återgår till den nivå som gällde innan pandemin. Beteendeförändringarna kan också bli bestående, åtminstone i de fall där pandemin har förstärkt en redan pågående strukturomvandling.⁴⁴ Ett exempel på det är den ökade digitaliseringen av detaljhandeln där butiksförsäljningen till viss del har ersatts av internethandel. Digitaliseringen av detaljhandeln sker snabbare nu när människor inte handlar i butiker i samma utsträckning som tidigare. Det är troligt att mycket av den strukturomvandlingen skulle ha skett även utan pandemin, men då i en lugnare takt. Att strukturomvandlingen går snabbare kan innebära att produktiviteten höjs om det är de minst produktiva företagen som slås ut.

Under krisen har vissa företag upplevt störningar i globala leverans- och produktionskedjor vilket kan leda till att företagen nu omorganiserar sina värdekedjor och att viss produktion flyttas från utlandet till Sverige eller närliggande länder.⁴⁵ Om detta är en bestående beteendeförändring skulle det kunna öka efterfrågan på arbetskraft i Sverige. Produktiviteten bedöms dock påverkas negativt i ett sådant scenario eftersom företagen inte längre kan dra nytta av specialiseringen av arbetsuppgifter i globala värdekedjor.⁴⁶ Om produktiviteten sjunker kan det öka företagets investeringar i arbetsbesparande teknik på längre sikt, vilket kan minska deras efterfrågan på arbetskraft och öka produktiviteten igen.⁴⁷ Men det är vanligt att djupa

ekonomiska kriser får långvariga negativa effekter på produktiviteten eftersom riskviljan normalt minskar och orsakar stora nedgångar i investeringarna. Dessutom leder långvarigt hög arbetslöshet till att arbetskraften blir mindre produktiv.

Ökad strukturomvandling ger högre arbetslöshet under en tid

När strukturomvandlingen går snabbare ökar arbetslösheten under en tid. Anledningen är att det tar tid för de som förlorat sina jobb att hitta nya, särskilt om de nya jobben kräver en annan kompetens än vad de som blivit arbetslösa har. Ett tecken på att strukturomvandlingen går snabbare är att antalet konkurser har ökat (se diagram 3:40). Att strukturomvandlingen går snabbare samtidigt som efterfrågan på arbetskraft minskar i de flesta branscher ökar ytterligare risken för att långtidsarbetslösheten ska stiga.⁴⁸

För att undvika att arbetslösheten fastnar på en hög nivå under en lång tid är det viktigt att de som blivit uppsagda söker de jobb som finns och är beredda att byta yrke. Jobsökandet har minskat under coronapandemin, men det finns vissa tecken på att de arbetslösa har skiftat fokus och börjat söka sig till yrken som inte drabbats lika hårt och till arbeten som kan göras på distans.⁴⁹ Det visar att de arbets sökande i Sverige har omställningsförmåga, vilket är positivt för den långsiktiga sysselsättningen.

Grupper med svagare förankring på arbetsmarknaden drabbas hårdast i kriser

Hittills har de åtgärder som vidtagits för att mildra effekterna av pandemin på arbetsmarknaden huvudsakligen riktats mot personer som har relativt stabila anställningar och många visstidsanställda har förlorat jobbet.⁵⁰ Det är naturligt att skydda de mer stabila anställningarna eftersom man vill att företagen snabbt ska kunna återuppta sin produktion när efterfrågan kommer tillbaka. Men det är grupper som ska träda in på arbetsmarknaden, unga och utrikes födda, som drabbas hårdast. Inträdet på arbetsmarknaden försvåras under en kris och det har långvariga negativa effekter på individens sysselsättning och inkomster.⁵¹ Effekterna kan bli extra stora under coronakrisen eftersom branscher med ett stort antal inträdesjobb (detaljhandel, hotell och restaurang) har drabbats hårdast.⁵² Men det kan också vara så att återhämtningen

⁴⁴ Se exempelvis J. M. Barrero, N. Bloom och S. J. Davis (2020) "Covid-19 is also a reallocation shock", NBER working paper nr. 27 137.

⁴⁵ Se Riksbanken (2020), Företagsundersökning, maj, och B. Javorcik(2020), "Global supply chains will not be the same in the post-Covid-19 world", kapitel 8 i R. Baldwin och S. Evenett (ed.), Covid-19 and trade policy: Why turning inward won't work, VoxEU e-bok, CEPR Press.

⁴⁶ Se K. Kilikoch D. Marin (2020), "How COVID-19 is transforming the world economy", VoxEU.org.

⁴⁷ Efterfrågan på arbetskraft totalt sett behöver dock inte minska eftersom det på längre sikt brukar skapas nya jobb i andra delar av ekonomin.

⁴⁸ Se L. Hensvik och O. Nordström Skans (2020), "IZA Covid-19 crisis response monitoring: Sweden", maj 2020, IZA.

⁴⁹ Se L. Hensvik, T. Le Barbanchon och R. Rathelot (2020), "Job search during the COVID-19 crisis", IZA Discussion Paper 13237.

⁵⁰ Exempelvis korttidspermitteringar riktar sig mot tillsvidareanställda och personer med långa tidsbegränsade anställningskontrakt.

⁵¹ Se exempelvis M. Engdahl, M. Godard och O. Nordström Skans (2019), "Early Labor Market Prospects and Family Formation", IZA Discussion Paper 12092.

⁵² Se exempelvis P. Andersson Joona (2020), "Flyktning- och anhöriginvandrares väg till arbete, SNS-forskningsrapport och L. Hensvik och O. Nordström Skans (2020), "IZA Covid-19 crisis response monitoring: Sweden", maj 2020, IZA.

går snabbare när krisen är över eftersom dessa branscher även i normala tider är relativt dynamiska, har stor personalomsättning och förhållandevis låga krav på jobbspecifika kunskaper. Det kan därför vara lättare att återanställa personer i dessa branscher.

Det strukturella problemet på arbetsmarknaden, att många lågutbildade och utrikes födda har svårt att hitta jobb, kommer dock att kvarstå även efter coronakrisen. Det kan bli ännu svårare för dessa grupper att få fast förankring på arbetsmarknaden eftersom konkurrensen om jobben blir hårdare när arbetslösheten är högre.

Arbetskraftsdeltagande brukar minska i kriser

Djupa eller långvariga ekonomiska kriser brukar leda till att personer som varit utan arbete länge lämnar arbetskraften. Detta leder till lägre arbetslöshet men innebär också en lägre långsiktig sysselsättningsnivå.

Det spelar dock också roll vad personer gör när de lämnar arbetskraften. Många äldre som förlorar jobbet kan välja att lämna arbetskraften permanent genom att gå i pension. Men bland unga brukar fler välja att studera när efterfrågan på arbetskraft minskar och utbildningsplatserna utökas. Det leder till att arbetskraftsdeltagandet blir lägre under en period, men det kan vara positivt för både sysselsättningen och produktiviteten på lite sikt. Ju bättre man lyckas rikta utbildningsinsatserna mot bristyrken och de kunskaper som efterfrågas på arbetsmarknaden, desto större är de positiva effekterna.

Det ser idag ut att finnas en större efterfrågan på utbildningar med säkrare jobbutsikter. Exempelvis har ansökningarna till sjuksköterske- och civilingenjörsprogrammen ökat med 31 respektive 17 procent inför höstterminen 2020.⁵³

Coronakrisen bedöms leda till högre långsiktig arbetslöshet och lägre långsiktig sysselsättning

Utvecklingen på arbetsmarknaden har betydelse för penningpolitiken, både på kort och på lång sikt. Sysselsättningen och arbetslösheten påverkar lönebildningen och därmed inflationen. De långsiktiga nivåerna på arbetsmarknaden påverkar även utvecklingen av produktionen på lång sikt. De långsiktiga nivåerna går inte att observera direkt utan de måste bedömas utifrån resultat från modeller och indikatorer. Bedömningen är alltid osäker och osäkerheten är dessutom ännu större när ekonomin befinner sig långt ifrån balans, till exempel i djupa ekonomiska kriser.

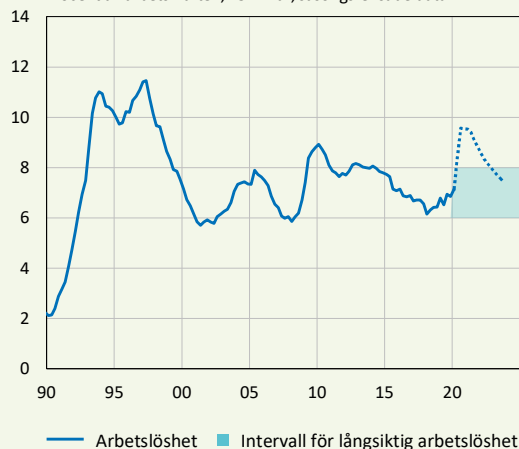
Riksbankens samlade bedömning är att coronakrisen kommer att påverka tillväxtpotentialen i svensk ekonomi negativt, även om det är svårt att avgöra hur stora effekterna kommer att bli. Det är extra svårt att bedöma hur

produktiviteten påverkas långsiktigt av krisen eftersom det inte finns någon samsyn i forskningen kring varför produktivitetstillväxten har varit svag sedan finanskrisen 2008.⁵⁴ Om digitaliseringen ökar och lågproduktiva företag slås ut till följd av pandemin kan den långsiktiga produktivitetstillväxten bli högre. Men minskad globalisering, minskade investeringar och långvarigt hög arbetslöshet tenderar samtidigt att minska produktiviteten. Riksbanken bedömer därför att det inte är möjligt att i dagsläget bedöma hur den långsiktiga produktivitetstillväxten påverkas av coronakrisen.

Riksbankens samlade bedömning för arbetsmarknaden är att krisen kommer att leda till lägre långsiktiga nivåer för antalet sysselsatta och arbetade timmar och till högre långsiktig arbetslöshet. Ökningen i arbetslösheten motverkas av att det långsiktiga arbetskraftsdeltagandet blir något lägre. Effekterna kommer dock inte att bli permanenta utan klingar av efter en tid. Hur stora varaktiga effekter coronakrisen till slut får på arbetsmarknaden beror på hur länge krisen varar och på vilka åtgärder som vidtas. Reformerna som bidrar till en mer inkluderande arbetsmarknad, högre rörlighet och möjligheter till utbildning och kompetensutveckling skulle kunna motverka de negativa effekterna. Riksbanken följer noga utvecklingen och ser över sina bedömningar när ny information kommer in. Med hänsyn tagen till bland annat effekterna av coronakrisen bedöms den långsiktiga arbetslösheten ligga i intervallet 6–8 procent (se diagram 3:41). Att den långsiktiga arbetslösheten bedöms vara relativt hög beror på att det finns strukturella problem på arbetsmarknaden, som kommer till uttryck i en bristfällig matchning av arbetslösa och lediga jobb. Arbetslösheten är till stor del koncentrerad till grupper med låg utbildningsnivå.

Diagram 3:41. Arbetslöshet och ett intervall för långsiktig arbetslöshet

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

⁵³ Universitets- och högskolerådet (2020), "Antagning till högre utbildning höstterminen 2020, statistik i samband med sista anmälningdagen".

⁵⁴ Se exempelvis Konjunkturinstitutet (2017), Lönebildningsrapporten 2017.

Tabeller

I april var läget så osäkert att Riksbanken inte publicerade någon prognos. Tabellerna nedan visar därför en jämförelse med bedömningen från den penningpolitiska rapporten i februari, inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2020 kv2	2020 kv3	2020 kv4	2021 kv3	2022 kv3	2023 kv3
Reporänta	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,08)	0,00

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2018	2019	2020	2021	2022
KPIF	2,1 (2,1)	1,7 (1,7)	0,4 (1,3)	1,4 (1,7)	1,4 (1,9)
KPIF exkl. energi	1,4 (1,4)	1,6 (1,6)	1,3 (1,8)	1,4 (1,8)	1,3 (2,0)
KPI	2,0 (2,0)	1,8 (1,8)	0,5 (1,4)	1,4 (1,8)	1,4 (2,1)
HIKP	2,0 (2,0)	1,7 (1,7)	0,5 (1,4)	1,4 (1,7)	1,4 (1,9)

Anm. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2018	2019	2020	2021	2022
Reporänta	-0,5 (-0,5)	-0,3 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,1)
10-årsränta	0,7 (0,7)	0,1 (0,1)	0,1 (0,2)	0,5 (0,6)	0,8 (1,0)
Växelkurs, KIX, 1992–11–18 = 100	117,6 (117,6)	122,1 (122,1)	120,6 (122,7)	118,5 (120,3)	116,0 (117,5)
Offentligt finansiellt sparande*	0,8 (0,8)	0,3 (0,3)	-6,6 (0,0)	-2,7 (-0,1)	-0,7 (-0,1)

* Procent av BNP.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2018	2019	2020	2021	2022
Euroområdet	0,11	0,49	1,9 (1,9)	1,2 (1,2)	-8,1 (1,1)	6,3 (1,4)	3,7 (1,3)
USA	0,15	0,08	2,9 (2,9)	2,3 (2,3)	-5,8 (1,8)	5,1 (1,9)	4,9 (1,8)
Japan	0,04	0,02	0,3 (0,3)	0,7 (1,0)	-5,0 (0,2)	2,9 (0,6)	1,5 (0,6)
Kina	0,19	0,09	6,6 (6,7)	6,1 (6,1)	0,6 (5,6)	10,2 (5,9)	5,8 (5,8)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,6 (2,6)	2,0 (2,0)	-6,3 (1,9)	5,9 (2,1)	4,4 (2,0)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,6 (3,6)	2,9 (3,0)	-3,2 (3,2)	6,3 (3,6)	4,4 (3,6)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2019 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2020. Prognosen för BNP i världen är baserad på IMF:s prognoser för PPP-vikter. Prognosen för KIX-vägd BNP baseras på ett antagande om att KIX-vikterna kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de senaste fem åren.

KPI	2018	2019	2020	2021	2022
Euroområdet (HIKP)	1,8 (1,8)	1,2 (1,2)	0,6 (1,2)	1,3 (1,3)	1,4 (1,6)
USA	2,4 (2,4)	1,8 (1,8)	0,9 (2,3)	1,6 (2,2)	2,0 (2,2)
Japan	1,0 (1,0)	0,5 (0,5)	-0,1 (0,7)	0,1 (0,8)	0,4 (0,9)
KIX-vägd	2,2 (2,2)	1,8 (1,8)	1,3 (1,9)	1,7 (1,9)	1,9 (2,1)

	2018	2019	2020	2021	2022
Styrränta i omvärlden, procent	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	-0,3 (0,0)	-0,4 (0,0)	-0,4 (0,0)
Råolja pris, USD/fat Brent	71,5 (71,5)	64,1 (64,1)	40,8 (59,9)	42,4 (56,7)	45,1 (55,7)
Svensk exportmarknad	3,8 (3,6)	2,4 (2,6)	-11,0 (3,0)	6,5 (3,3)	7,2 (3,3)

Anm. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av styrräntor i USA, euroområdet (EONIA), Norge och Storbritannien.

Källor: Eurostat, IMF, Intercontinental Exchange, nationella källor, OECD och Riksbanken

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2018	2019	2020	2021	2022
Hushållens konsumtion	1,8 (1,7)	1,2 (1,0)	-4,3 (1,9)	3,6 (1,8)	4,3 (2,0)
Offentlig konsumtion	0,8 (0,4)	0,3 (0,4)	0,5 (1,0)	1,6 (1,0)	1,4 (0,9)
Fasta bruttoinvesteringar	1,4 (4,2)	-1,3 (-1,3)	-7,7 (-0,2)	4,3 (1,7)	5,6 (2,5)
Lagerinvesteringar*	0,3 (0,4)	-0,1 (-0,3)	-0,8 (-0,5)	0,5 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	4,2 (3,2)	3,2 (4,5)	-11,3 (2,3)	5,5 (3,3)	7,9 (3,3)
Import	3,8 (3,6)	1,1 (1,9)	-12,3 (1,0)	6,0 (3,0)	7,6 (3,1)
BNP	2,0 (2,2)	1,2 (1,2)	-4,5 (1,3)	3,6 (1,8)	4,1 (2,0)
BNP, kalenderkorrigerad	2,1 (2,3)	1,2 (1,2)	-4,8 (1,0)	3,5 (1,6)	4,1 (2,0)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	1,4 (1,9)	0,3 (0,2)	-3,7 (1,1)	3,1 (1,5)	3,7 (1,8)
Nettoexport*	0,3 (-0,1)	1,0 (1,3)	0,0 (0,7)	0,0 (0,3)	0,4 (0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	2,4 (2,7)	4,1 (4,2)	4,5 (4,7)	4,2 (4,8)	4,3 (4,8)

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderkorrigerade, tillväxttakter, om ej annat anges. NR avser nationalräkenskaperna.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2018	2019	2020	2021	2022
Folkmängd, 15–74 år	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)
Potentiellt arbetade timmar	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)
Potentiell BNP	1,7 (1,9)	1,6 (1,8)	1,6 (1,7)	1,6 (1,7)	1,7 (1,7)
BNP, kalenderkorrigerad	2,1 (2,3)	1,2 (1,2)	-4,8 (1,0)	3,5 (1,6)	4,1 (2,0)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,8 (1,8)	-0,3 (0,1)	-5,0 (0,5)	2,9 (0,4)	2,2 (0,5)
Sysselsatta, 15–74 år	1,5 (1,5)	0,7 (0,7)	-2,1 (0,6)	-0,1 (0,3)	1,9 (0,5)
Arbetskraft, 15–74 år	1,1 (1,1)	1,1 (1,1)	-0,1 (0,8)	0,5 (0,4)	0,8 (0,5)
Arbetslöshet, 15–74 år*	6,3 (6,3)	6,8 (6,8)	8,7 (7,0)	9,2 (7,1)	8,3 (7,1)
BNP-gap**	1,4 (1,4)	0,9 (0,8)	-5,5 (0,2)	-3,7 (0,1)	-1,4 (0,4)
Tim-gap**	1,8 (1,8)	0,8 (1,1)	-5,1 (0,9)	-2,7 (0,7)	-1,1 (0,7)

* Procent av arbetskraften **Avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer, i procent

Anm. Med potentiellt arbetade timmar och potentiell BNP avses den långsiktigt hållbara nivån enligt Riksbankens bedömning.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2018	2019	2020	2021	2022
Timlön, KL	2,5 (2,5)	2,6 (2,6)	2,1 (2,8)	2,2 (3,0)	2,7 (3,1)
Timlön, NR	2,7 (2,8)	3,9 (3,6)	4,9 (3,0)	0,0 (3,0)	2,5 (3,1)
Arbetsgivaravgifter*	0,7 (0,7)	-0,1 (-0,2)	-1,1 (0,1)	1,1 (0,1)	0,0 (0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	3,4 (3,5)	3,8 (3,5)	3,7 (3,1)	1,1 (3,1)	2,5 (3,2)
Produktivitet	0,2 (0,5)	1,5 (1,1)	0,3 (0,6)	0,5 (1,2)	1,8 (1,5)
Arbetskostnad per producerad enhet	3,4 (3,2)	2,4 (2,3)	3,5 (2,5)	0,6 (1,9)	0,6 (1,7)

* Skillnad i ökningstakt mellan arbetskostnad per timme, NR och timlön, NR, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, sociala avgifter och löneskatter (arbetskostnadssumma) dividerad med antal arbetade timmar för anställda. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnadssumma dividerad med BNP i fast pris. Timlönerna enligt nationalräkenskaperna kan beräknas som lönesumman delat med antalet arbetade timmar. Möjligheten att korttidspermittenter innebär att det är möjligt för företagen att minska antalet timmar samtidigt som lönesumman inte kommer minska lika mycket. Detta betyder även att ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet stiger i år. Företagens kostnader bedöms dock öka långsammare än vad som kommer att synas i statistiken. Statistiken över löner och arbetskostnader från nationalräkenskaperna bedöms därför i högre grad spegla lönesumman utifrån löntagarnas perspektiv än företagens lönekostnader.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



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

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK.
ISSN 2000-1932 (online)