

# Penningpolitisk rapport

September 2020



Rättelse 22 september 2020

Felaktig siffra har rättats i marginalrutan på s. 35 i kapitel 3.

## 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.<sup>1</sup> 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 21 september 2020. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

---

<sup>1</sup> 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 – Penningpolitiskt stöd för ekonomisk återhämtning 5**

Världsekonomin har påbörjat återhämtningen, men risk för bakslag 5

Penningpolitik för ett fortsatt lågt ränteläge 8

Osäkerheten kvarstår – fortsatt beredskap att agera 11

**FÖRDJUPNING** – Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen 14

## **KAPITEL 2 – Stabilisering av finansiella förhållanden 18**

Återhämtning men osäkerhet kvarstår 18

## **KAPITEL 3 – Tydliga tecken på att återhämtningen fortsätter 25**

Pandemin har resulterat i kraftiga BNP-fall globalt 25

Svensk ekonomi har drabbats hårt 32

**FÖRDJUPNING** – Två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen 41

**Tabeller 45**



## KAPITEL 1 – Penningpolitiskt stöd för ekonomisk återhämtning

Coronapandemin har satt ett dramatiskt avtryck på den globala ekonomin i år, med kraftiga BNP-fall i länder världen över. Med stöd av omfattande ekonomisk-politiska stimulanser från regeringar och centralbanker har den ekonomiska återhämtningen påbörjats. Även om återhämtningen fortsätter de närmaste åren väntas effekten på den globala ekonomin bli långvarig och den fortsatta utvecklingen är kantad av nedåtrisker, på både kort och längre sikt.

Utfall och indikatorer pekar på att den svenska ekonomin har lämnat vårens akuta krisläge och nu börjat återhämta sig. Men det är en lång väg tillbaka och läget på arbetsmarknaden är bekymmersamt med hög arbetslöshet till följd av vårens kraftiga nedgång i den ekonomiska aktiviteten. De senaste månaderna har inflationen visserligen varit högre än väntat men sammantaget förefaller inflationen under 2020 ändå att bli låg. Det tar tid innan efterfrågan i ekonomin är tillbaka till en normal nivå, vilket bidrar till att det dröjer innan inflationen mer varaktigt åter är nära 2 procent.

För att fortsätta ge stöd till den ekonomiska utvecklingen och att inflationen på sikt stiger mot målet behöver penningpolitiken bidra till att kreditförsörjningen fungerar och att det allmänna ränteläget hålls nere även under kommande år. Direktionen bedömer att den kombination av åtgärder som Riksbanken har vidtagit under våren och sommaren är det mest verkningsfulla sättet att uppnå detta. Riksbanken fortsätter därför att genomföra omfattande tillgångsköp och erbjuda likviditet inom alla de program som lanserats hittills under året, och behåller reporäntan oförändrad på noll procent.

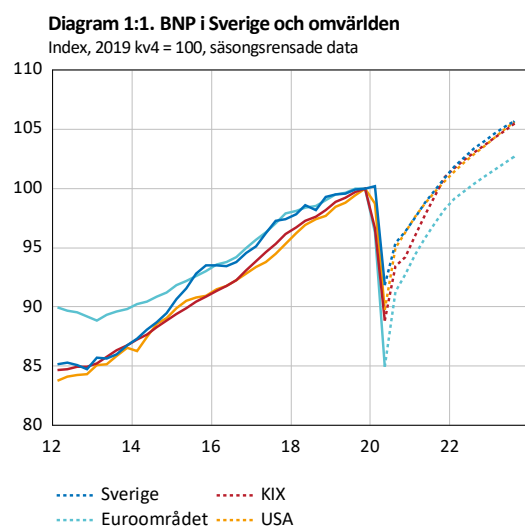
### Världsekonomin har påbörjat återhämtningen, men risk för bakslag

#### Lång väg tillbaka för den globala ekonomin

Pandemin har präglat den ekonomiska utvecklingen i år. De omfattande begränsningsåtgärderna för att bromsa smittspridningen och människors oro för att bli sjuka lamslog den ekonomiska aktiviteten i många länder världen över under våren, med kraftiga produktionsnedgångar som följd (se diagram 1:1).

På många håll lättade man successivt på begränsningsåtgärderna i början av sommaren när antalet nya fall av smittade hade gått ner till låga nivåer. Antalet nya registrerade fall har dock åter ökat, först i USA i mitten av juli och senare även i Europa. Även om det till stor del beror på att testningen för Covid-19 har utökats så är de nya utbrotten av smittspridning oroande. Ökningen av smittspridningen har inneburit att utfasningen av begränsningsåtgärderna bromsats upp (se diagram 1:2). Riksbankens huvudscenario baseras på att det dröjer till nästa år innan smittspridningen avtar och man åter kan se en tydlig trend nedåt i begränsningsåtgärderna.

Den ekonomiska återhämtningen – som på de flesta håll inleddes i maj – har fortsatt under sommaren, om än i långsammare takt. Utfallen visar att världshandeln och den globala industriproduktionen återhämtade sig tydligt i juni, även



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

Källor: Eurostat, nationella källor, SCB, U.S. Bureau of Economic Analysis och Riksbanken



om nivån fortfarande är betydligt lägre än före krisen. Om-sättningen i detaljhandeln i både USA och euroområdet befin-ner sig däremot nu på högre nivåer än innan krisen bröt ut. Olika realtidsindikatorer stödjer också bilden av att ned-gången var som störst i mars och april och att den ekono-miska aktiviteten därefter har vänt upp.

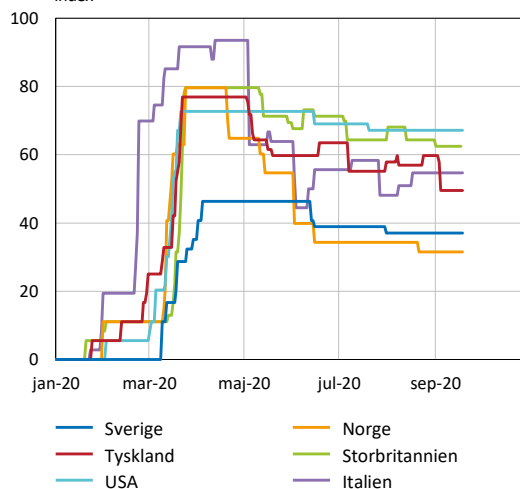
Men även om återhämtningen kommit igång är det up-penbart att BNP-nivån ligger långt under förkrisnivåer. De ekonomiska effekterna av krisen har varierat mellan olika sek-torer; vissa verksamheter har stängt ner och företag har sla-gits ut, medan andra har upplevt en ökad efterfrågan. Det är de branscher som mer direkt påverkas av begränsningarna av samhällslivet som har drabbats hårdast. Inom till exempel transport, hotell och restaurang, kultur och nöje, turism, rese-arrangemang och även delar av detaljhandeln – framför allt försäljningen av kläder och skor – väntas det ta tid innan om-sättningen har återhämtat sig. BNP-nivån kan även påverkas på längre sikt av strukturomvandlingar och förändringar i hus-hållens konsumtionsbeteende till följd av coronapandemin.

De kraftiga ekonomisk-politiska stimulanser som rege-riering och centralbanker har satt in är viktiga för den fortsatta återhämtningen i världsekonomin.<sup>2</sup> Ett uppdämt konsum-tions- och investeringsbehov i kombination med ett i utgångs-läget högt sparande hos hushållen bedöms också skapa förut-sättningar för uppgången. Men det väntas dröja till slutet av prognosperioden innan resursutnyttjandet når upp till unge-fär normala nivåer. Den fortsatta utvecklingen är kantad av konjunkturrisiker men också av en stor osäkerhet om vilka långsiktiga effekter pandemin kommer att få för världs-ekonomins tillväxtpotentialer. Det är dock ännu för tidigt att uttala sig om huruvida krisen kommer att föra med sig till ex-empel varaktigt lägre världshandel, en större andel långtidsar-betslösa och större försiktighet hos hushåll och företag.<sup>3</sup> I Riksbankens huvudscenario antas coronakrisen i viss utsträck-ning ha sådana varaktiga effekter på ekonomin. I fördjup-ningen "Två alternativa scenarier för den ekonomiska utveck-lingen" i kapitel 3 illustreras också ett sämre scenario som ger upphov till större varaktiga negativa effekter.

Den nedgång i efterfrågan som pandemin har orsakat har tillsammans med låga energipriser inneburit att den KIX-vägda inflationen i år väntas falla till drygt 1 procent. I takt med åter-hämtningen väntas inflationen stiga och 2022 bedöms den vara strax under 2 procent.

Situationen på de finansiella marknaderna har fortsatt att förbättras. Viktiga förklaringar till denna utveckling är den expansiva penningpolitiken i kombination med åtgärder från

Diagram 1:2. Mått på grad av statliga restriktioner för att dämpa smittspridning  
Index



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

<sup>2</sup> Se fördjupningen "Centralbankernas åtgärder" i Penningpolitisk rapport april 2020 samt marginalrutorna "Den svenska regeringens krisåtgärder" i Penningpolitisk rapport april 2020, "Finanspolitiska stödåtgärderna i omvärlden" i Penningpolitisk rapport juli 2020 och "Next Generation EU" i denna rapport.

<sup>3</sup> Oron för långsiktiga effekter av krisen diskuteras i många sammanhang. Vid Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole, augusti 2020 presenterades till exempel uppsatsen "Scarring Body and Mind: The Long-Term Belief-Scarring Effects of COVID-19" av Julian Kozlowski, Laura Veldkamp och Venky Venkateswaran.



regeringar och myndigheter runtom i världen. Aktiekurserna har stigit och räntorna på mer riskfyllda obligationer har fallit. Samtidigt har växelkursen för svenska kronan förstärkts, mot bakgrund av det förbättrade stämningsläget på de finansiella marknaderna.

### Från akut krisläge till gradvis återhämtning i svensk ekonomi

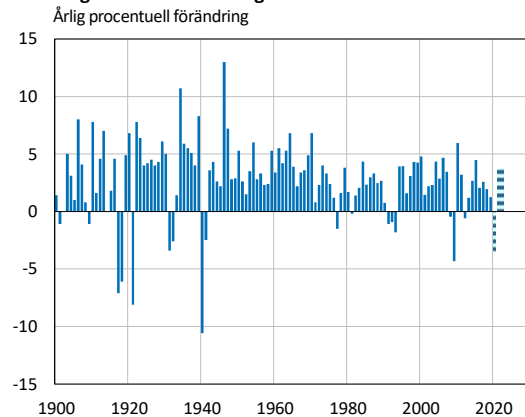
Krisens negativa effekter slog till med kraft i svensk ekonomi under andra kvartalet. BNP föll med 8,3 procent, vilket var den största nedgången i ett enskilt kvartal sedan 1980 då SCB:s kvartalsvisa BNP-mätningar startade. I jämförelse med flertalet andra europeiska länder och USA har dock nedgången under första halvåret varit något mindre i Sverige.

Indikatorer och statistik som går att följa på såväl dags- som vecko- och månadsbasis tyder på att ekonomin har börjat återhämta sig. I likhet med månadsstatistiken för hushållens konsumtion och utrikeshandeln visade SCB:s nya aktivitetsindikator en viss uppgång i den månatliga aktiviteten i svensk ekonomi i juni och juli, efter kraftiga fall i april och maj.<sup>4</sup> Konjunkturbarometern pekar på en viss återhämtning i företagens omsättning under juli, och statistik över korttransaktioner visar att konsumtionen ökat i juli och augusti.

Även om återhämtningen i BNP inledningsvis går snabbt innebär det kraftiga fallet att BNP-nivån inte ens i slutet av prognosperioden når upp till den trendmässiga utvecklingen som Riksbanken bedömde före pandemin. Svensk BNP väntas sammantaget falla med nästan 4 procent i år, vilket är i paritet med nedgången under finanskrisen (se diagram 1:3). I takt med att man lättar på restriktionerna framöver bedöms efterfrågan fortsätta att växa och BNP ökar med i genomsnitt 4 procent per år 2021 och 2022.

Coronakrisen har även satt tydliga spår på den svenska arbetsmarknaden. I våras, när många företag upplevde en dramatisk nedgång i efterfrågan, ökade antalet varsel om uppsägning dramatiskt. Dessutom blev många visstidsanställda uppsagda och arbetslösheten steg snabbt. Stödet för korttidspermitteringar har visserligen inneburit att många med fast anställning har kunnat behålla sina jobb även i verksamheter som har drabbats av produktionsstopp eller stora efterfrågefäll. Men läget är fortsatt bekymmersamt och i flera branscher är det osäkert hur många av de som har korttidspermitterats och/eller varslats som kommer att bli av med sina arbeten framöver. Även om situationen på arbetsmarknaden tycks ha stabiliserats under sommaren väntas arbetslösheten fortsätta att stiga något, mot bakgrund av en minskande sysselsättning under andra halvåret. I slutet av året bedöms arbetslösheten ha stigit till 9,6 procent trots att många förväntas lämna arbetskraften för exempelvis studier.

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

<sup>4</sup> För mer detaljer om SCB:s aktivitetsindikator se marginalrutan "Månadsindikatorer för att följa den ekonomiska aktiviteten" i kapitel 3.

### Låg inflation i spåren av coronakrisen

Riksbankens mått på underliggande inflation visar att den mer varaktiga inflationen (som ofta exkluderar till exempel energipriser) har varit relativt stabil i år. Medianen av de olika måtten uppgick till 1,6 procent i augusti (se diagram 1:4). De fallande el- och drivmedelspriserna har dock pressat ned KPIF-inflationen rejält under första halvåret. I augusti uppgick inflationen mätt med KPIF till 0,7 procent. Rensat för energipriserna uppgick inflationen till 1,4 procent (se diagram 1:5).

Pandemin har medfört att inflationsciffrorna har blivit mer volatila. Priserna på vissa tjänster, som till exempel utrikes resor och hyrbilar, har varit speciellt påverkade. En del av prisrörelserna har berott på faktiska prisförändringar, medan andra har varit ett resultat av tillfälligt ändrade mätmetoder (se marginalrutan "Tillfälliga effekter håller inflationen nere 2020" i kapitel 3).

De senaste månaderna har KPIF-inflationen visserligen varit högre än väntat men inflationen under 2020 väntas ändå bli låg. Under nästa år bedöms prisrörelser direkt relaterade till pandemin i mindre utsträckning störa inflationstalen. Energipriserna väntas fortsätta att stiga från dagens nivåer vilket ger ett positivt bidrag till KPIF-inflationen, medan förstärkningen av kronan bedöms ha en delvis motverkande effekt. I takt med att efterfrågan och inflationen i omvärlden stiger väntas även den svenska inflationen långsamt stiga. Men det tar tid innan resursutnyttjandet i ekonomin är tillbaka till en normal nivå vilket bidrar till att det också dröjer innan KPIF-inflationen mer varaktigt åter är nära 2 procent. Det är dock fortfarande svårt att veta hur krisen kommer att påverka inflationen på lite sikt. Pandemin har utlöst många strukturella förändringar som kan bidra till både högre och lägre inflation och osäkerheten kring inflationsprognosen är därför stor.<sup>5</sup>

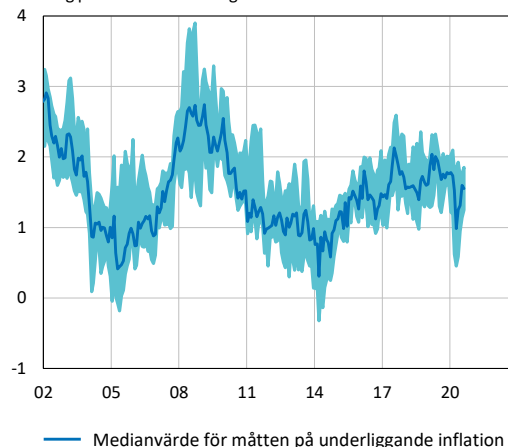
Om krisen också skulle trycka ner de mer långsiktiga inflationsförväntningarna riskerar den låga inflationen att bli mer långvarig. I takt med att inflationen har fallit har inflationsförväntningarna också sjunkit något det senaste året (se diagram 1:6). Men mot bakgrund av den dramatiska ekonomiska inbromsningen har nedgången i inflationsförväntningarna på längre sikt enligt både enkätundersökningar och marknadsprissättning än så länge varit liten och förväntningarna ligger fortfarande ganska nära 2 procent.

## Penningpolitik för ett fortsatt lågt ränteläge

Centralbanker världen över har agerat kraftfullt för att mildra de negativa ekonomiska konsekvenserna av pandemin och undvika att krisen förvärras via problem på de finansiella marknaderna. Centralbankernas styrräntor är nära noll procent och har kompletterats av andra penningpolitiska

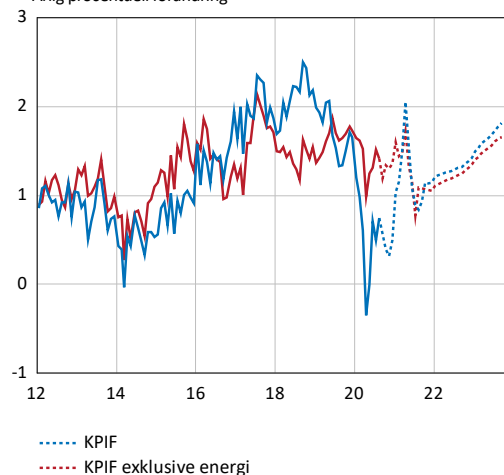
<sup>5</sup> Se till exempel fördjupningen "Inflationsutsikter under coronakrisen" i Penningpolitisk rapport juli 2020.

**Diagram 1:4. Olika mått på underliggande inflation**  
Årlig procentuell förändring



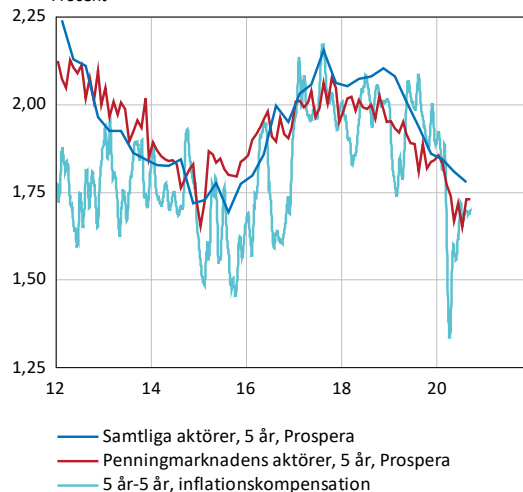
Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utslaget bland 7 olika mått på underliggande inflation: KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).  
Källor: SCB och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

**Diagram 1:5. KPIF och KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

**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

åtgärder. De åtgärder som centralbanker förfogar över vid sidan av styrräntan handlar om att utöka balansräkningen för att på så sätt underlätta kreditförsörjningen, pressa ner räntemarginaler och öka likviditeten i ekonomin genom att skapa ett överutbud av centralbankslikviditet.<sup>6</sup>

De monetära skyddsnet Riksbanken har tillhandahållit de senaste månaderna sammanfattas i tabell 1 nedan. De syftar till att hålla ränteläget lågt och bidra till en fungerande kreditförsörjning genom att stödja marknadernas sätt att fungera. På så sätt skapas förutsättningar för en god återhämtning i svensk ekonomi, vilket bidrar till att inflationen på sikt stiger mot målet. Programmet för företagsutlåning via penningpolitiska motparter omfattar 500 miljarder kronor, varav 164,5 miljarder hittills har utnyttjats. Ramen för Riksbankens tillgångsköp uppgår till 500 miljarder kronor och hittills har det sammanlagt genomförts köp för drygt 190 miljarder kronor i de olika tillgångsslagen.

Utvecklingen hittills tyder på att åtgärderna i stora drag har fungerat som det var tänkt. Räntorna till företag och hushåll har förblivit låga och kreditförsörjningen i ekonomin har fungerat väl (se fördjupningen "Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen"). Det ger stöd till den ekonomiska återhämtning som nu har påbörjats.

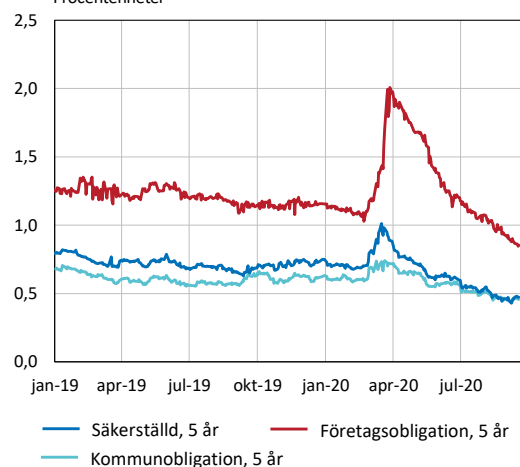
#### Riksbanken köper värdepapper och erbjuder likviditet

Sedan i juli har utvecklingen både globalt och i Sverige varit i linje med prognoserna som presenterades i den senaste penningpolitiska rapporten. Tillväxten i omvärlden har blivit något högre än väntat under sommaren, men samtidigt ser utvecklingen i vissa länder under hösten ut att bli något svagare. I Sverige har både BNP och arbetsmarknaden utvecklats lite starkare än väntat och även inflationen har blivit lite högre. Sammantaget är dock revideringarna av konjunktur- och inflationsutsikterna små.

De olika program som Riksbanken har lanserat sedan coronakrisen bröt ut har 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 pengar hos banker eller emittera obligationer har förbättrats jämfört med i mars.

Inflationen väntas stiga under prognosperioden även om krisens djup innebär att det tar det tid innan inflationen varaktigt bedöms vara tillbaka vid 2 procent. Den fortsatta utvecklingen är dock fortfarande kantad av nedåtrisker, på både kort och längre sikt, och stabiliteten på de finansiella marknaderna är beroende av stöd från centralbanker. För att fortsätta ge stöd till den ekonomiska utvecklingen behöver penningpolitiken bidra till att kreditförsörjningen fungerar och att det allmänna ränteläget hålls nere även under kommande

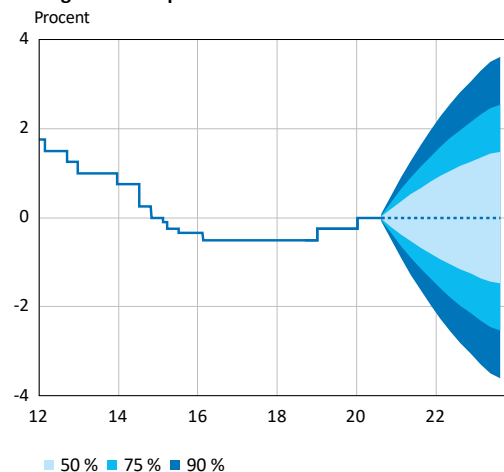
**Diagram 1:7. Ränteskillnaden mellan olika obligationslag och statsobligationer**  
Procentenheter



Anm. Nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Serien företagsobligation illustrerar en heterogen grupp av obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB.

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken

**Diagram 1:8. 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

<sup>6</sup> Även andra åtgärder som inte i sig ökar balansräkningen har vidtagits av Riksbanken i samma syfte. Riksbanken erbjuder till exempel lån till bankerna i veckovisa extraordinära marknadsoperationer och har sänkt räntan i den stående utlåningsfaciliteten och lättat på kraven på säkerheter vid lån till banker.

år. Direktionen bedömer att den kombination av åtgärder som Riksbanken har vidtagit under våren och sommaren är det mest verkningsfulla sättet att uppnå detta. Riksbanken fortsätter därför att genomföra tillgångsköp och erbjuda likviditet inom alla de program som lanserats hittills under året, och behåller reporäntan oförändrad på noll procent. Reporäntan väntas vara kvar på noll procent under hela prognosperioden (se diagram 1:8).

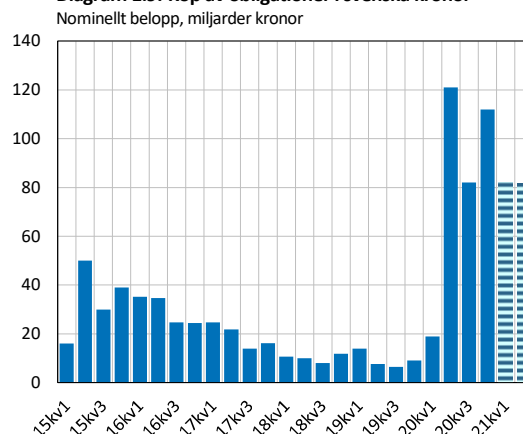
Med en ram om 500 miljarder kronor ska köpen av statsobligationer, säkerställda obligationer och kommunobligationer fortsätta under 2020 och första halvåret 2021 (se diagram 1:9). Vecka 38 inleddes köpen av företagsobligationer (se marginalrutan "Riksbankens köp av företagsobligationer"). I juli preciseras obligationsköpen för resterande delen av 2020. Hur fördelningen av köp mellan olika typer av obligationer kommer att se ut under första halvåret 2021 beslutas senare. Från och med andra halvåret 2021 antas storleken på innehavet upprätthållas genom att nya köp kompenserar för förfall i olika tillgångsslag (se diagram 1:10).

### Samspel mellan olika politikområden viktigt för att stödja den svenska ekonomin under återhämtningen

Regeringens, olika myndigheters och Riksbankens insatser syftar till att mildra krisen och skapa förutsättningar för en ekonomisk återhämtning. Genom att olika politikområden samverkar får åtgärderna sammantaget ett mer effektivt genomslag på ekonomin. I år har riksdagen fattat beslut om finanspolitiska åtgärder av historisk omfattning. Regeringens satsningar i kombination med kraftfulla automatiska stabilisatorer har bidragit till att begränsa BNP-fallet. Samtidigt har Riksbankens åtgärder hållit räntorna i ekonomin låga och underlättat kreditförsörjningen. Ett lågt ränteläge gör finanspolitiken extra verkningsfull.

Det kommer under lång tid att behövas ett omfattande ekonomisk-politiskt stöd för att föra ekonomin tillbaka mot ett mer normalt läge. Finanspolitiken har då en viktig roll att spela eftersom det inte är möjligt att enbart med penningpolitik snabbt återställa konjunkturläget. Finanspolitiska åtgärder kan till exempel på ett mer träffsäkert sätt riktas mot sektorer i ekonomin där problemen till följd av pandemin är särskilt stora. Eftersom den offentliga skuldsättningen är låg finns det goda förutsättningar för finanspolitiken att kraftigt stimulera efterfrågan. I budgetpropositionen presenterade regeringen åtgärder för nästa år som försvagar det finansiella sparandet med 105 miljarder kronor. Även det är mycket omfattande budgetåtgärder i ett historiskt perspektiv och en viktig faktor bakom den återhämtning som väntas ske 2021.

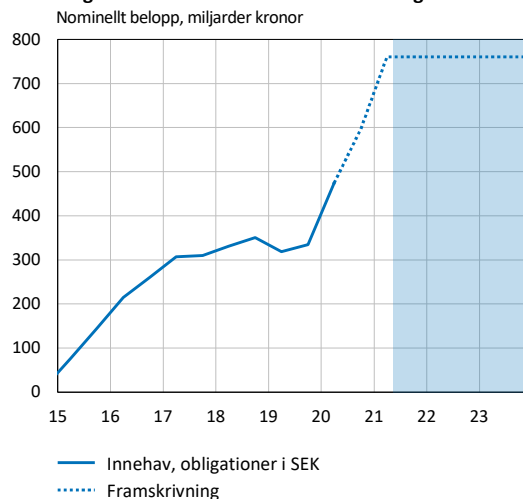
Diagram 1:9. Köp av obligationer i svenska kronor



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

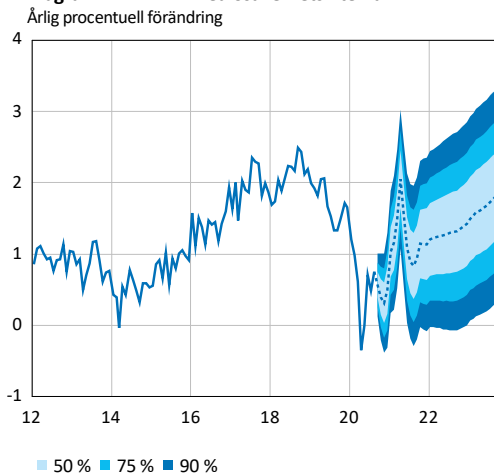
Diagram 1:10. Riksbankens innehav av obligationer



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 1:11. KPIF med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

## Osäkerheten kvarstår – fortsatt beredskap att agera

Det finns faktorer som skulle kunna leda till både högre och lägre inflation och som därmed gör Riksbankens prognos osäker (se diagram 1:11). Den ekonomiska utvecklingen i både omvärlden och Sverige de senaste månaderna har visserligen i stora drag blivit som Riksbanken förväntat sig och prognoserna är i stort sett oförändrade jämfört med julibedömningen. Men den stora osäkerhet som omgärdar huvudscenariot till följd av pandemin och dess ekonomiska konsekvenser på både kort och lång sikt kvarstår. Som illustration av denna osäkerhet presenteras ett mer optimistiskt och ett mer pessimistiskt scenario i fördjupningen ”Två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen” i kapitel 3.

Huvudscenariot utgår från att det kommer att finnas omfattande penningpolitiska stimulanser i form av låga räntor och en stor mängd likviditet i banksystemet under överskådlig tid.

I ett sämre scenario skulle behovet av stimulansåtgärder vara ännu större. Tillgångsköp och åtgärder för att främja kreditgivningen i ekonomin skulle då vara fortsatt viktiga verktyg för att ge kraftfullt stöd till ekonomin och inflationen om behovet ökar. Med en styrränta som redan är på noll procent är utrymmet för stora räntesänkningar begränsat. Det är dock inte uteslutet att reporäntan kan komma att sänkas om det bedöms vara verkningsfullt, särskilt om förtroendet för inflationsmålet skulle vara hotat. Flera faktorer som idag är svåra att bedöma kommer att avgöra om det är 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 krisens omständigheter som avgör vilken kombination av finans- och penningpolitik som är mest lämplig för att ge ekonomin det bästa stödet. Efterfrågan i ekonomin kan effektivt stötts med finanspolitik eftersom de offentliga finanserna är starka och ränteläget lågt. Penningpolitiken har goda möjligheter att hantera problem som kan uppstå på de finansiella marknaderna, till exempel försämrad kreditförsörjning eller stigande riskpremier som pressar upp sluträntor till hushåll och företag.

Ett mer optimistiskt scenario för den ekonomiska utvecklingen skulle sannolikt vara förknippat med snabbare prisökningar i Sverige och omvärlden. Det finns också andra faktorer, så som oväntat långvariga störningar till ekonomins utbudssida till följd av krisen, som skulle kunna leda till en påtagligt högre inflation än i Riksbankens huvudscenario. Men

### Riksbankens köp av företagsobligationer

Riksbanken har satt in ett stort antal åtgärder för att underlätta kreditförsörjningen till hushåll och företag, hålla räntorna nere och mildra de ekonomiska effekterna av coronapandemin. I mars beslutade direktionen att köpen av värdepapper också skulle omfatta certifikat och obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag. I juni specificerade direktionen att Riksbanken mellan den 1 september 2020 och 30 juni 2021 ska erbjuda sig att köpa företagsobligationer till ett nominellt belopp om 10 miljarder kronor.<sup>7</sup> I slutet av augusti beslutade direktionen om detaljerna kring köpen som sedan inleddes vecka 38.

I mars 2020 fungerade marknaden för företagsobligationer allt sämre. Problemen avtog efter att Riksbanken uttryckte sin avsikt att köpa obligationer. Även om marknaden nu fungerar bättre stärker köpen av företagsobligationer och företagscertifikat Riksbankens förmåga att kunna hantera en situation då kreditförsörjningen till företag återigen skulle försämrats.

Riksbanken kommer att köpa obligationer på andrahandsmarknaden av sina penningpolitiska motparter. Obligationerna som kan komma i fråga ska ha en återstående löptid på upp till fem år och ha ett kreditbetyg motsvarande Baa3/BBB- eller högre, utställt av de institut för kreditvärdering som Riksbanken använder sig av. Om det inte finns något kreditbetyg på värdepapperet används istället kreditbetyget på företaget som ger ut obligationen.

Köpen av obligationerna kan ske på olika sätt. För att etablera Riksbankens närvaro på marknaden kommer köpen inledningsvis att ske genom så kallade bilaterala förfaranden. Det är den vanligaste formen av köp på den svenska marknaden för företagsobligationer och innebär att Riksbanken vänder sig direkt till motparter för att genomföra köpen. I ett senare skede kan Riksbanken även köpa obligationerna via auktioner som banken genomför via anbuds förfaranden. Genom dessa två metoder har Riksbanken goda möjligheter att hantera omständigheter och källor till sämre likviditet som kan råda på marknaden vid olika köptillfällen. På sidan ”Köp av företagsobligationer” på Riksbankens webbplats kommer det veckovis att redovisas total köpt volym per vecka samt total köpt volym sedan köpen inleddes. Riksbankens totala innehav kommer att redovisas kvartalsvis. Även fördelningen av innehavet mellan olika sektorer och genomsnittlig återstående löptid kommer att redovisas kvartalsvis, med start från årsskiftet.

Ambitionen är att bygga upp ett innehav av företagsobligationer som proportionerligt speglar mängden värdepapper som omfattas av köpprogrammet. På så sätt kan köpen påverka marknaden på ett brett och marknadsneutralt sätt och få ett önskat penningpolitiskt genomslag.

Risker förknippade med hållbarhet kan påverka förutsättningarna för Riksbanken att fullgöra sitt uppdrag och arbete pågår för att utveckla metoder för att identifiera sådana risker. Inom ramen för köpen av företagsobligationer kan Riksbanken framöver komma att ta hänsyn till hållbarhet i valet av företagsobligationer. I takt med att data blir tillgängliga kommer Riksbanken också att mäta och redovisa utsläpp av växthusgaser från de företag vars obligationer finns i den portfölj som byggs upp.

Detaljer om Riksbankens köp av företagsobligationer finns i protokollsbilagan till direktionens beslut den 31 augusti 2020.

<sup>7</sup> Den svenska marknaden för företagsobligationer beskrivs översiktligt i en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i juli.

en inflation som överstiger målet under prognosperioden behöver inte vara ett skäl att på olika sätt göra penningpolitiken mindre expansiv. Efter en lång period med inflation under målet skulle en inflation som överstiger målet kunna bidra till att inflationsförväntningarna tydligare förankras nära 2 procent, och på så sätt vara bra för pris- och lönebildningen.

Kombinationen av lämpliga åtgärder utvärderas kontinuerligt av Riksbanken och kommer att anpassas till den ekonomiska utvecklingen. Vilka penningpolitiska åtgärder som vidtas är alltid en avvägning mellan de effekter man vill uppnå och de eventuella sidoeffekter som samtidigt kan uppstå.

Tabell 1:1. Riksbankens åtgärder under coronakrisen

Åtgärd	Omfattning	Hittills köpt/utnyttjat	Detaljer
Program för lån till banker för vidareutlåning till företag	Upp till 500 mdkr	164,5 mdr	Första beslutet 12 mars. Inleddes den 20 mars. Utvidgades till att även omfatta enskilda firmor den 6 april. Den 26 mars beslutades om tillfällig utökning av motpartskretsen. Den 30 juni förlängdes löptiden till upp till fyra år. Därutöver sänktes 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.
Ram för Riksbankens tillgångsköp	Upp till 500 mdr	190,4 mdr	Första beslutet 16 mars. Köpprogram förlängdes den 27 mars, 27 april, 15 maj och 30 juni. Programmet löper till 30 juni 2021. Omfattningen utökades från 300 mdr till 500 mdr den 30 juni.
Inom ramen: Köp av statsobligationer, kommunobligationer och säkerställda obligationer		Sammanlagt 188,8 mdr, varav 23,5 statsobligationer, 25,3 mdr kommunobligationer och 140 mdr säkerställda obligationer.	Köp av statsobligationer inleddes den 18 mars, köp av säkerställda obligationer inleddes den 25 mars, köp av kommunobligationer inleddes 28 april.
Inom ramen: Köp av företagspapper	Riksbanken erbjuder veckovisa köp av företagscertifikat upp till ett innehav om maximalt 32 miljarder kronor till 31 dec och köp av företagsobligationer för 10 miljarder till 30 juni 2020.	Innehav av företagscertifikat 1,48 mdr och 0,15 mdr företagsobligationer	Första beslutet 19 mars. Köp av företagscertifikat inleddes den 2 april. Beslut om förlängning av programmet den 3 april och 8 maj. Köp av företagsobligationer inleddes vecka 38.
Sänkt ränta i stående utlåningsfaciliteten	Sänkning från 0,75 till 0,10 procentenheter över reporäntan. På så vis skapas en snäv symmetrisk räntekorridor runt Riksbankens reporänta.		Beslut den 16 mars och 30 juni.
Veckovisa extraordinära marknadsoperationer för att öka tillgången på likviditet	Obegränsat	28,7 mdr	Första beslutet 16 mars. Lån mot säkerhet på tre månader. Påslaget på reporäntan om 0,20 procentenheter beslutades den 30 juni tas bort på dessa krediter. De erbjuds till rörlig ränta motsvarande Riksbankens reporänta. 30 juni beslutade Riksbanken även att inom denna ram erbjuda krediter med en löptid på sex månader.
Lättade krav på säkerheter för att låna hos Riksbanken	—		Den 19 mars beslutade Riksbanken att slopa de särskilda begränsningsreglerna för säkerställda obligationer fram till 30 december 2024.
Lån i amerikanska dollar	Upp till 60 mdr USD	USD 2 mdr	Första beslutet den 19 mars. Den 15 september beslutades att fortsätta erbjuda lån i dollar fram till 30 mars 2021.

Anm. Med kommunobligationer avses obligationer utgivna av svenska kommuner, regioner och Kommuninvest i Sverige AB. Hittills köpt/utnyttjat avser utnyttjande till och med den 18 september. Samtliga beslutsunderlag till de olika åtgärderna finns att läsa på Riksbankens hemsida <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/aktuellt-om-riksbanken-och-coronapandemin/riksbankens-atgarder-i-samband-med-coronapandemin/>.



## FÖRDJUPNING – Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen

I likhet med många andra centralbanker har Riksbanken under coronakrisen inriktat penningpolitiken på att se till att de räntor som företag och hushåll möter hålls låga och att kreditförsörjningen i ekonomin fungerar. Det skapar förutsättningar för en god återhämtning i svensk ekonomi, vilket bidrar till att inflationen på sikt stiger mot målet. Viktiga åtgärder som har vidtagits är köp av räntebärande papper av olika slag och lån till banker för vidareutlåning till företag. Utvecklingen hittills indikerar att åtgärderna i stora drag har fungerat som det var tänkt. Därutöver samverkar insatser inom andra politikområden med Riksbankens åtgärder för att upprätthålla kreditförsörjningen till de svenska företagen. Exempelvis gör statliga lånegarantier det lättare för i grunden sunda småföretag med likviditetsproblem att få tillgång till krediter.

### Turbulens på finansiella marknaderna i början av krisen

När coronakrisen bröt ut på allvar i våras uppstod en kraftig turbulens på de finansiella marknaderna i form av bland annat stora börsfall och mycket hög volatilitet. Eftersom krisen slog rakt mot intäkterna hos företagen, hamnade många av dem snabbt i svåra likviditetsproblem. Detta ökade också risken för deras finansiärer. Även hushållssektorn drabbades av fallande förmögenhetsvärden och en ökad arbetslöshet.

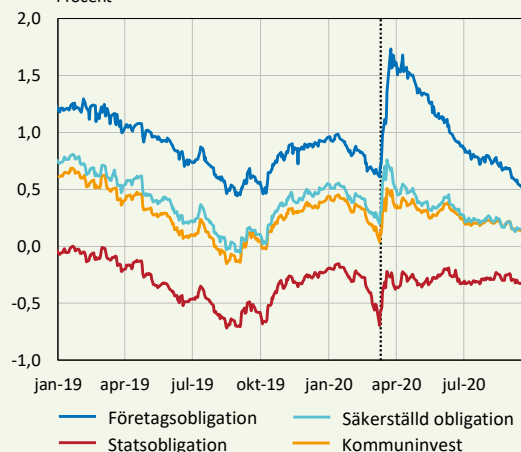
Marknadsräntorna och företagens tillgång till krediter påverkades därmed av den finansiella oron. En effekt blev en starkt ökad efterfrågan på likvida tillgångar – på engelska kallad *dash for cash*.<sup>8</sup> I synnerhet gällde detta säkra tillgångar i amerikanska dollar med kort löptid och centralbanksreserver.

Viljan att inneha räntepapper med lång löptid minskade hos många investerare. Räntorna på sådana papper steg i varierande utsträckning (se diagram 1:12).

Ju mer riskfyllda papper var, desto mer steg räntorna. Speciellt stora problem fick marknaderna för företagsobligationer och säkerställda obligationer. Räntan på företagsobligationer steg allra mest. Det hade flera orsaker. Eftersom coronakrisen försämrade många företags intjäningsförmåga ökade kreditrisken för innehavarna av de värdepapper som var utgivna av dessa företag, alltså risken för att inte få tillbaka de investerade pengarna. Det gjorde att den premie för kreditrisk som aktörerna kräver steg. Ytterligare en effekt blev att det i stort sett bara fanns säljare på marknaden, vilket gjorde att likviditeten försämrades påtagligt. De aktörer som trots allt ville köpa företagsobligationer krävde därför en högre likviditetspremie, som avspeglar att papperen kan bli svåra att omsätta

om de behöver säljas. Ett tecken på detta var att skillnaden mellan köp- och säljräntan, den så kallade bid/ask-spreaden, steg kraftigt (se diagram 1:13).<sup>9</sup>

Diagram 1:12. Räntor på svenska obligationer med 5 års löptid  
Procent



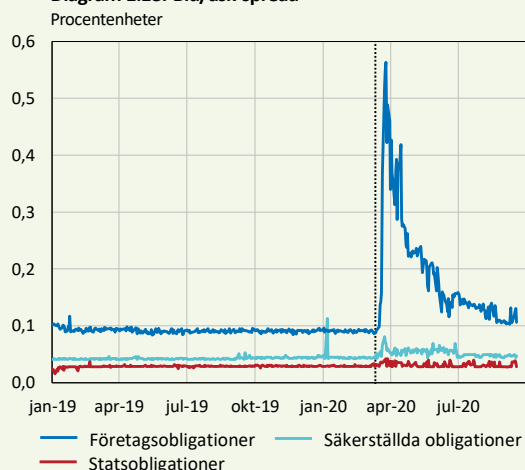
Anm. Nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Serien företagsobligation illustrerar en heterogen grupp av obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Den streckade vertikala linjen markerar den 11 mars,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

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken

<sup>8</sup> För en beskrivning av detta fenomen, se exempelvis "Interim Financial Stability Report, May 2020", Bank of England.

<sup>9</sup> Priset på obligationen förhåller sig omvänt till räntan; ju lägre pris, desto högre ränta.

Diagram 1:13. Bid/ask-spread



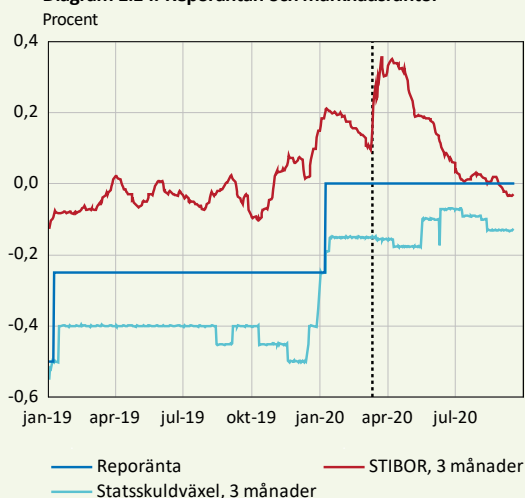
Anm. Den streckade vertikala linjen markerar den 11 mars, då WHO deklarerade att Covid-19 var en pandemi.

Källa: ASTRID (Reuters)

Många fonder som ägde företagsobligationer och hamnade i likviditetsproblem valde att sälja säkerställda obligationer, som var lättare att omsätta på marknaden. På så vis spred sig de stigande räntorna vidare från företagsobligationer till säkerställda obligationer.<sup>10</sup>

Den ökade oron på marknaden yttrade sig också i en skillnad mellan olika korta ränteplaceringar. Medan korta statspappersräntor sjönk något skedde en tydlig uppgång i interbankräntan, alltså den ränta som bankerna betalar för lån till varandra (se diagram 1:14).

Diagram 1:14. Reporäntan och marknadsräntor



Anm. Den streckade vertikala linjen markerar den 11 mars, då WHO deklarerade att Covid-19 var en pandemi.

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken

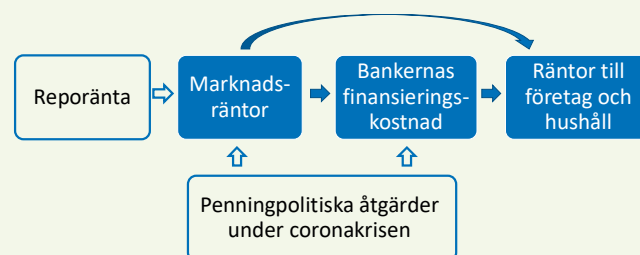
Sammanfattningsvis innebar det inledande skedet av coronakrisen en uppgång i räntorna på lån med längre löptid

och i premierna för räntepapper med högre risk. I en situation då många företag redan hamnat i akuta likviditetsproblem fanns det en risk för en tydlig kreditåtstramning i den svenska ekonomin, mot både hushåll och företag. En sådan utveckling hade kunnat förvärra krisen ytterligare. Därför vidtog Riksbanken åtgärder som bidrog till att hålla nere de räntor som de svenska företagen och hushållen mötte och som underlättade för bankerna att fortsätta att förse företagen och hushållen med krediter.

### Hur fungerar de penningpolitiska verktygen?

Diagram 1:15 beskriver förenklat hur olika penningpolitiska verktyg kan påverka ränteläget i Sverige. De blå boxarna i figuren illustrerar transmissionen från reporäntan till de räntor som företag och hushåll slutligen möter. De penningpolitiska verktyg som stått i fokus för Riksbankens del under coronakrisen kan stödja denna transmission, genom att direkt påverka olika led mellan reporäntan och slutliga räntor. Som vi kommer att se kan effektiviteten hos åtgärderna bero på de rådande omständigheterna.

Diagram 1:15. Effekten av penningpolitiska åtgärder på ränteläget i Sverige



*Köp av statsobligationer* syftar till att påverka längre räntor generellt i ekonomin genom en direkt effekt på statspappersräntorna. Via den så kallade signaleringskanalen kan köpen bidra till att signalera att reporäntan kommer att vara låg framöver. Och via den så kallade premiekanalen kan löptidspremien, alltså den extra avkastning som investerarna kräver för att hålla långa istället för korta räntepapper, falla. Detta beror på att Riksbanken genom sina köp minskar tillgången på obligationer på andrahandsmarknaden. I en orolig situation då placerare vill skifta sitt innehav från långa till korta räntepapper kan just denna premiekanal vara särskilt verkningsfull. Under förutsättning att likviditets- och kreditriskspremier inte förändras påtagligt sprider sig de lägre räntorna på statsobligationer vidare till övriga obligationsmarknader. Köp av statsobligationer har alltså ett brett genomslag på marknadsräntorna.

*Köp av kommunobligationer* påverkar längre marknadsräntor på ungefär samma sätt som köp av statsobligationer. Men kommunobligationerna har inte samma

<sup>10</sup> För en närmare beskrivning, se Finansiell stabilitet 2020:1, Sveriges riksbank.

ställning bland investerare som statspapper när det gäller risk och likviditet, vilket avspeglas i en något högre räntenivå (se diagram 1:12). Köpen kan ses som ett komplement till köp av statsobligationer för att påverka marknadsräntor och få ett brett genomslag i svensk ekonomi.

*Köp av säkerställda obligationer* påverkar räntorna på marknaden för dessa obligationer genom ungefär samma mekanismer som köp av statsobligationer. Effekten blir att den premie som investerarna vill betala, utöver räntan på statspapper, sjunker. Det kan vara särskilt betydelsefullt om det uppstår turbulens på de finansiella marknaderna. I och med att de svenska storbankerna finansierar en hel del av sin utlåning genom att emittera säkerställda obligationer har Riksbankens köp en direkt effekt på bankernas finansieringskostnader och i förlängningen också på slutliga räntor till hushåll och företag.

*Köp av företagspapper* i form av obligationer och certifikat kan vara speciellt verkningfulla i en stressad marknadssituation.<sup>11</sup> Eftersom den svenska andrahandsmarknaden är relativt liten och outvecklad och papperen är svåra att omsätta kan vetskapen om att Riksbanken är aktiv på marknaden minska den likviditetspremie som köpare av papperen kräver.<sup>12</sup> Svenska företag har historiskt främst finansierat sig via banklån. På senare år har dock marknadsfinansiering genom emission av företagspapper ökat kraftigt. Köp av företagspapper som genomförs av Riksbanken på andrahandsmarknaden syftar till att hålla kostnaden för företagets marknadsbaserade finansiering nere, vilket illustreras av den bågformade pilen i diagram 1:15 från marknadsräntor till slutliga räntor.

*Lån till banker för vidareutlåning till företag* syftar till att hålla bankernas lånevolym till företagen uppe, som ett ytterligare led i att upprätthålla kreditförsörjningen i ekonomin. Riksbanken lånar ut pengar till bankerna mot säkerheter, på villkor att de ökar sin utlåning till företagen. Villkoren är inte absoluta, utan räntan är extra låg om bankerna ökar företagsutlåningen.

#### **Ytterligare kompletterande åtgärder under krisen**

Utöver de ovan beskrivna åtgärderna har Riksbanken vidtagit ytterligare kompletterande åtgärder, genom att erbjuda bankerna likviditet, hålla deras finansieringskostnader nere och motverka stigande interbankräntor. Syftet har varit att undvika en kreditåttstramning i den svenska ekonomin och minska risken för att coronakrisen utvecklas till en finansiell kris. Riksbanken har erbjudit veckovisa extraordinära marknadsoperationer, i form av lån mot säkerhet på 3 respektive 6 månaders löptid till bankerna utan särskilda villkor för utlåning till företag, för att mer generellt hålla bankernas finansieringskostnader nere.

Dessutom har Riksbanken ändrat räntevillkoren i den stående utlåningsfaciliteten, vilket innebär att bankerna betalar en lägre ränta på lån över natten. Kraven på säkerheter vid lån till bankerna har också lättats på, genom att en större andel säkerställda obligationer godtas, inklusive sådana som getts ut av bankerna själva. På så vis kan bankerna låna mer hos Riksbanken.

Ytterligare en åtgärd som Riksbanken vidtagit är att erbjuda lån till bankerna i amerikanska dollar, som syftar till att säkra bankernas tillgång till likviditet i utländsk valuta men som även kan bidra till att hålla deras finansieringskostnader nere. Erbjudandet av en stor volym lån i amerikanska dollar har möjliggjorts genom ett så kallat swap-avtal med USA:s centralbank, Federal Reserve.

Tabell 1:1 innehåller en fullständig förteckning över de beslutade åtgärderna och i vilken omfattning de har utnyttjats hittills.

#### **Åtgärderna har hjälpt till att hålla ränteläget lågt och att stödja kreditförsörjningen**

Ett tecken på att åtgärderna har fungerat som det var tänkt är utvecklingen på obligationsmarknaden. Efter uppgången i mars har de långa marknadsräntorna för de mer riskfyllda tillgångsslagen sjunkit i Sverige (se diagram 1:12). Speciellt tydlig är nedgången på marknaden för företagsobligationer. Skillnaden mellan räntorna för köpare och säljare, bid/ask-spreaden, har sjunkit en hel del på denna marknad, vilket indikerar att en del av räntenedgången avspeglar en minskad likviditetspremie (se diagram 1:13). Statsobligationsräntorna har varit ungefär oförändrade jämfört med perioden före krisen (se diagram 1:12).

Sammantaget har den tydligaste effekten av Riksbankens obligationsköp varit minskade skillnader mellan övriga obligationsräntor och statspappersräntan.

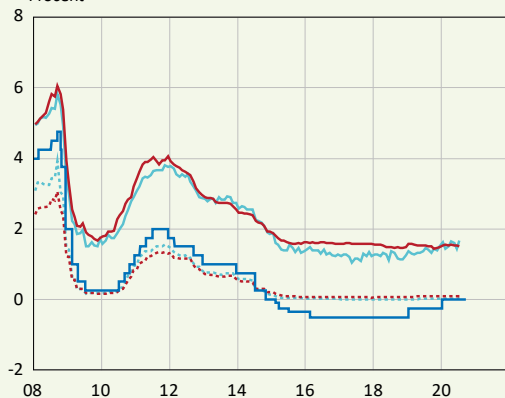
Även på penningmarknaden har Riksbankens åtgärder haft en tydlig effekt. Sedan krisens inledning har interbankräntan sjunkit påtagligt till en nivå nära eller något under reporäntan (se diagram 1:14).

Riksbankens åtgärder har alltså bidragit till att marknadsräntorna och bankernas finansieringskostnader hållits nere, vilket i slutänden kommit företagen och hushållen till del i form av låga låneräntor. Detta bekräftas av att de räntor som de svenska företagen och hushållen möter inte har förändrats nämnvärt sedan krisens inledning (se diagram 1:16). Det stödjer den ekonomiska återhämtningen och bidrar till att inflationen på sikt stiger mot målet.

<sup>11</sup> Företagspapper som vid emissionstillfället har en kortare löptid än 1 år kallas certifikat. Om löptiden är längre än så kallas de obligationer.

<sup>12</sup> Se fördjupningen "Den svenska marknaden för företagsobligationer" i Penningpolitisk rapport, juli 2020, Sveriges riksbank.

**Diagram 1:16. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya och omförhandlade lån**  
Procent



— Reporänta  
— Utlåningsränta, hushåll för bostadsändamål  
... Inlåningsränta, hushåll  
— Utlåningsränta, icke-finansiella företag  
... Inlåningsränta, icke-finansiella företag

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

Källor: SCB och Riksbanken

Som vi såg tidigare har räntorna på företagsobligationer sjunkit tillbaka påtagligt, vilket har bidragit till att hålla nere kostnaderna för företagens marknadsbaserade finansiering (se diagram 1:12). Det finns också tecken på att åtgärderna har bidragit till att hålla kreditförsörjningen igång i den svenska ekonomin. Den totala utlåningen till hushåll och företag har utvecklats stabilt genom krisen (se diagram 1:17).

**Diagram 1:17. Hushållens och företagens upplåning**  
Årlig procentuell förändring



— Hushåll, lån från MFI  
— Företag, lån från MFI

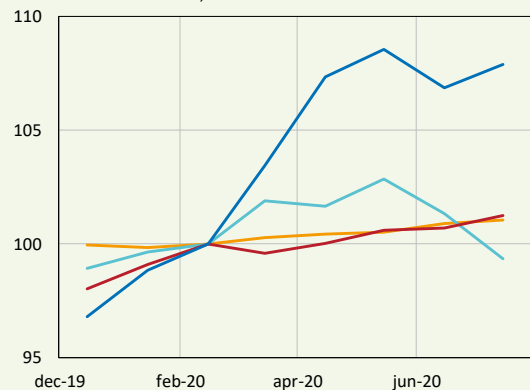
Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån.

Källa: SCB

### Insatser inom andra politikområden viktiga för att upprätthålla kreditförsörjningen till svenska företag

Riksbankens utlåning till banker för vidareutlåning till företag inkluderar alla icke-finansiella företag och enskilda firmor. Riksbanken har även utvidgat kretsen av motparter, vilket gör att mindre banker som främst har små- och medelstora företag som kunder har möjlighet att låna hos Riksbanken för vidareutlåning till företag. Det är dock tydligt att bankernas utlåning i första hand har ökat till de större företagen (se diagram 1:18).

**Diagram 1:18. Bankutlåning till svenska företag**  
Utestående banklån, index februari 2020 = 100



— Stora företag — Medelstora och små företag  
— Mikroföretag — Bostadsrättsföreningar

Källa: KRITA (SCB)

Utlåningen till mindre företag, den grupp av företag som hamnat i störst problem med sin likviditetsförsörjning, har inte ökat i samma utsträckning. Det finns flera tänkbara förklaringar till det.<sup>13</sup> För det första kan efterfrågan på krediter hos dessa företag ha varit låg eftersom det är förknippat med risker att belåna sig ännu mer. Och för det andra kan bankernas benägenhet att låna ut pengar till dessa företag av olika skäl ha varit begränsad.

Att livskraftiga små och medelstora företag med likviditetsproblem också kan få tillgång till krediter kan underlättas exempelvis genom att staten går in och garanterar en del av bankernas lån till dessa företag. Sådana program har redan lanserats av regeringen och Riksgälden och samverkar med Riksbankens åtgärder när det gäller kreditförsörjningen till de svenska företagen.

<sup>13</sup> Se E. Frohm, J. Grip, D. Hansson och S. Wollert, "Tudelad kreditutveckling under coronapandemin", Ekonomiska kommentarer nr. 6 2020, Sveriges riksbank.

## KAPITEL 2 – Stabilisering av finansiella förhållanden

De ekonomiska konsekvenserna av pandemin har fortsatt att påverka utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i juli. Den ekonomiska återhämtningen under sommaren speglas i en förbättrad situation på de finansiella marknaderna. Till bilden hör att den fortsatt mycket expansiva penningpolitiken samt åtgärder från myndigheter runt om i världen bidrar till en återhämtning i de finansiella förhållandena, både i Sverige och globalt. Det förbättrade stämmningsläget har bidragit till stigande aktiekurser och sjunkande ränteskillnader mellan riskfyllda och mer säkra tillgångar. I Sverige har ränteläget förblivit lågt och företagens finansieringssituation har förbättrats. Den svenska kronan har fortsatt att förstärkas något sedan den penningpolitiska rapporten i juli, pådriven av det förbättrade stämmningsläget på de finansiella marknaderna. Läget på de finansiella marknaderna är fortsatt känsligt för pandemins effekter och betingat av ländernas mycket omfattande ekonomisk-politiska åtgärder.

### Återhämtning men osäkerhet kvarstår

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har under våren och sommaren dominerats av pandemin och dess konsekvenser för den globala ekonomin. Under mars föll aktiepriserna världen över och skillnaderna mellan räntorna på riskfyllda och mer säkra tillgångar ökade. På flera marknader syntes tydliga tecken på ett nedsatt funktionssätt. Till exempel steg skillnaden mellan köp- och säljpriser på många marknader.<sup>14</sup> Olika penning- och finanspolitiska åtgärdsprogram har sedan bidragit till en återhämtning på marknaderna under sommaren. Men även om de finansiella förhållandena och marknadernas funktionssätt har förbättrats sedan mars och april bedöms läget på de finansiella marknaderna fortsatt vara känsligt för pandemins effekter och betingat av att centralbankerna och andra myndigheter fortsätter att stödja kreditförsörjningen och den ekonomiska återhämtningen.

Att aktiepriserna har stigit och räntorna på obligationsmarknaderna har fallit är de främsta bidragande orsakerna till att de finansiella förhållandena i både omvärlden och Sverige förbättrats sedan det penningpolitiska beskedet i juli. Det låga ränteläget, som exempelvis fångas av faktorerna *Obligationsmarknad* och *Penningmarknad* i diagram 2:1, är den huvudsakliga förklaringen till att de finansiella förhållandena i Sverige bedöms vara expansiva. Sedan årsskiftet har den svenska kronan stärkts, vilket inneburit att kronans bidrag till att göra de finansiella förhållandena expansiva har minskat.<sup>15</sup>

#### Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i juli

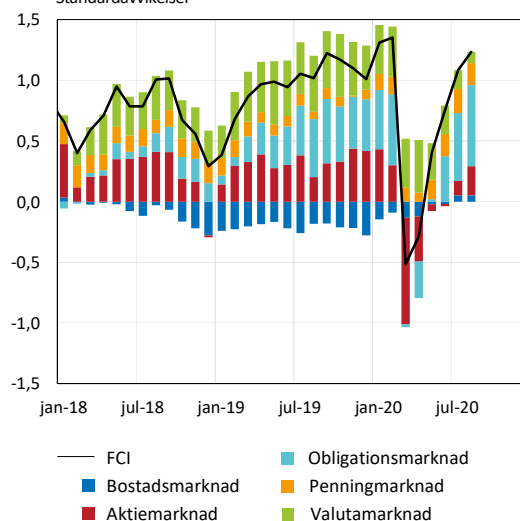
Aktiepriserna i Sverige och omvärlden har stigit.

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

Företagens finansieringssituation har förbättrats.

Kronan har förstärkts i takt med att stämmningsläget på finansiella marknader har förbättrats globalt.

Diagram 2:1. Index för finansiella förhållanden, FCI  
Standardavvikelser



Anm. Högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden.

Källa: Riksbanken

<sup>14</sup> Se till exempel *Penningpolitisk rapport*, april 2020. Sveriges riksbank.

<sup>15</sup> 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.



### Fortsatt mycket expansiv penningpolitik globalt

Under krisen har många centralbanker runt om i världen vidtagit kraftfulla åtgärder för stabilisera de finansiella marknaderna i syfte att hålla ränteläget lågt och stödja kreditförsörjningen till hushåll och företag. Styrräntor i många länder är nära noll procent och storskaliga köp av finansiella tillgångar och utlåningsprogram, som syftar till att stimulera bankers utlåning till hushåll och icke-finansiella företag, har inletts. De penningpolitiska åtgärderna som har satts in innebär att många centralbankers balansräkningar växer snabbt (se diagram 2:2).

Den europeiska centralbanken, ECB, har inletts flera olika åtgärdsprogram, bland annat ett särskilt program för att köpa tillgångar för 1 350 miljarder euro (PEPP). I slutet av augusti hade ECB köpt statsobligationer, företagspapper och säkerställda obligationer till ett värde av drygt 500 miljarder euro inom ramen för PEPP. ECB har dessutom utökat sina sedan tidigare aktiva program för tillgångsköp (APP) och utlåning till hushåll och företag via bankerna (TLTRO-III).<sup>16</sup> Den största delen av APP köptes före pandemin, men av det totala innehavet på cirka 2 800 miljarder euro har cirka 200 miljarder köpts sedan slutet av februari.<sup>17</sup> TLTRO-III är en serie av kvartalsvisa riktade utlåningsoperationer. I den första omgången sedan pandemin bröt ut lånade bankerna drygt 1 300 miljarder euro i TLTRO-III. Detta kan jämföras med ungefär 100 miljarder euro totalt i de tre omgångarna av utlåning före pandemin.

Vid sitt penningpolitiska möte i september lämnade ECB de åtgärder som beslutats om tidigare oförändrade.

Även den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, har inletts omfattande köp av tillgångar samt öppnat flera utlåningsprogram och faciliteter som syftar till att stödja kreditförsörjningen till hushåll och företag. Liksom ECB har Federal Reserve köpt en stor del av sitt tillgångsinnehav före pandemin, men det totala innehavet har sedan februari stigit med cirka 2 500 miljarder dollar till nuvarande cirka 6 300 miljarder dollar. Majoriteten av dessa innehav består av statsobligationer och säkerställda obligationer, men i sina utlåningsfaciliteter har centralbanken även köpt bland annat företagspapper och kommunala obligationer.<sup>18</sup> I mars sänkte Federal Reserve intervallet för styrräntan till 0–0,25 procent. Vid sitt penningpolitiska möte i september lämnade Federal Reserve de åtgärder som beslutats om tidigare oförändrade och indikerade att styrräntan kommer att ligga nära noll procent en lång tid framöver.

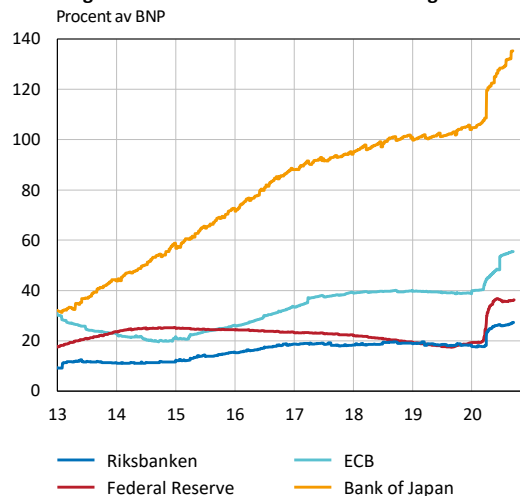
<sup>16</sup> PEPP står för Pandemic emergency purchase programme, APP står för Asset purchase programme, TLTRO står för Targeted longer-term refinancing operations.

<sup>17</sup> Statistik över ECBs tillgångsköp och utlåningsprogram finns tillgängligt på ECBs hemsida: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html>.

<sup>18</sup> Dokumentet finns publicerat på Feds hemsida: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>

<sup>19</sup> Statistik över Federal Reserves tillgångsköp och utlåningsprogram finns tillgängligt på Federal Reserves hemsida: <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/>

Diagram 2:2. Centralbankernas balansräkningar



Källa: Macrobond

### Federal Reserves nya penningpolitiska strategi

Vid den amerikanska centralbankens (Federal Reserve, Fed) årliga konferens i Jackson Hole, USA, presenterade ordförande Jerome Powell resultat från det senaste 1,5 årets översyn av centralbankens penningpolitiska ramverk. Ledamöterna i Feds policykommitté, FOMC, var eniga i beslutet om ett reviderat policydokument: "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy".<sup>18</sup> Även fortsättningsvis handlar Feds penningpolitiska mandat om att främja både full sysselsättning (eng. maximum employment) och prisstabilitet, och justeringarna handlar endast om strategin för att uppnå målen.

I det nya policydokumentet betonas full sysselsättning som ett brett, inkluderande mål. De penningpolitiska besluten ska baseras på en bedömning av i vilken utsträckning den faktiska sysselsättningen *underskrider* full sysselsättning (tidigare formulerade man sig kring *avvikelser* från full sysselsättning). På så sätt uttrycker man nu synen att en arbetsmarknad nära full sysselsättning kan upprätthållas utan att nödvändigtvis orsaka snabbt stigande inflation och därmed behov av stramare penningpolitik.

När det gäller prisstabilitet lanserades Flexible Average Inflation Targeting (FAIT). Det innebär att Fed ska sträva efter att uppnå målet på 2 procents inflation *i genomsnitt över tid*, där tidsperioden inte är preciserad. I dokumentet konstateras att strategin innebär att efter perioder med inflation som understigit 2 procent kommer penningpolitiken sträva efter att inflationen ska överstiga inflationsmålet en tid.

I den uppdaterade strategin poängterar man också att lågräntemiljön innebär en penningpolitisk utmaning för Fed, liksom för andra centralbanker världen över, då sannolikheten att styrräntor slår i den effektiva nedre gränsen har ökat jämfört med tidigare.

Framöver planerar Fed att vart femte år genomföra en översyn av den penningpolitiska strategin, dess verktyg och kommunikation.

Federal Reserve har även presenterat resultatet av en omfattande översyn av centralbankens penningpolitiska ramverk. Bland annat kommer de härfter att sträva efter att uppnå målet på 2 procents inflation i *genomsnitt* beräknat över en längre tidsperiod (se marginalrutan "Federal Reserves nya penningpolitiska strategi").

### Stabilisering på penning- och statsobligationsmarknaderna

En stor del av de svenska bankernas finansiering sker i andra valutor än svenska kronor, framför allt i amerikanska dollar och euro. Genom olika finansiella kontrakt omvandlar bankerna en del av denna utländska finansiering till svenska kronor. Kostnaden för bankerna att erhålla kronfinansiering på detta sätt kan illustreras av så kallade implicita SEK-räntor (se diagram 2:3). I mars steg efterfrågan på amerikanska dollar snabbt vilket bidrog till stigande räntor på de internationella penningmarknaderna. I samband med detta steg även de implicita SEK-räntorna. När bankernas tillgång till utländsk valuta förbättrades, sjönk de implicita SEK-räntorna tillbaka till nivåerna före krisen.

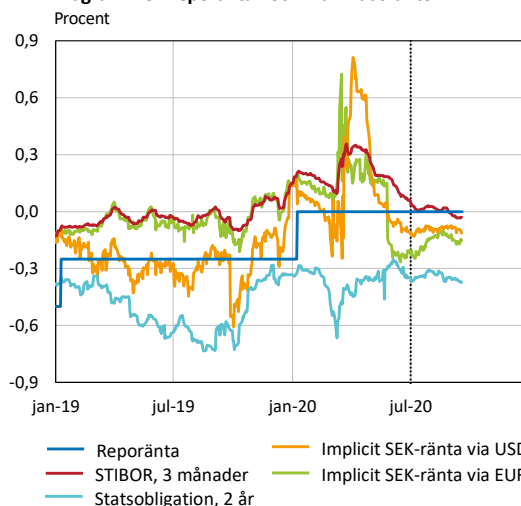
Dessa räntor är även av betydelse för bankerna när de beräknar STIBOR, räntan på interbanklån utan säkerhet i svenska kronor. Även STIBOR steg under mars, men har liksom de implicita SEK-räntorna sjunkit sedan dess och ligger för närvarande på lägre nivåer än före pandemin (se diagram 2:3). Svenska interbankräntor på upp till tre månaders löptid är för närvarande lägre än reporäntan, vilket delvis också är en följd av Riksbankens likviditetsfrämjande åtgärder.

Räntorna på svenska statsobligationer är ungefär oförändrade sedan det penningpolitiska beskedet i juli (se diagram 2:3 och diagram 2:4). Även räntorna på statsobligationer i omvärlden är relativt oförändrade jämfört med i juli. Statsobligationsräntorna i såväl Sverige som omvärlden är fortsatt låga i ett historiskt perspektiv, vilket 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 (se fördjupningen "Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen").

Vid krisens början steg statsobligationsräntorna i vissa länder, som Italien, Portugal och Spanien (se diagram 2:5). Detta berodde sannolikt på marknadsaktörernas oro för höga offentliga skuldnivåer och för staternas framtida betalningsförmåga. Med större risker såväl på finansiella marknader som för de realekonomiska utsikterna i de europeiska ekonomierna stiger även riskerna för det finansiella systemet i dessa länder. De europeiska bankernas redan sedan tidigare låga lönsamhet kommer sannolikt att påverkas negativt av högre kreditförluster, samtidigt som bankernas marginaler pressas av långvarigt låga räntor och strukturella utmaningar.

Under sommaren har emellertid såväl ränteskillnaderna mellan europiska statsobligationer som kostnaderna för att försäkra sig mot kreditförluster i europeiska banker sjunkit

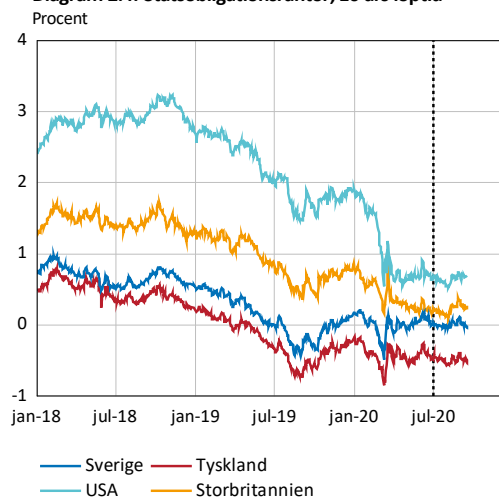
Diagram 2:3. Reporäntan och marknadsräntor



Anm. Nollkupongränta med 2 års löptid beräknad från statsobligationer. De implicita SEK-räntorna beräknas med spot- och terminsväxelkurser samt 3-månadersräntor (EURIBOR och USD LIBOR) och uppfyller, per konstruktion, det täckte ränteparitetsvillkoret. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken

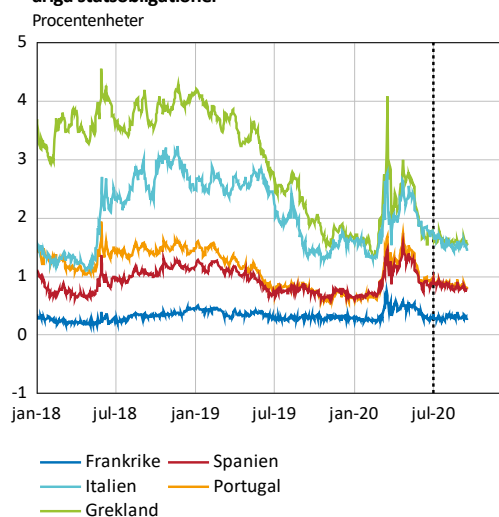
Diagram 2:4. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



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 juni.

Källor: Nationella centralbanker, US Treasury och Riksbanken

Diagram 2:5. Ränteskillnaden mellan europeiska och tyska 10-åriga statsobligationer



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

Källa: Macrobond



successivt och närmar sig nivåerna före pandemin. EU-ländernas överenskommelse om ett finanspolitiskt stödpaket, där delar av åtgärderna ska finansieras genom EU-gemensamma obligationer, bidrog till denna utveckling (se marginalrutan "Next Generation EU" i kapitel 3 för mer detaljer om EU:s finanspolitiska stödpaket).

### Räntorna på riskfyllda obligationer har fallit

Kombinerade finans- och penningpolitiska åtgärder ger stöd till att möjliggöra en förhållandevis snabb makroekonomisk återhämtning och därigenom en förbättring av stämningläget bland de finansiella aktörerna. Till följd av detta har räntorna på företagsobligationer sjunkit i omvärlden sedan den inledande uppgången i mars (se diagram 2:6).

Skillnaden mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer reflekterar risk- och likviditetspremier på kreditmarknaderna. Dessa premier steg kraftigt under krisens inledning, även för likvida obligationer emitterade av företag med god kreditvärdighet. Efter att centralbankerna och andra myndigheter satt in kraftfulla åtgärder har premierna återgått till låga nivåer.

Även om likviditeten och marknadernas sätt att fungera har förbättrats påtagligt sedan mars och april är läget på de finansiella marknaderna fortsatt känsligt för pandemins effekter och betingat av fortsatt omfattande ekonomisk-politiska åtgärder.

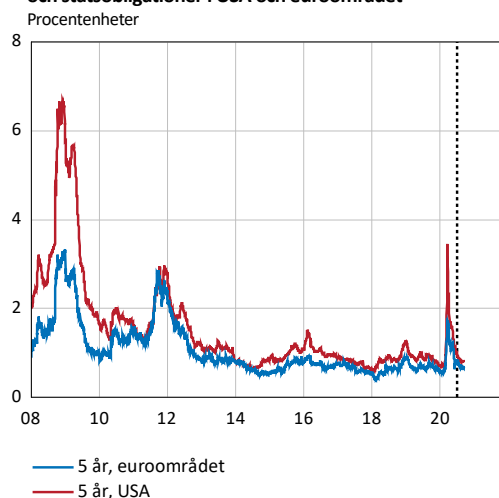
På de svenska marknaderna för mer riskfyllda obligationer har det skett en liknande utveckling. Ränteskillnaden mellan statsobligationer och såväl säkerställda obligationer som företagsobligationer och kommunobligationer har minskat från nivåerna under mars och ligger nu på lägre nivåer än i början av året (se diagram 2:7). Riksbankens tillgångsköp, både annonserade och påbörjade, har bidragit till det låga ränteläget på såväl mer säkra som riskfyllda obligationsmarknader (se rutan "Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen").

### Återhämtning på aktiemarknaderna

Efter att ha stigit kraftigt under april och återtagit stora delar av de kraftiga fallen från februari och mars har aktiepriserna, framför allt i USA, stigit ytterligare under sommaren. Flera av de stora aktieindexen i USA har återtagit nedgången i samband med coronakrisen (se diagram 2:8).

Även i Sverige har aktieprisindex återhämtat sig snabbt och är nu tillbaka runt de nivåer som rådde vid årsskiftet. Uppgången på aktiemarknaderna indikerar att marknadsaktörerna har blivit mindre pessimistiska om den framtida makroekonomiska utvecklingen, och förväntar sig att ekonomisk-politiska åtgärder ska bidra till en snabb återhämtning. Investerarnas förväntningar om att det låga ränteläget kommer att fortsätta råda en lång tid framöver bidrar också till högre värderingar på börser världen över.

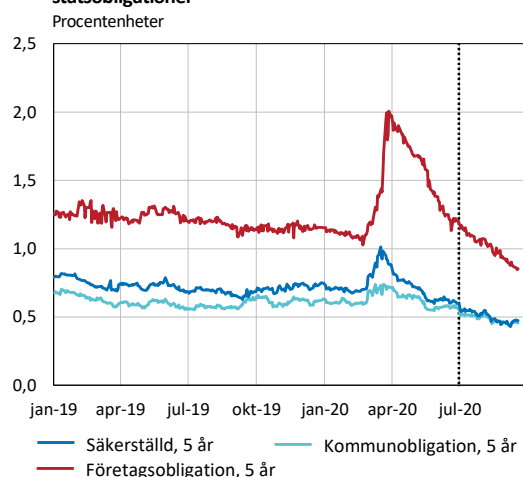
**Diagram 2:6. Skillnad mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer i USA och euroområdet**



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

Källa: Macrobond

**Diagram 2:7. Ränteskillnaden mellan olika obligationsslag och statsobligationer**



Anm. Nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Serien företagsobligation illustrerar en heterogen grupp av obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är utgivna av Kommuninvest. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken

Det finns dock märkbara skillnader i återhämtningen mellan de olika sektorerna som ingår i indexen. Aktier i teknologibolag och bolag som arbetar med internetbaserad handel har till exempel stigit kraftigt i pris sedan våren medan andra sektorer, exempelvis de hårt drabbade hotell- och flygbranscherna, ligger långt under nivåerna före krisen.

De europeiska aktiemarknaderna har inte återhämtat sig i samma utsträckning som de amerikanska eller svenska, och inte heller det breda indexet för tillväxtmarknader (MSCI).

Osäkerheten kring den framtida ekonomiska utvecklingen är fortsatt stor och läget på aktiemarknaderna är känsligt för pandemins effekter. De höga värderingarna på aktiemarknaderna innebär en ökad risk för stora nedgångar i aktiepriser, vilket i sin tur kan leda till en förvärrad ekonomisk utveckling. Under september månad började aktiepriserna åter falla, framför allt i USA. Nedgångarna var allra tydligast i teknologisektorn och de företag vars aktier stigit särskilt mycket i värde under sommaren.

### God finansieringssituation för de svenska bankerna

I takt med att läget på de globala penningmarknaderna har förbättrats har de svenska bankernas finansieringskostnader minskat, vilket syns bland annat på STIBOR och de implicita SEK-räntorna, som har sjunkit till lägre nivåer än före pandemin (se diagram 2:3).

Räntorna på säkerställda obligationer har också sjunkit tillbaka och ränteskillnaden mot statsobligationer är i nuläget lägre än före pandemin, något som Riksbankens köp av säkerställda obligationer bidragit till (se diagram 2:7). Om den ekonomiska krisen som följt av pandemin blir utdragen ökar dock riskerna för den finansiella stabiliteten. Kreditförlusterna i banksektorn riskerar då att öka i en sådan utsträckning att bankerna kan få problem med att upprätthålla kreditförsörjningen. Detta speglas i att kostnaden för investerare att försäkra sig mot kreditrisker i svenska banker inte fullt ut har återgått till normala nivåer.

### Förbättrad finansieringssituation för företag

Svenska icke-finansiella företag finansierar sig huvudsakligen via banklån, även om marknadsfinansieringen under senare år har vuxit till ungefär en tredjedel av den totala låneskulden.

Under mars och april steg företagens kostnad för marknadsfinansiering kraftigt. Anledningen var att investerarna krävde mer kompensation för att köpa obligationerna när likviditets- och kreditrisken ökade i samband med krisen. Efter att Riksbanken och andra myndigheter satt in åtgärder för att stödja kreditförsörjningen till företagen har räntorna på företagsobligationer sjunkit och ränteskillnaderna mot statsobligationer är nu på lägre nivåer än före krisen (se diagram 2:7).

Mängden emitterade företagsobligationer och framför allt företagscertifikat har emellertid fallit jämfört med före krisen och har delvis ersatts av upplåning från bankerna. Sedan det

Diagram 2:8. Börsutveckling i inhemsk valuta

Index, 2018-01-02 = 100



— Sverige (OMXS)  
— Europa (EuroStoxx)  
— USA (S&P 500)  
— Tillväxtmarknader (MSCI)

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

Källa: Macrobond

penningpolitiska mötet i juli har emissionsvolymerna stigit, men nivån är fortsatt lägre än före pandemin.

Även bankerna blir i osäkra tider mindre villiga att låna ut pengar till företag. Efter att ha stigit något under de inledande månaderna av krisen sjönk dock räntan på utestående banklån till icke-finansiella företag från juni till juli (se diagram 2:9). Räntorna sjönk för företag i samtliga storlekskategorier.<sup>20</sup>

I enkätundersökningar finns dock fortfarande tecken på att företagen upplever sin finansieringssituation som mer ansträngd än före krisen. I Konjunkturinstitutets undersökning har till exempel andelen företag som anser att det är svårare eller avsevärt svårare att finansiera verksamheten ökat jämfört med före pandemin. I undersökningen för juli var det emellertid en lägre andel än i juni som ansåg att det var svårare än normalt att få finansiering, och en högre andel som ansåg att finansieringssituationen var normal.

Bankutlåningen till icke-finansiella företag har också ökat i något snabbare takt sedan årsskiftet (se diagram 2:11). Sammantaget verkar finansieringssituationen för svenska företag ha förbättrats under sommaren. Riksbanken följer noggrant utvecklingen av företagens finansieringsmöjligheter.<sup>21</sup>

Den genomsnittliga utlåningsräntan till hushållen har varit mycket stabil under krisen (se diagram 2:10). I genomsnitt var räntan från banker och andra monetära finansinstitut ungefär 1,5 procent i juli, vilket innebär en närmast oförändrad nivå jämfört med både juni och sedan årsskiftet. Tillväxttakten i utlåningsvolymerna för bostadslån var 5,4 procent i juli, vilket är en oförändrad tillväxttakt jämfört med månaden innan och marginellt högre än i början av året (se diagram 2:11).

### Inflationsförväntningar nära nivåerna före pandemin

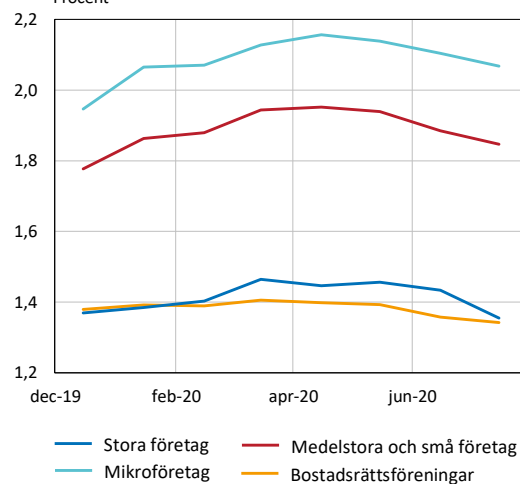
Marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar föll tydligt i USA och euroområdet under mars men har sedan dess närmat sig de nivåer som rådde innan pandemin bröt ut (se diagram 2:12). Utvecklingen är i linje med den för enkätbaserade inflationsförväntningar. Efter att Federal Reserve infört ett nytt inflationsmål (se marginalrutan "Federal Reserves nya penningpolitiska ramverk") steg dock de marknadsbaserade måtten i USA märkbart.

I Sverige har olika mått på inflationsförväntningar varit relativt oförändrade under sommaren. Enligt Kantar Sifo Prosperas undersökning i september förväntar sig aktörerna på penningmarknaden en högre inflation de kommande åren jämfört med vad de gjorde vid det penningpolitiska mötet i juli.

<sup>20</sup> I diagram 2:10 illustreras den genomsnittliga utlåningsräntan för nya och omförhandlade lån till icke-finansiella företag. Denna ränta steg något i juli jämfört med juni och skiljer sig därför mot förändringen i räntorna i diagram 2:9. Räntorna i diagram 2:9 avser utestående lån medan räntorna i diagram 2:10 endast avser ny och omförhandlad utlåning. Det är också värt att notera att utlåningsräntan till icke-finansiella företag i diagram 2:10 historiskt sett är relativt volatil och att den är nära nivån före pandemin.

<sup>21</sup> För ytterligare analys av företagens finansieringssituation se E. Frohm, J. Grip, D. Hansson, och S. Wollert, "Företagens tillgång till extern finansiering" *Ekonomisk kommentar* juni 2020, Sveriges Riksbank.

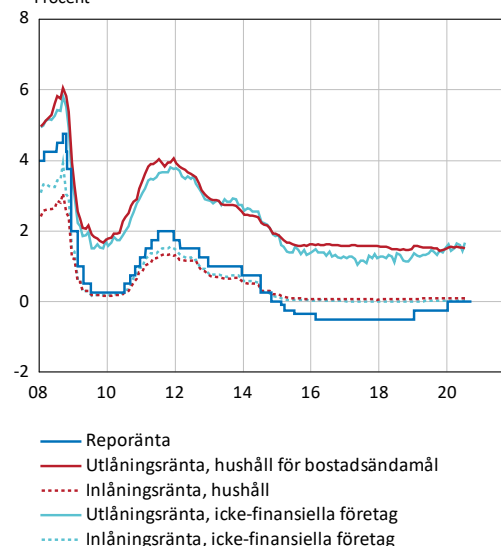
**Diagram 2:9. Räntor på banklån uppdelat på företagsstorlek**  
Procent



Anm. Avser utestående lån i samtliga valutor. Räntan avser volymviktat medelvärde.

Källa: KRITA (SCB)

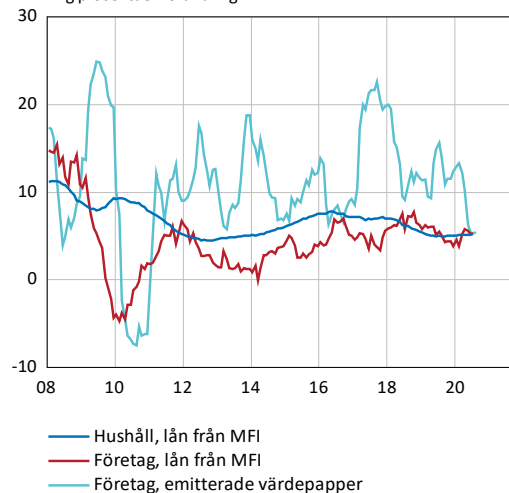
**Diagram 2:10. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya och omförhandlade lån**  
Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:11. Hushållens och företagens upplåning**  
Årlig procentuell förändring



Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån. Icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade.

Källa: SCB

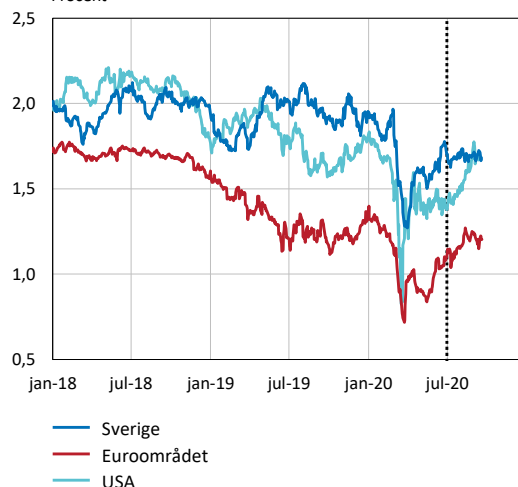
### Starkare krona drivs främst av globalt risksentiment

Kronan har förstärkts påtagligt sedan april mätt enligt det handelsviktade kronindexet KIX (se diagram 2:13). Förstärkningen följer på den försvagning som skedde under den inledande fasen av pandemin. Liksom tidigare under året har kronan i stor utsträckning påverkats av utsikterna i världsekonomin och osäkerheten på de finansiella marknaderna. Det förbättrade stämningläget som syns på de finansiella marknaderna har också sammanfallit med att kronan förstärkts.

En av de valutor som kronan stärkts mest emot är den amerikanska dollarn, som försvagats påtagligt mot många valutor under samma period. I motsats till den svenska kronan brukar den amerikanska dollarn förstärkas under oroliga perioder, då marknadsaktörerna föredrar säkra tillgångar. De finansiella förhållandena i världen har förbättrats under sommaren och detta har inneburit att den höga efterfrågan på dollar har dämpats, vilket sannolikt har bidragit till att dollarn försvagats mot bland annat euron och den svenska kronan. Därtill är dollarförsvagningen också en följd av att Federal Reserve satt in kraftfulla likviditetsfrämjande åtgärder och räntesänkningar. Dollarn och flera andra valutor som är tätt sammankopplade med dollarn ingår i det handelsviktade indexet KIX, och dess försvagning kan därför förklara en del av kronans förstärkning.

Sedan årsskiftet har kronan emellertid även stärkts mot de flesta övriga valutor som ingår i KIX-indexet. Under våren har styrräntan i flera länder sänkts så att skillnaden gentemot Sverige har minskat. Detta har bidragit till att kronan förstärkts mot dessa länders valutor. Kronan är på sin starkaste nivå i handelsviktade termer sedan början av 2018.

Diagram 2:12. Marknadsmått på långsiktiga inflationsförväntningar  
Procent



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 inflationssvappar och avser HIKP. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:13. 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 juni.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

## KAPITEL 3 – Tydliga tecken på att återhämtningen fortsätter

Coronapandemin fortsätter att sätta stora avtryck på utvecklingen i världsekonomin. Begränsningarna av samhällslivet för att minska smittspridningen, och ändrat beteende hos hushåll och företag, har inneburit stora fall i BNP globalt. Återhämtningen inleddes i maj och har fortsatt under sommaren, om än i långsammare takt. I Riksbankens huvudscenario antas att begränsningarna förblir relativt oförändrade under resten av året, men att man kan se en tydlig trend nedåt i dem under 2021. Återhämtningen i världsekonomin kan därmed fortsätta även om det tar till slutet av nästa år innan BNP är tillbaka på samma nivå som före krisen. Bedömningen är dock präglad av stor osäkerhet om pandemins utveckling.

Under andra kvartalet föll svensk BNP med 8,3 procent jämfört med första kvartalet. Det var den största nedgången under ett enskilt kvartal sedan 1980 då SCB:s kvartalsdata startar. Indikatorer och högfrekvent statistisk tyder dock på att ekonomin har börjat återhämta sig. I takt med att restriktionerna lättas bedöms efterfrågan växa snabbt och BNP väntas öka med i genomsnitt nästan 4 procent per år 2021 och 2022. Pandemin har även satt sina spår på arbetsmarknaden. I våras ökade antalet varsel om uppsägning dramatiskt och många anställda permitterades. Under sommaren har dock antalet varsel varit betydligt lägre och situationen på arbetsmarknaden tycks ha stabiliserats något. Mot bakgrund av vårens varselvåg och fortsatt svag efterfrågan väntas arbetslösheten ändå fortsätta att stiga i år och nå cirka 9,5 procent i slutet av året. Fallande energipriser, men också andra tillfälliga effekter, har pressat ned inflationen rejält det första halvåret. Coronakrisen har bidragit till att inflationen blivit mer volatil och tjänstepriserna har varit speciellt påverkade. Under 2021 väntas inflationen stiga men uppgången dämpas bland annat av en något starkare krona. I takt med att restriktionerna lättas och efterfrågan återhämtar sig stiger inflationen långsamt mot målet.

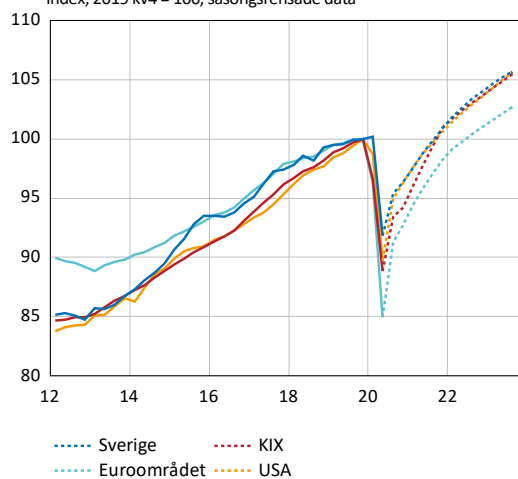
### Pandemin har resulterat i kraftiga BNP-fall globalt

Coronapandemin har resulterat i en kraftig inbromsning i världsekonomin och BNP har fallit snabbt (se diagram 3:1). Pandemin har framför allt lett till stora nedgångar i privat konsumtion och investeringar. Världshandeln, den globala industriproduktionen och detaljhandeln såg stora fall i mars och april (se diagram 3:6 och 3:7).

Begränsningsåtgärderna för att dämpa smittspridningen, var som störst i april. Därefter minskade antalet nya registrerade fall av smittade framför allt i Europa, vilket resulterade i mindre omfattande restriktioner (se diagram 3:3). Det möjliggör återhämtningen i världsekonomin. En ny ökning i antalet fall, först i USA i juli och lite senare även i Europa, begränsar dock troligtvis möjligheterna att lätta ytterligare på restriktionerna under resten av året. Det håller tillbaka tillväxten något. Vissa tillväxtekonomier, exempelvis Indien och Brasilien, som ligger i en senare fas av smittspridningen, har fortfarande höga smittotal och samhällslivet begränsas i stor utsträckning och därmed även den ekonomiska tillväxten.

Diagram 3:1. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



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

Källor: Eurostat, SCB, U.S. Bureau of Economic Analysis och Riksbanken

Även i Sverige har den ekonomiska aktiviteten fallit under första halvåret i år. Fallet är ungefär av samma storleksordning som i de andra nordiska länderna men mindre än de flesta länder i övriga Europa (se diagram 3:2). Att fallet är mindre än i de flesta andra europeiska länder beror till viss del på att Sverige inte har satt in lika omfattande begränsningar som omvärlden. Det beror dock sannolikt också på att besöksnäringen, som drabbats hårt av pandemin, inte utgör en lika stor andel av svensk ekonomi som den gör i flera andra länder.

### Omfattande penning- och finanspolitiska paket stöttar global återhämtning

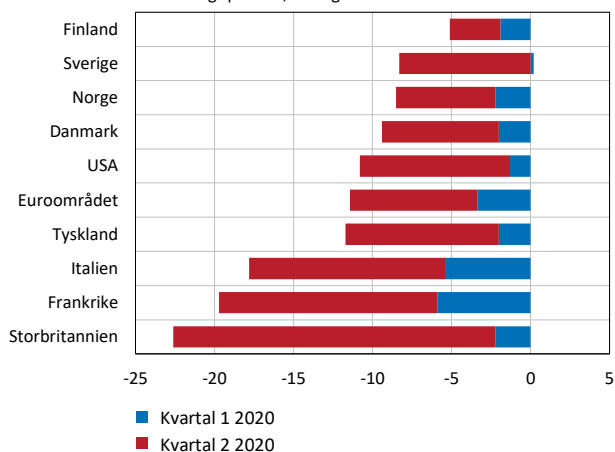
I flertalet länder har omfattande finans- och penningpolitiska åtgärder satts in för att mildra konjunkturnedgången och stabilisera finansiella marknader. I USA har det hittills beslutats om finanspolitiska åtgärder motsvarande 9 procent av BNP (se marginalrutan "Finanspolitiska stödåtgärder i omvärlden" i Penningpolitisk rapport juli 2020).<sup>22</sup> Under sommaren har det även pågått förhandlingar mellan Republikanerna och Demokraterna om ytterligare stimulanser, men hittills utan resultat. Även inom EU har det skett stora finanspolitiska satsningar. Storleken på dessa skiljer sig dock åt mellan länderna, med störst budgetpåverkande åtgärder i Tyskland och något mindre i Frankrike, Spanien och Italien (se diagram 3:4). Även omfattningen av de uppskov, övriga likviditetsåtgärder och garantier skiljer sig åt mellan länder.

I slutet av maj föreslog EU-kommissionen en EU-gemensam upplåning, kallad "Next Generation EU", på 750 miljarder euro. Förslaget i reviderad form röstades sedan igenom den 21 juli. Det förslag som antogs av stats- och regeringscheferna i juli innebär en extraordinär, EU-gemensam, finanspolitisk satsning och motsvarar drygt 5 procent av EU:s BNP. Beslut om anslag av bidragsdelen ska tas under åren 2021–2023 men utbetalningarna av pengarna kommer dock sannolikt att spridas över en period av flera år. Satsningen väntas ge ett positivt bidrag till BNP-tillväxten i unionen (se marginalrutan "Next Generation EU").

De stora stimulanspaketerna innebär att den offentliga skuldsättningen kommer att öka kraftigt. Redan före pandemin var skuldsättningen hög i flera stora ekonomier (se diagram 3:5). Den högre tillväxt som åtgärderna väntas resultera i tillsammans med låga räntor kan dock motverka en ohållbar utveckling av ländernas skuldkvoter. Sverige har till skillnad från många andra länder en lägre offentlig skuldsättning och därmed är förutsättningarna för att hantera de negativa ekonomiska effekterna av pandemin goda.

Diagram 3:2. BNP i Sverige och omvärlden

Kvartalsförändring i procent, säsongrensade data



Källor: Eurostat, Norges statistiska sentralbyrå, SCB, U.K. Office for National Statistics och U.S. Bureau of Economic Analysis

### Next Generation EU

Next Generation EU (NGEU) är ett EU-gemensamt finanspolitiskt stödpaket som syftar till att mildra pandemins negativa ekonomiska effekter och att stötta återhämtningen. Paketet ska finansieras genom att EU-kommissionen lånar upp 750 miljarder euro, motsvarande drygt 5 procent av unionens BNP, på finansmarknaderna. Enligt EU-kommissionens ursprungliga förslag skulle 500 miljarder euro användas till bidrag och garantier till projekt och åtgärdsprogram i medlemsländerna. Resterande 250 miljarder reserverades för vidareutlåning till medlemsländerna. Grundprincipen inom EU har hittills varit att unionens budget finansieras via avgifter från de enskilda medlemsländerna och via vissa intäkter som går direkt till unionen. Lånefinansierade bidrag och vidareutlåning i den omfattning som kommissionen föreslagit är därför något nytt. I juli samlades unionens stats- och regeringschefer för att ta ställning till förslaget och efter flera dagars förhandlingar enades man om att gå vidare med en förändrad version av stödpaketet. Förändringarna innebär bland annat att den samlade kostnaden för bidrag och garantier minskas till 390 miljarder euro och att summan som används till vidareutlåning ökas till 360 miljarder euro. Vid toppmötet enades man även om ett förslag på ny långtidsbudget för åren 2021–2028. Förslagen går nu vidare för behandling i de nationella parlamenten och i EU-parlamentet.

För att ta del av stödpaketet ska medlemsländerna presentera planer på vilka investeringar och reformer man avser vidta och dessa planer utvärderas sedan av EU-kommissionen. NGEU kommer att integreras i EU:s nästa långtidsbudget, som alltså omfattar åren 2021–2028, men målsättningen är att alla beslut om anslag av NGEU:s bidragsdel ska tas under perioden 2021–2023. De faktiska utbetalningarna till olika projekt och åtgärdsprogram kommer dock att spridas över flera år. Återbetalningen av de upplånade pengarna planeras att ske från och med 2028 och den ska vara helt avklarad senast 2058.

Hur stödpaketets kostnader fördelas mellan medlemsländerna har inte beslutats ännu, men Sverige kommer med stor sannolikhet att utgöra en av flera nettobidragsgivare. Den sammantagna effekten av NGEU på svensk ekonomi beror både på fördelningen av bidrag och kostnader mellan medlemsländerna och på indirekta effekter via ökad efterfrågan på svensk export.

<sup>22</sup> Här avses finanspolitiska åtgärder med direkt budgetpåverkan, det vill säga diskretionära beslut som innebär högre offentliga utgifter och/eller lägre intäkter.



### Även penningpolitiken har agerat kraftfullt på pandemin

Världens centralbanker har genomfört omfattande åtgärder för att dämpa pandemins negativa ekonomiska effekter. De har bland annat upprätthållit kreditförsörjningen och likviditeten på de finansiella marknaderna, främst via köp av statsobligationer och andra obligationer och lån mot säkerhet. Åtgärderna har pressat ner räntorna till företag och hushåll och kreditförsörjningen har upprätthållits. Centralbanker som hade positiva styrräntor, exempelvis Federal Reserve och Bank of England, har sänkt dessa till nära noll. Riksbanken och ECB, som redan före pandemin hade styrräntan nära noll, har hållit räntorna oförändrade.

### Tydliga tecken på fortsatt återhämtning

I maj och juni inleddes en återhämtning av världshandeln och den globala industriproduktionen, från låga nivåer (se diagram 3:6). Även detaljhandeln i euroområdet och USA har återhämtat sig och omsättningen befinner sig nu nära de nivåer som rådde innan pandemin bröt ut. Detaljhandeln i de nordiska länderna verkar generellt sett ha klarat sig bättre, särskilt Norge (se diagram 3:7). Nya konsumtionsmönster, med lägre konsumtion av tjänster och ökad varukonsumtion, i kombination med ett kraftigt fall för den norska gränshandeln i Sverige förklarar en stor del av utvecklingen.

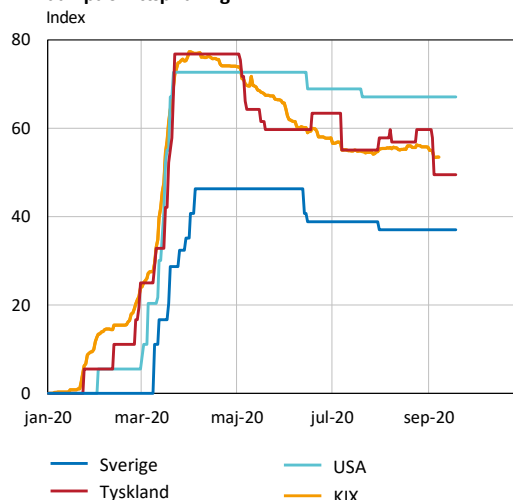
Återhämtningen i detaljhandeln stöds även av olika realtidsindikatorer, som visar att nedgången var som störst i mars och april och som därefter har närmat sig mer normala nivåer (se diagram 3:9). Återhämtningen har dock varit påtagligt långsammare för branscher som mer direkt påverkas av begränsningsåtgärder för att stoppa spridningen av pandemin, som hotell och restaurang, turism och researrangemang.

Sammantaget bekräftar olika indikatorer att den globala ekonomin bottenade i april och att ekonomierna sedan började återhämta sig i maj tack vare lättnader i begränsningarna. Den uppåtgående trenden har därefter fortsatt under sommaren, om än i långsammare takt. Återhämtningen, som sker från en mycket låg nivå, stötts också av mer expansiv finans- och penningpolitik och ett uppdämt konsumtions- och investeringsbehov. Hushållens sparkvot i euroområdet och USA ligger på historiskt höga nivåer, vilket kan ge en skjuts till konsumtionen framöver.

Riksbanken antar att begränsningsåtgärderna väntas vara kvar på ungefär samma nivåer resten av året för att därefter trappas ner i takt med att smittspridningen avtar. Det dämpar tillväxten något mot slutet av året, men därefter är tillväxttakten i global BNP relativt hög. Hushåll och företag kommer att agera lite försiktigare än normalt och BNP bedöms därför, trots lättnader i begränsningsåtgärderna på lite sikt, hamna på samma nivåer som före pandemin först i slutet av 2021.

Sammantaget väntas handelsviktad (KIX-viktad) BNP falla med drygt 6 procent i år för att därefter växa med strax under

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

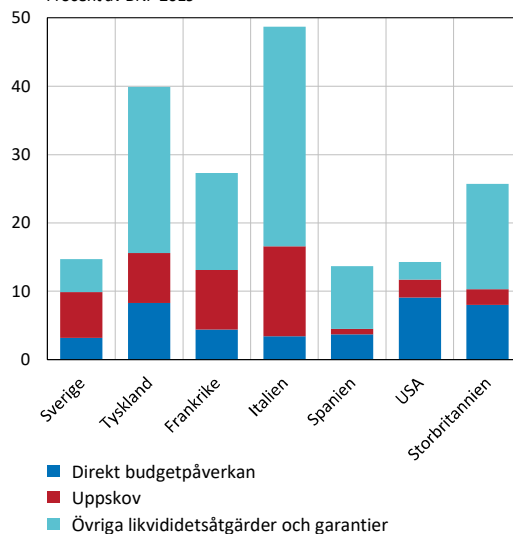


Anm. Indexet mäter omfattningen av åtgärder för att motverka spridningen av covid-19. Indexet består av nio komponenter som beskriver olika typer av restriktioner, till exempel stängning av skolor, reseförbud, etc. För varje komponent finns vanligtvis en tregradig skala motsvarande "ingen åtgärd", "någon slags uppmärksamhet" och "ett förbud". Indexet motsvarar genomsnittet av samtliga komponenter.

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

Diagram 3:4. Finanspolitiska stödåtgärder 2020

Procent av BNP 2019



Anm. Direkt budgetpåverkan: diskretionära beslut som innebär högre offentliga utgifter och/eller lägre intäkter. Uppskov: åtgärder som leder till en försäring 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, likviditetsåtgärder och garantier samt Riksbankens bedömning av kostnaden för de diskretionära åtgärderna. För omvärlden visas Bruegels bedömning per den 5 augusti av vad som utnyttjas av motsvarande poster.

Källor: Bruegel, Regeringskansliet och Riksbanken



6 procent 2021 och drygt 4 procent 2022. Det råder dock stor osäkerhet kring smittspridningen och restriktionerna och därmed även kring återhämtningen i världsekonomin (se fördjupning "Två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen"). BNP-nivån kan även påverkas på längre sikt av strukturomvandlingar och förändringar i hushållens konsumtionsbeteende till följd av coronapandemin.

### Inte bara utvecklingen av pandemin som riskerar återhämtningen

Även om covid-19 dominerar utvecklingen i världsekonomin finns det andra risker som ökar osäkerheten för återhämtningen. Exempel på sådana risker är ökade spänningar mellan USA och Kina, frånvaron av ett frihandelsavtal mellan Storbritannien och EU efter övergångsperioden som löper till december i år, ökade geopolitiska spänningar, övergång till mer regional handel och hög offentlig skuldsättning bland många stora ekonomier.

### Fortsatt återhämtning i euroområdet, men ökad smittspridning oroar

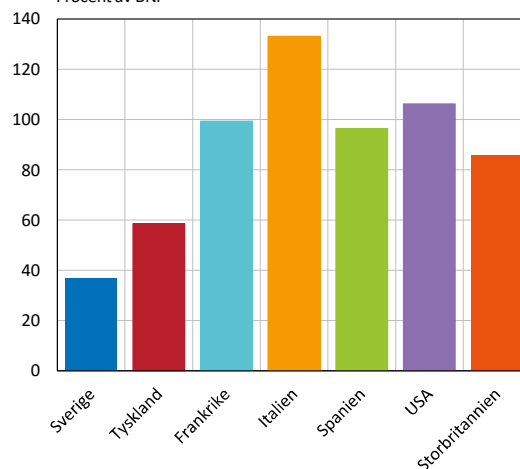
I euroområdet föll BNP de två första kvartalen i år. Under andra kvartalet var fallet 11,8 procent jämfört med det första kvartalet (se diagram 3:2). Månadsdata indikerar dock att en återhämtning inleddes i maj. Försäljningen i detaljhandeln och industriproduktionen steg kraftigt i maj och ytterligare en stor förbättring skedde i juni (se diagram 3:7 och 3:8). I juli föll dock detaljhandelsförsäljningen något medan industriproduktionen fortsatte att öka från låga nivåer. Högfrekventa data som "Google Mobility Data" indikerar en fortsatt, om än betydligt mindre, förbättring i juli och augusti (se diagram 3:9).<sup>23</sup>

När antalet nya registrerade fall av smitta minskade drogs en del begränsningar tillbaka i maj och juni. Men när antalet nya smittade åter började öka i juli och augusti begränsade vissa länder åter rörelsefriheten, främst Spanien. Att fler smittade upptäcks beror till stor del på att testandet tagit fart. Men även andelen positiva av de som testats för covid-19 har ökat den senaste tiden, framför allt i Spanien och Frankrike. Samtidigt har inte dödstalen ökat i någon större utsträckning. Hittills ser det inte ut som att de nya begränsningsåtgärderna i Spanien fått något tydligt genomslag i högfrekventa aktivitetsdata, men risken finns att fler länder behöver återinföra begränsningar som åter dämpar den ekonomiska aktiviteten.

Förtroendet är en viktig faktor som påverkar den ekonomiska aktiviteten. De uppgångar som skett i högfrekventa data stämmer väl överens med utvecklingen av olika mått på förtroende hos företag och hushåll. EU-kommissionens barometer för både industrin och tjänstesektorn steg snabbt i juni,

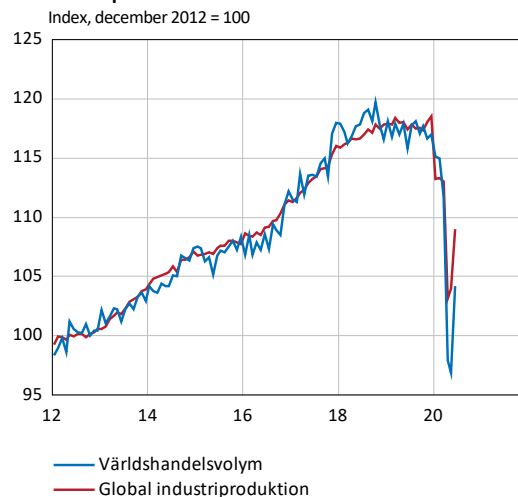
<sup>23</sup> På grund av säsongvariation bör dock högfrekventa data som "Google Mobility Data" tolkas med viss försiktighet.

Diagram 3:5. Konsoliderad offentlig bruttoskuld 2019  
Procent av BNP



Källa: IMF

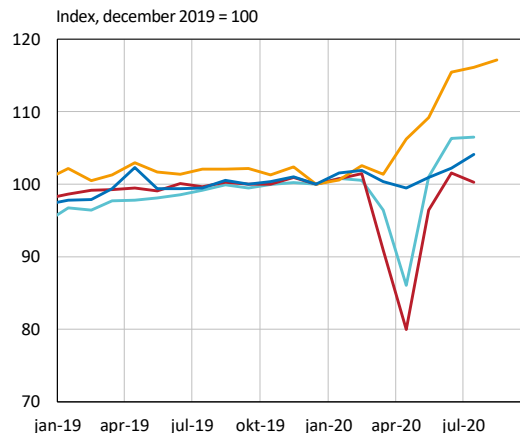
Diagram 3:6. Världshandelsvolym och global industriproduktion  
Index, december 2012 = 100



Anm. Världshandeln avser handel med varor.

Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:7. Detaljhandelsförsäljning i Sverige, Norge, euroområdet och USA  
Index, december 2019 = 100



— Sverige — USA  
— Euroområdet — Norge

Anm. Avser fasta priser.

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

juli och augusti vilket är positivt även om nivån fortfarande ligger långt under det normala. Inköpschefsindex vittnar också om en snabb förbättring i ekonomin under juni och juli, men det dämpades något i augusti. Den snabba ökningen i hushållens förtroende under maj–juni har dock stannat av och ligger fortfarande på en historiskt låg nivå. Tillsammans med högfrekventa data indikerar detta fortsatt återhämtning i den ekonomiska aktiviteten, om än i betydligt lägre takt, under det fjärde kvartalet i år.

### Arbetsmarknadsåtgärder har mildrat uppgången i arbetslösheten i euroområdet

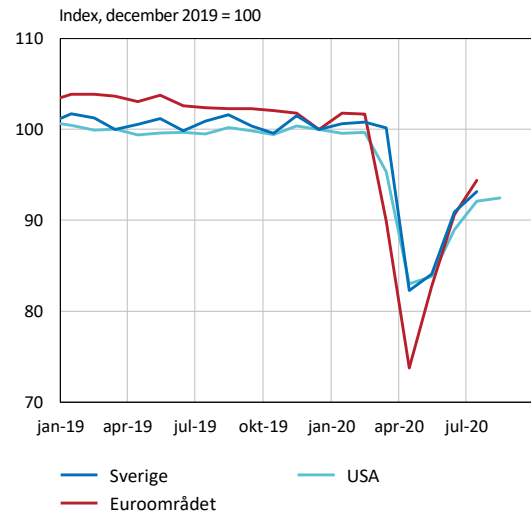
Arbetskraften har i allt högre grad börjat återvända till arbetsplatserna och produktionen har ökat. Arbetslösheten har dock ökat och uppgick i juli till 7,9 procent, vilket ändå är en förhållandevis liten uppgång med tanke på det stora fallet i BNP under första halvåret (se diagram 3:10). Att arbetslösheten inte har stigit lika mycket i euroområdet som i USA beror på att länderna i euroområdet i större utsträckning inriktat sig på åtgärder för att minska arbetslösheten medan fokus i USA främst har legat på att utöka ersättningssystemen. Inte minst i Tyskland har antalet korttidspermitterade ökat kraftigt, det vill säga individerna har behållit sina jobb och en stor andel av lönen men gått ner i arbetstid.<sup>24</sup>

När smittspridningen minskar och förtroendet ökar förutses en ökning i hushållens konsumtion och företagens investeringar. Men osäkerheten är stor. En ny våg av smittspridning och misslyckanden med att få fram ett vaccin skulle kunna innebära att återhämtningen i omvärldsekonomin, inklusive euroområdet, fördröjs (se fördjupning "Två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen").

Den ekonomiska politiken har blivit mer expansiv. Europeiska centralbanken (ECB) har satt in åtgärder för att hålla räntorna fortsatt låga och för att upprätthålla likviditeten i ekonomin. I prognosen förutses penningpolitiken vara fortsatt mycket expansiv under hela prognosperioden. Omfattande finanspolitiska åtgärder har introducerats i ett antal enskilda länder och utöver detta har initiativ tagits på EU-nivå för att på olika sätt understödja ekonomin, främst det så kallade "Next Generation EU" som klubbades igenom den 21 juli (se marginalrutorna "Finanspolitiska stödåtgärder i omvärlden" i Penningpolitisk rapport juli 2020 och marginalrutan "Next Generation EU").

BNP i euroområdet förutses sjunka med omkring 8 procent i år för att sedan stiga med nästan 6 procent 2021 och strax under 4 procent 2022. Det dröjer dock till slutet av 2022 innan BNP återgår till samma nivå som innan pandemin (se diagram 3:1). Men det väntas dröja ännu längre innan resursutnyttjandet når upp till ungefär normala nivåer.

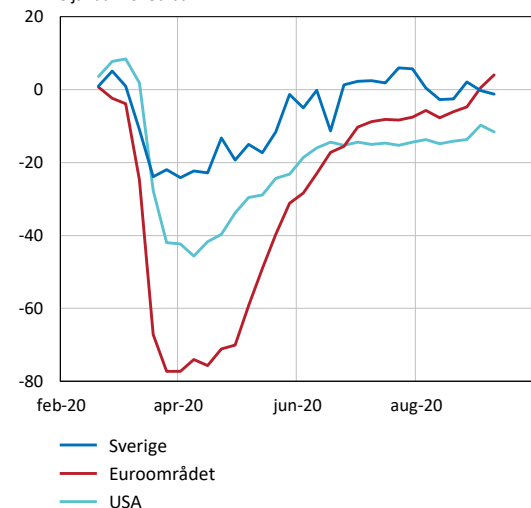
Diagram 3:8. Industriproduktion i Sverige, euroområdet och USA



Källor: Eurostat, Federal Reserve och SCB

Diagram 3:9. Besök i detaljhandeln och rekreation

Procentuell avvikelse från medianvärdet under perioden 3 januari–6 februari



Anm. Det statistiska underlaget består av sammanställda anonymiserade dataset från användare som har aktiverat inställningen "platshistorik" i sina Android-telefoner.

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

<sup>24</sup> Vid korttidspermitteringar har staten betalat en del av mellanskillnaden.

### Tecken på återhämtning i den amerikanska tillväxten

Amerikansk BNP föll kraftigt under första halvåret 2020. Under andra kvartalet var nedgången som störst då BNP föll med 9,1 procent jämfört med första kvartalet (se diagram 3:2).

Utfallen för industriproduktion och detaljhandel tyder på att tillväxten i den amerikanska ekonomin bottnade i april. Därefter har det skett en återhämtning, framför allt i detaljhandeln där försäljningen nu ligger på högre nivåer än före pandemin (se diagram 3:7 och 3:8).

Begränsningarna av samhällslivet var som störst i april. Sedan dess har restriktionerna gradvis avvecklats. Antalet smittade ökade dock åter kraftigt i juli vilket har lett till att en del stater har varit tvungna att återinföra begränsningar. För landet som helhet har åtgärderna därmed endast lättats marginellt de senaste månaderna. Smittspridningen ligger alltså på en hög nivå även om det den senaste tiden har skett en tydlig nedgång.

Statistiken över industriproduktion och detaljhandel indikerar att tillväxten har börjat öka och under tredje kvartalet väntas ett uppsving i den ekonomiska aktiviteten. Utvecklingen bekräftas även av exempelvis Federal Reserve Bank of New Yorks veckovisa aktivitetsindex som baseras på tio olika indikatorer. Detta index tyder på att den ekonomiska aktiviteten var som svagast i slutet av april.

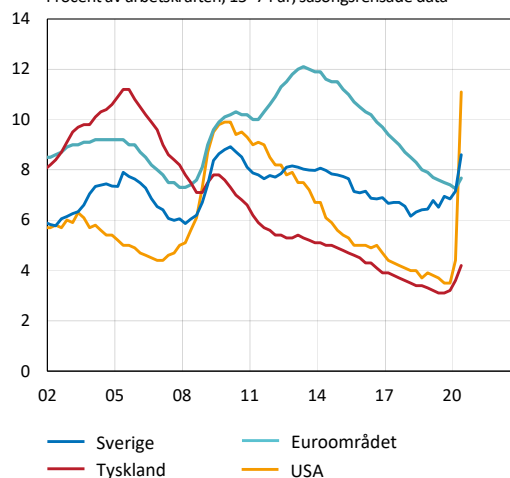
Hur snabbt återhämtningen går på kort sikt beror dock på i vilken takt restriktionerna mildras och hur varaktigt bortfallet av produktionen av varor och tjänster i särskilt utsatta branscher är. Det är i dagsläget mycket osäkert. Sammantaget bedöms BNP i USA falla med drygt 4 procent i år för att därefter växa med omkring 4 procent 2021 och nästan 3,5 procent 2022. Trots omfattande stöd av såväl finans- som penningpolitik dröjer det till slutet av 2021 innan BNP har återhämtat sig till förkrisnivåer.

Pandemin har slagit hårt mot den amerikanska arbetsmarknaden. Drygt 60 miljoner personer, motsvarande knappt 40 procent av arbetskraften, har vid något tillfälle ansökt om arbetslöshetsersättning från mitten av mars fram till slutet av augusti. Fram till april lämnade dessutom väldigt många arbetsmarknaden (se diagram 3:11). Det finns dock tecken på att utvecklingen har vänt och att arbetsmarknaden börjar återhämta sig något. Sysselsättningen har ökat och många har återvänt till arbetsmarknaden även om arbetskraftsdeltagandet fortfarande är betydligt lägre än i början av året.

Arbetslösheten toppade på 14,7 procent i april men har sedan dess fallit tillbaka till 8,4 procent i augusti. Arbetslösheten bedöms fortsätta minska under resten av året i takt med att ekonomin återhämtar sig. I slutet av 2022 förutses arbetslösheten dock ligga på en högre nivå än före krisen och det kommer fortfarande finnas lediga resurser på arbetsmarknaden.

Diagram 3:10. Arbetslöshet i olika länder

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: Eurostat, SCB and U.S. Bureau of Labor Statistics

Diagram 3:11. Arbetskraftsdeltagande i USA

Procent av befolkningen, 16 år och äldre



Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics

Den amerikanska primärvalsperioden har avslutats och både demokraterna och republikanerna har hållit sina partikonvent där deras respektive presidentkandidat har nominerats inför valet som ska hållas i november. Opinionsläget tyder på att det är jämnt mellan de två presidentkandidaterna, vilket skapar en viss osäkerhet. I dagsläget är det svårt att bedöma de ekonomiska effekterna av valet.

### Snabb återhämtning i Kina

Efter ett kraftigt fall i BNP med 10 procent det första kvartalet jämfört med fjärde kvartalet 2019, återhämtade sig Kinas ekonomi det andra kvartalet. BNP steg med knappt 12 procent i kvartalstakt och är nu tillbaka på samma nivå som före pandemin. Den kraftiga uppgången under andra kvartalet berodde framförallt på ett kraftigt uppsving i investeringar och produktion inom byggsektorn. Regeringens mål att upprätthålla den ekonomiska tillväxten har lett till att kreditillväxten tagit fart på nytt, vilket kan resultera i problem med skuldsättningen och ökade finansiella risker.

Under sommaren försämrades relationen mellan Kina och USA, eftersom Kina införde en ny säkerhetslagstiftning för Hong Kong. Detta ledde till amerikanska sanktioner mot kinesiska partimedlemmar och kinesiska motsanktioner mot amerikanska medborgare. Även om det råder fortsatt god ton mellan stormakterna gällande den första delen av handelsavtalet som slöts i januari går det inte att utesluta att spänningarna mellan länderna ökar framöver, vilket skapar risker för den kinesiska tillväxten. Sammantaget bedömer Riksbanken att BNP kommer att växa med 2 procent i år och med drygt 9 procent 2021.

### Lågt men gradvis stigande inflationstryck i omvärlden

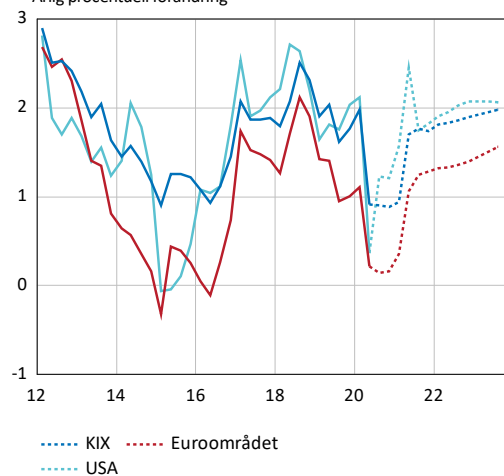
Den KIX-vägda inflationen väntas falla till drygt 1 procent i år. Nedgången beror framför allt på låga energipriser och en dämpad efterfrågan i ekonomin. Nästa år väntas inflationen stiga och 2022 bedöms den vara strax under 2 procent (se diagram 3:12).

Inflationen är låg i euroområdet, till och med negativ i augusti då inflationen mätt med HIKP var  $-0,2$  procent. Energipriserna sjönk med omkring 8 procent i årstakt samtidigt som livsmedelsprisernas ökningstakt fortsatte att dämpas. Den underliggande HIKP-inflationen, som rensas för energi, livsmedel, alkohol och tobak, sjönk till 0,4 procent i augusti, sannolikt en effekt av senarelagda sommarreor på kläder och skor. Även momssänkningen i Tyskland i juli har dämpat inflationen i euroområdet.

Prognosen är att inflationen i euroområdet stiger när resursutnyttjandet ökar de kommande åren och uppgår till 1,4 procent i slutet av prognosperioden.

Inflationen i USA, mätt med KPI, har stigit efter den kraftiga nedgången i april och maj och ligger nu på 1,3 procent. Energipriserna bidrog mycket till nedgången men de har nu

**Diagram 3:12. Konsumentpriser i olika länder och regioner**  
Årtlig 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 3:13. 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

ökat något och därmed är bidraget mindre negativt än tidigare under våren. Även den underliggande inflationen har ökat tydligt till 1,7 procent, då efterfrågan har börjat återvända för flera av de varugrupper som drabbades av vikande efterfrågan i början av pandemin. Mätt med konsumtionsdeflatorn (PCE) ökade inflationen marginellt från 0,9 procent i juni till 1,0 procent i juli. Inflationen väntas bli fortsatt låg i år, men inflationstrycket ökar i takt med att den amerikanska ekonomin återhämtar sig och resursutnyttjandet gradvis normaliserar, i kombination med att oljepriserna stiger. I slutet av prognosperioden bedöms inflationen vara nära 2 procent.

### Små rörelser i kronan de närmaste åren

Den svenska kronan har stärkts betydligt under våren och sommaren, främst mot den amerikanska dollarn. Relativt goda utsikter för den svenska ekonomin och de svenska statsfinanserna, liksom förbättringen av risksentimentet på de finansiella marknaderna är möjliga bidragande orsaker (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. Kronförstärkning under våren och sommaren har dock fört med sig att den reala växelkursen nu bedöms vara i närheten av den nivå som är rimlig i ljuset av långsiktiga bestämningsfaktorer, såsom produktiviteten i Sverige relativt omvärlden. Det talar för en prognos där kronkursen befinner sig i närheten av dagens nivå under hela prognosperioden (se diagram 3:13).<sup>25</sup>

## Svensk ekonomi har drabbats hårt

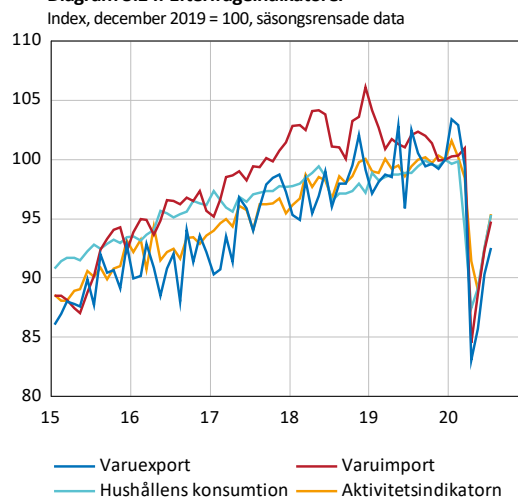
### Historiskt BNP-fall andra kvartalet

Coronapandemin bidrog till en historiskt stor nedgång i svensk BNP andra kvartalet, ett fall på 8,3 procent jämfört med första kvartalet (se diagram 3:2). Det var den största nedgången ett enskilt kvartal sedan 1980 då SCB:s officiella publiceringar startar. Det var framför allt hushållens konsumtion och exporten som minskade kraftigt i spåren av de åtgärder som satts in för att bromsa smittspridningen i Sverige och omvärlden. Den förhållandevis milda nedstängningen av det svenska samhället och en relativt liten besöksnäring har sannolikt bidragit till att nedgången ändå var mindre än i många andra europeiska länder (se diagram 3:1 och 3:2). Utfallet var väl i linje med Riksbankens prognos i den penningpolitiska rapporten i juli.

### Indikatorer pekar på att ekonomin börjat återhämta sig

Aktivitetsindikatorn, som mäter den månatliga aktiviteten i ekonomin (se marginalrutan "Månadsindikatorer för att följa

Diagram 3:14. Efterfrågeindikatorer



Anm. Riksbankens bearbetning av varuexport och varuimport.

Källor: SCB och Riksbanken

### Månadsindikatorer för att följa den ekonomiska aktiviteten

Pandemin har stor påverkan på den svenska ekonomin. För att följa ekonomins utveckling är behovet av statistik som publiceras ofta stort. SCB publicerar sedan juni därför två nya månatliga indikatorer, aktivitetsindikatorn och försäljningsindikatorn. Aktivitetsindikatorn beskriver den månatliga utvecklingen av aktiviteten i hela den svenska ekonomin som publiceras cirka sex veckor efter månadens slut. Den är därmed en tidig indikator på BNP-utvecklingen, och kompletterar kvartalsberäkningarna av BNP i nationalräkenskaperna. Den baseras dock på ett betydligt mindre underlag än BNP-beräkningarna och är därför mindre tillförlitlig. Försäljningsindikatorn bygger på momsuppgifter och data från Produktionsvärdesindex (PVI) för att teckna en månatlig bild av näringslivets omsättning. Försäljningsindikatorn publiceras cirka fyra veckor efter månadens slut, det vill säga cirka två veckor före aktivitetsindikatorn.

<sup>25</sup> För resonemang om den långsiktiga reala växelkursen och hur Riksbanken gör växelkursprognoser se fördjupningen "Kronans utveckling på längre sikt" i den penningpolitiska rapporten oktober 2018 och E. Askestad, A.M. Ceh, P. Di Casola och A. Ristinieni "Att göra prognoser för kronan", Ekonomisk kommentar nr 12 2019, Sveriges Riksbank.

den ekonomiska aktiviteten”), föll kraftigt i april och ytterligare i maj men indikerar i likhet med månadsstatistiken för hushållens konsumtion och utrikeshandeln därefter en uppgång i juni och i juli. Aktivitetsindikatorn är dock fortfarande nästan 5 procent lägre än vad den var i december 2019 (se diagram 3:14).

Förtroendeindikatorerna för augusti tyder sammantaget på att en återhämtning pågår. Enligt Konjunkturbarometern förbättrades det sammantagna stämningläget i den svenska ekonomin ytterligare, men är fortfarande på en mycket låg nivå efter att ha fallit med drygt 30 indexenheter i april. Konjunkturbarometerns delindex indikerar samtidigt att företag inom såväl industrin som handeln och tjänstesektorn fortsatt blir mindre pessimistiska. Utöver publicerade månadsdata bedöms mer högfrekventa indikatorer, som går att följa på dags- och veckobasis, fortsatt tyda på en viss uppgång i delar av produktionen och efterfrågan i augusti och september. Konjunkturinstitutets extramätningar, som äger rum varannan vecka, indikerar exempelvis en viss återhämtning i företagens omsättning under augusti, och statistik över korttransaktioner ger bilden att konsumtionen ökat i augusti och september.

Återhämtningen i den svenska ekonomin bedöms fortsätta tredje kvartalet, men BNP väntas sammantaget falla med i genomsnitt knappt 4 procent i år jämfört med 2019. I takt med att begränsningsåtgärderna för att förhindra smittspridningen lättas växer efterfrågan i både omvärlden och Sverige, understödd av en expansiv ekonomisk politik. Även om återhämtningen tycks gå snabbt innebär det kraftiga fallet i våras att det dröjer till slutet av 2021 innan BNP är tillbaka på samma nivå som före krisen (se diagram 3:15). Det stora fallet gör även att BNP under prognoshorisonten inte når upp till den trendmässiga utvecklingen Riksbanken bedömde före pandemin. Sammantaget växer BNP med i genomsnitt nästan 4 procent per år 2021 och 2022.

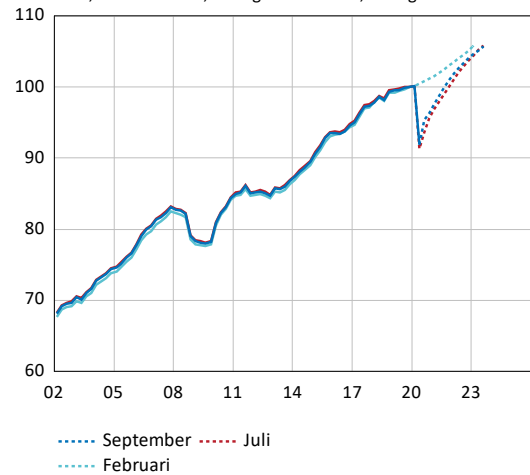
### Konsumtionen ökar men fortsatta restriktioner hämmar utvecklingen

Hushållens konsumtion minskade kraftigt under andra kvartalet. De begränsningar av samhällslivet som infördes innebar inte bara att rörligheten minskade utan också att hushållen efterfrågade färre varor och tjänster. En utbredd osäkerhet om vart ekonomin var på väg förstärkte nedgången i konsumtionen och bidrog till att hushållen sparade en större del av sin inkomst.

I takt med att den akuta fasen av krisen har klingat av har hushållen anpassat sig till de nya förutsättningarna och konsumtionen har stigit igen. Omsättningen i detaljhandeln är sedan juni tillbaka på samma nivå som före krisen och i juli var omsättningen stark. Den starka omsättningen i detaljhandeln kan delvis förklaras av att svenskar i betydligt högre grad än tidigare somrar har semester i Sverige. Andra delar av

**Diagram 3:15. BNP i Sverige**

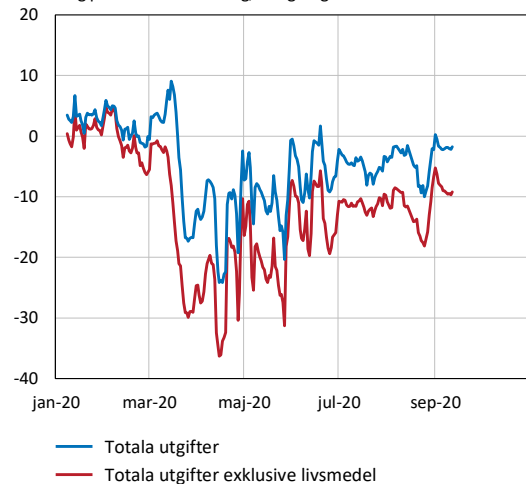
Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:16. Kortbetalningar**

Årlig procentuell förändring, 7 dagars glidande medelvärde



Källor: Swedbank Pay och Swedbank Research



konsumtionen är emellertid fortsatt väsentligt svagare än normalt, i synnerhet hushållens konsumtion av hotell-, café-, kultur- och transporttjänster.

Under andra halvåret väntas konsumtionen fortsätta att öka snabbare än normalt. Dags- och veckodata för augusti och september visar att korttransaktionerna nu är knappt 2 procent lägre än för ett år sedan, att jämföra med april då de var drygt 13 procent lägre (se diagram 3:16). Olika restriktioner fortsätter dock att hämma konsumtionen och produktionen. Som exempel innebär inställda kultur- och sportarrangemang alltjämt stora bortfall för storstädernas besöksnäring. Hushållens konsumtion väntas därför nå samma nivå som före krisen först i slutet av nästa år (se diagram 3:17).

### Utländsk efterfrågan ökar i takt med att smittspridningen minskar

Pandemin förorsakade en synkroniserad nedgång i omvärlens efterfrågan och ett mycket kraftigt fall i svensk export andra kvartalet. Månadsstatistik för utrikeshandeln med varor visar dock att en stor del av fallet kom i april, då varuexporten minskade med drygt 15 procent och att en återhämtning ägt rum i maj till och med juli. Signalerna om industriföretagens exportordergång är däremot inte entydiga, då inköpschefsindex signalerar en betydligt starkare återhämtning än Konjunkturbarometern. En förklaring till att måtten skiljer sig skulle kunna vara att inköpschefsindex baseras på ett antal större företag medan Konjunkturbarometern är en mer omfattande undersökning och även fångar mindre företag som fortfarande har det svårt.

I takt med att världsekonomin återhämtas bedöms efterfrågan på svenska varor och tjänster öka (se diagram 3:18). Exporten når dock sin förkrisnivå först andra halvåret 2021 (se diagram 3:17).

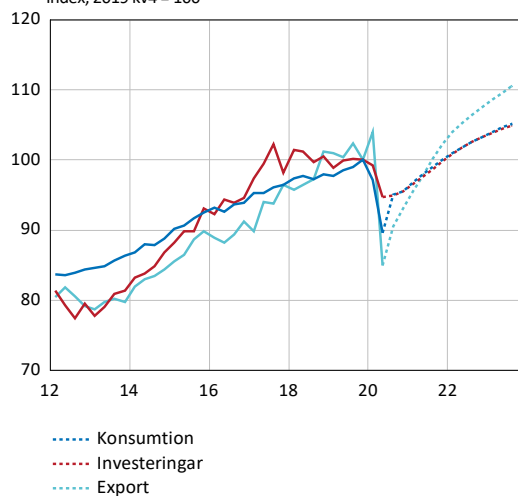
### Hög efterfrågan på bostäder trots svaga konjunkturutsikter

Investeringarna utvecklades förhållandevis svagt redan 2019, då näringslivets investeringar exklusive bostäder i stort sett var oförändrade jämfört med året innan. Bostadsinvesteringarna föll samtidigt med ungefär 8 procent i spåren av den tidigare nedgången i bostadspriserna. Bristen på indikatorer gör det svårt att uppskatta hur pandemin har påverkat företagens investeringsvilja, men många investeringar har sannolikt skjutits på framtiden, en bild som får stöd i Riksbankens företagsundersökningar. Nedgången i produktionen och efterfrågan väntas leda till att investeringarna i näringslivet exklusive bostäder minskar med cirka 7 procent i år.

I jämförelse med den allmänna utvecklingen i svensk ekonomi har bostadsmarknaden utvecklats överraskande starkt under krisen. Den största prisuppgången har varit för småhus, vilket till viss del kan förklaras av att det varit få småhus ute för försäljning. Arbetslösheten har stigit tydligt de senaste månaderna och hushållens disponibelinkomst bedöms bli lägre i

**Diagram 3:17. Hushållens konsumtion, investeringar och export**

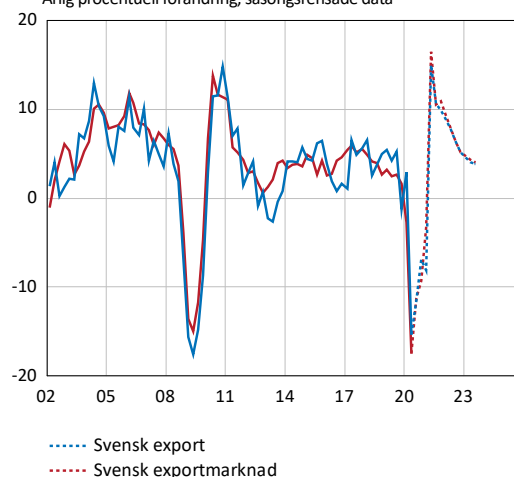
Index, 2019 kv4 = 100



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:18. Export och svensk exportmarknad**

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

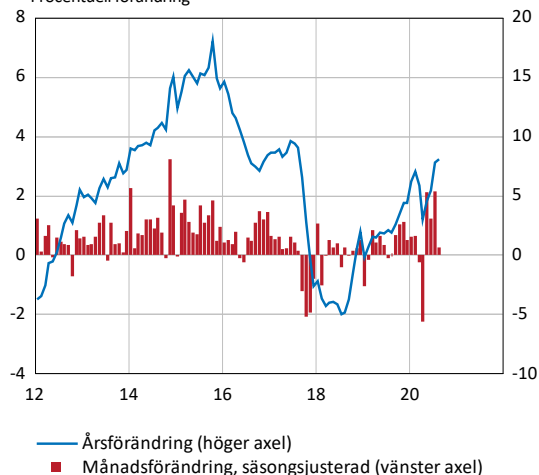


Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av importen i de länder som inkluderas i KIX och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:19. Bostadspriser enligt HOX Sverige**

Procentuell förändring



Källor: Valueguard och Riksbanken

år, både till följd av lägre förvärvsinkomster men också lägre kapitalinkomster. Det borde tala för en dämpad utveckling på bostadsmarknaden. Att priserna ändå har ökat skulle kunna bero på de åtgärds paket som riksdag och myndigheter genomfört för att stävja de ekonomiska konsekvenserna för hushållen. Det är även möjligt att preferenserna för konsumtion av bostadstjänster har förändrats.

Hushållens ränteförväntningar enligt Konjunkturbarometern är fortsatt låga vilket också skulle kunna förklara de stigande priserna. Bostadspriserna enligt HOX sjönk visserligen i mars och april, men har därefter ökat och är nu högre än vad de var före coronakrisen (se diagram 3:19). Omsättningen under sommaren var dessutom högre än motsvarande period 2019 och antalet påbörjade bostäder ökade förhållandevis snabbt under andra kvartalet.

Sammantaget talar den fortsatt goda aktiviteten och prisuppgången för en jämförelsevis liten negativ effekt på bostadsinvesteringarna andra halvåret i år. Utvecklingen på bostadsmarknaden bedöms bli mer dämpad framöver och tillväxten i bostadsinvesteringarna blir måttlig.

### Stora underskott i de offentliga finanserna

I år har riksdagen fattat beslut om finanspolitiska åtgärder av historisk omfattning. Den tidigare beräknade offentligfinansiella kostnaden tycks dock bli betydligt lägre än väntat (se marginalrutan "Kostnaden för regeringens krispaket lägre än beräknat"). Den svenska ekonomin har drabbats hårt och många människor har blivit arbetslösa. Även om efterfrågan har börjat återhämta sig så behövs fortsatta åtgärder för att få igång den svenska ekonomin. I budgetpropositionen presenterade regeringen åtgärder för 2021 som försvagar det finansiella sparandet med 105 miljarder kronor. Årets och nästa års åtgärder bedöms understödja efterfrågan och lindra konsekvenserna för både företag och hushåll.

Regeringens åtgärder tillsammans med den ekonomiska utvecklingen antas minska det offentliga finansiella sparandet från 0,4 procent av BNP 2019 till -4,5 procent av BNP 2020. Följaktligen väntas den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, den så kallade Maastrichtskulden, öka från 35 procent av BNP 2019 till 40 procent av BNP 2020. Även om skulden bedöms stiga är den fortfarande låg, ur både ett historiskt och ett internationellt perspektiv. Till 2022 väntas det offentliga finansiella sparandet gradvis stiga till knappt -1 procent av BNP och eftersom BNP växer snabbt sjunker bruttoskulden något som andel av BNP.

### Svag arbetsmarknad under våren

Det har varit en turbulent tid på arbetsmarknaden och effekterna av den snabba ekonomiska inbromsningen är tydliga. Sedan mars har Tillväxtverket beviljat permitteringsstöd för över en halv miljon anställda. Antalet konkurser ökade i krisens inledning och nästan 100 000 personer har varsplats om

### Kostnaden för regeringens krispaket lägre än beräknat

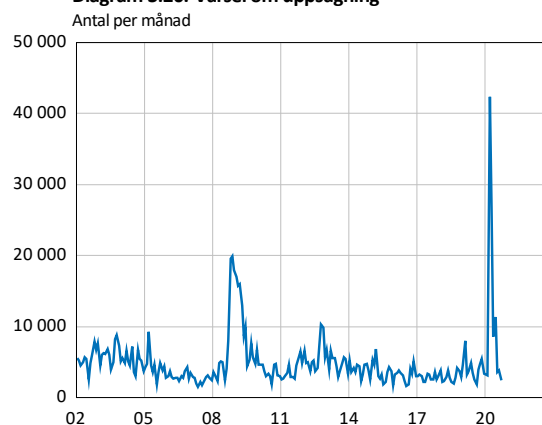
Under våren har riksdagen fattat beslut om åtgärder av historisk omfattning för att lindra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin. Dessutom har regeringen aviserat att den planerar att införa ofinansierade åtgärder för 105 miljarder under 2021 för att understödja återhämtningen.

Utfall tyder på att en del av årets satsningar nyttjats i mindre utsträckning än vad regeringen hade beräknat före sommaren. Att stöden nyttjats mindre än väntat samtidigt som det finns tydliga tecken på att ekonomin har börjat återhämta sig kan vara ett tecken på att behoven inte varit så stora som regeringen bedömde. Men det kan även vara så att utformningen av de olika åtgärderna gjort att stöden inte nått alla företag som haft behov.

En av åtgärderna regeringen införde var att ge företag möjligheten att korttidspermittera anställda. Regeringen bedömde att åtgärden skulle kosta 95 miljarder kronor. Åtgärden tycks visserligen ha varit efterfrågad och många anställda har permitterats, men inte så många som beräknat. Enligt Tillväxtverket har företag hittills sökt permitteringsstöd för cirka 30 miljarder kronor och Riksbanken har nu reviderat ner bedömningen av kostnaden för helåret till cirka 40 miljarder kronor.

En annan åtgärd som reviderats ned kraftigt är omställningsstödet. När stödet infördes beräknades det av regeringen kosta 39 miljarder kronor i år. Stödet innebär att företag kan söka stöd för omsättningstapp och initialt kunde företagen söka stöd för mars och april. Stödet kunde sökas under perioden 22 juni till 31 augusti och enligt Skatteverket, som handlägger stödet, hade det betalats ut stöd för cirka 1,3 miljarder den 2 september. Regeringen har nu föreslagit att stödet förlängs och även gäller för månaderna maj-juli. Stödet för samtliga månader beräknas av Riksbanken kosta cirka 7 miljarder kronor i år.

Diagram 3:20. Varsel om uppsägning



Anm. Varsel för september avser perioden 1–11 september.

Källa: Arbetsförmedlingen

uppsägning, varav cirka 70 000 personer varslades i mars och april (se diagram 3:20). Enligt Arbetsförmedlingen har fler än hälften av de som varslades under mars och april blivit uppsagda, vilket är en större andel än under finanskrisen. Därtill rapporterar Arbetsförmedlingen att antalet personer som varit utan arbete i tolv månader eller mer har ökat tydligt. Enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) föll sysselsättningen kraftigt under andra kvartalet. Tjänstebranschen har drabbats mycket hårt och många visstidsanställda har förlorat sitt jobb, däribland många ungdomar.

### Situationen på arbetsmarknaden tycks ha stabiliserats

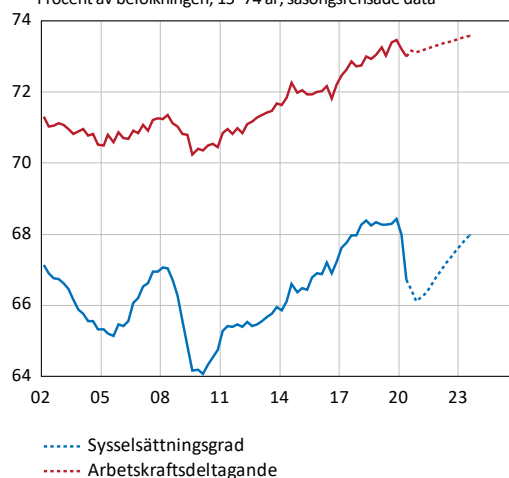
Efter en dramatisk utveckling under våren tycks situationen på arbetsmarknaden ha stabiliserats något de senaste månaderna. Arbetslösheten steg snabbt fram till juni och har sedan dess varit i stort sett oförändrad. I augusti var arbetslösheten 9,1 procent både enligt AKU och Arbetsförmedlingen. De senaste månaderna har antalet nya ansökningar om korttidspermitteringar minskat, liksom antalet varsel. Företagens anställningsplaner enligt Konjunkturbarometern har också återhämtat sig något, men är fortfarande negativa och tyder på att personalnedskärningarna fortsätter. Utfall och indikatorer tyder alltså visserligen på att läget har stabiliserats, men det är en lång väg tillbaka för arbetsmarknaden att återhämta sig från den försämring som skett hittills i år och indikatorerna pekar inte på någon snar förbättring.

Många väntas till exempel fortsatt vara permitterade i höst vilket innebär att arbetade timmar fortsätter vara dämpade. I år gäller extra generösa regler för korttidspermitteringar. Stödet för korttidspermitteringar har inneburit att många anställda har kunnat behålla sina jobb även i verksamheter som drabbats av produktionsstopp eller stora efterfrågebortfall. Men även om efterfrågan i ekonomin har börjat öka igen så bedöms den vara fortsatt svag under de kommande kvartalen. En del företag väntas inte längre vilja behålla all permitterad personal när efterfrågan förblir svag och reglerna för korttidspermitteringar vid årsskiftet blir mindre generösa. I höst antas detta bidra till att antalet verkställda varsel stiger och många tillsvidareanställda blir av med jobbet.

Sysselsättningen väntas därmed fortsätta minska tredje och fjärde kvartalet, men inte i en lika snabb takt som under våren. Enligt Universitets- och högskolerådet har rekordmånga anmält sig till höstens utbildningar, och det beror sannolikt till viss del på den svaga arbetsmarknaden. Många väntas därmed lämna arbetskraften vilket dämpar uppgången i arbetslösheten.

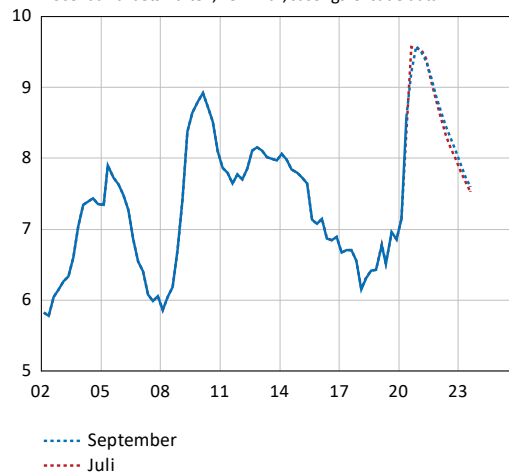
Arbetslösheten fortsätter ändå att stiga och bedöms nå cirka 9,5 procent i slutet av året. Sammanlagt bedöms antalet sysselsatta minska med nära 200 000 personer under 2020. Jämfört med senaste sysselsättningsnedgången, i samband med finanskrisen 2008, har minskningen skett snabbare men väntas inte bli lika stor (se diagram 3:21).

**Diagram 3:21. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande**  
Procent av befolkningen, 15–74 år, säsongsrensade data



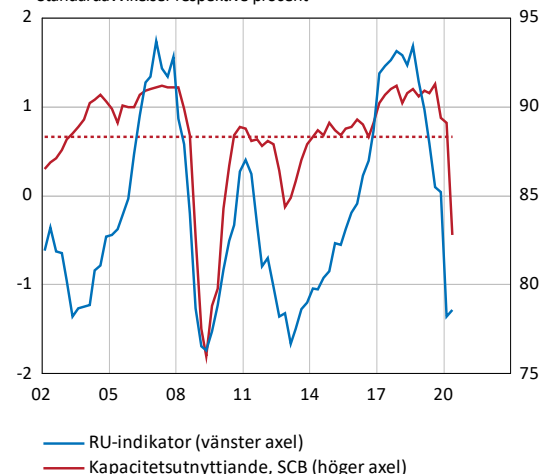
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:22. Arbetslösheten**  
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:23. RU-indikatorn och kapacitetsutnyttjande i tillverkningsindustrin**  
Standardavvikelse respektive procent



Anm. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1. Streckad linje avser medelvärdet av kapacitetsutnyttjandet från 1996. Kapacitetsutnyttjandet avser säsongsrensade data.

Källor: SCB och Riksbanken

### Under nästa år stiger sysselsättningen gradvis och arbetslösheten sjunker

Den ekonomiska aktiviteten tycks ha börjat återhämta sig. I de sektorer där efterfrågan har börjat stiga kommer den permitterade personalen att återgå till normal arbetstid innan nyrekryteringar görs. Det kommer därför att ta tid innan sysselsättningstillväxten tar fart. Under 2021 börjar sysselsättningen öka i takt med att efterfrågan stiger. Men det tar tid för arbetsmarknaden att återhämta sig. Den höga arbetslösheten och den långdragna återhämtningen gör att grupper med svag förankring på arbetsmarknaden riskerar att få det ännu svårare att konkurrera om jobben. Den ekonomiska krisen som pandemin orsakat bidrar till långsiktiga negativa effekter på arbetslösheten.<sup>26</sup>

I slutet av 2023 bedöms sysselsättningsgraden vara något lägre än före krisen medan arbetskraftsdeltagandet vid den tiden väntas ha tagit igen tappet och uppnått samma nivå. Att sysselsättningsgraden inte återhämtas fullt ut gör att arbetslösheten blir högre i slutet av 2023 än före krisen (se diagram 3:21 och 3:22).

### Resursutnyttjandet är lägre än normalt under hela prognosperioden

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 mätas exakt och Riksbanken gör därför en bedömning utifrån en mängd olika indikatorer.

Flera indikatorer tyder på att resursutnyttjandet fallit snabbt och att det nu finns många lediga resurser i ekonomin. Industrins kapacitetsutnyttjande enligt SCB föll kraftigt andra kvartalet (se diagram 3:23). Riksbankens resursutnyttjandekindikator föll markant första kvartalet och var i stort sett oförändrad andra kvartalet. Andra mått på resursutnyttjandet är BNP-, tim- och sysselsättningsgapen. Mätt med dessa mått kommer resursutnyttjandet att vara mycket lågt under 2020 och 2021. I takt med att BNP, antalet arbetade timmar och antalet sysselsatta återhämtas normaliseras resursutnyttjandet (se diagram 3:25).

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 extra svårtolkade.

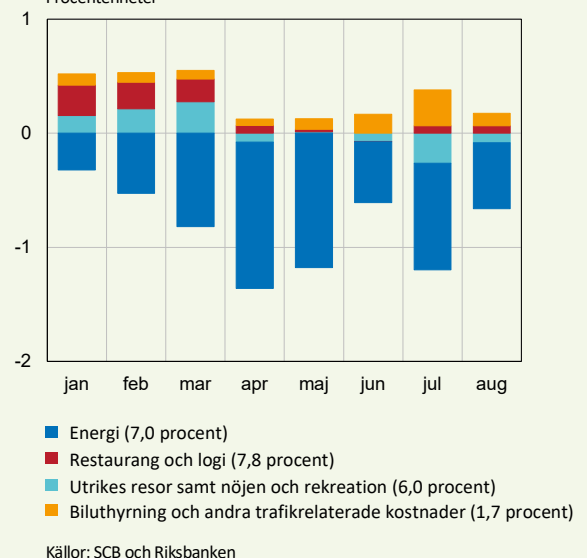
### Tillfälliga effekter håller inflationen nere 2020

Effekten av den årliga uppdateringen av vikterna i konsumentprisindex är ovanligt stor 2020 och bedöms hålla KPIF-inflationen nere med drygt 0,2 procentenheter under året. Viktjusteringarna väntas bli mer normala i januari nästa år, vilket i sin tur leder till att inflationen då stiger med ungefär lika mycket.

Prismätningarna som ligger till grund för KPI-beräkningen har påverkats av åtgärderna mot smittspridningen. För vissa tjänstepriser har Statistiska centralbyrån (SCB) fått använda så kallade imputeringsmetoder, vilket innebär att man ersätter saknade värden med nya artificiella värden som antas ligga nära de sanna värdena. Några exempel är priser på charterresor och biljetter till olika nöjes- och sportevenemang.

I diagram 3:24 visas bidraget till KPIF-inflationen från priser som mer eller mindre direkt har påverkats av coronakrisen. Energiprisernas negativa bidrag var som störst i april och maj. Både bensinpriset och elpriserna har dock stigit något den senaste tiden, vilket talar för att energipriserna kommer att ge ett positivt bidrag till KPIF-inflationen från och med våren 2021. För produktgrupperna utrikes resor samt nöjen och rekreation, där vissa priser fick imputeras, har inflationsbidragen varit negativa sedan i april. Bidraget från restaurang och logi har också varit tydligt lägre sedan i april. Under sommarmånaderna har högre priser på hyrbilar haft en motverkande effekt och bidragit positivt till KPIF-inflationen. Den effekten dämpades i augusti. Bedömningen är att inflationsnivån stiger när prismätningarna fungerar fullt ut igen inom flygbranschen och i nöjes- och evenemangsverksamheten. Det kan också vara så att vissa sektorer, som har påverkats särskilt mycket av krisen, kommer att försöka kompensera sig genom att höja priserna lite mer än vanligt.

**Diagram 3:24. Bidrag till KPIF-inflationen från priser som påverkas särskilt under coronakrisen**  
Procentenheter



<sup>26</sup> En hög arbetslöshet under en längre tid kan medföra långsiktiga negativa effekter, se fördjupningen "Pandemins långsiktiga effekter på produktion och sysselsättning" i den penningpolitiska rapporten i juli 2020.

### Låg löneökningstakt i år

Under våren skulle en omfattande avtalsrörelse ha ägt rum men den har, till följd av pandemin, skjutits upp till i höst. De gällande avtalen har förlängts och industrin, som är först ut, har förlängt avtalen till den 31 oktober. Förhandlingar inom industrin kommer enligt parterna att inledas 1 oktober med målsättningen att vara klara till den 31 oktober. I det osäkra ekonomiska läge som råder har även övriga parter på arbetsmarknaden valt att skjuta upp förhandlingarna, med målsättning att alla avtal ska vara klara till den sista december. Detta har inneburit att lönerna ökat långsamt de senaste månaderna enligt preliminär statistik.<sup>27</sup>

I år bedöms löneökningstakten bli låg men den väntas stiga under 2021 i takt med att konjunkturen återhämtar sig efter årets snabba nedgång (se diagram 3:26). Det är samtidigt möjligt att det blir en press uppåt på lönerna inom områden där det råder brist på arbetskraft, till exempel inom vården.

Ökningen i timlönerna i nationalräkenskaperna, som är en annan statistikälla, stiger dock i år eftersom olika stödåtgärder som korttidspermitteringar och minskat sjuklöneansvar för företagen innebär att de uppmätta lönesummorna minskar mindre än antalet arbetade timmar.<sup>28</sup>

Årets restriktioner har medfört att delar av produktionen tillfälligt slagits ut. Det gör att produktiviteten i år bedöms bli låg trots att många är korttidspermitterade och arbetade timmar därmed är lägre än normalt. I takt med att restriktioner lättas och produktionen återgår till det normala så stiger antalet arbetade timmar. Initialt bedöms dock produktionen öka snabbare vilket gör att produktiviteten stiger.

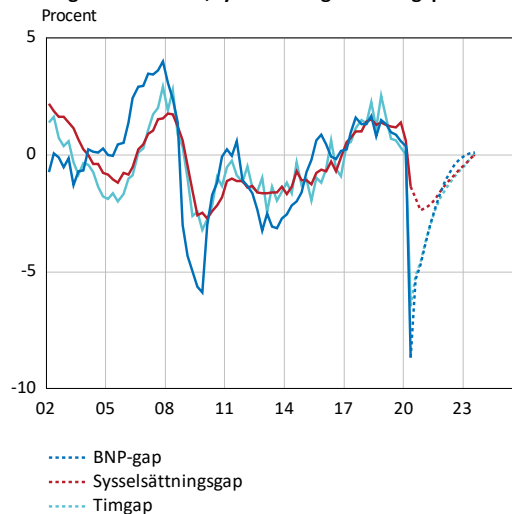
### Inflationen något högre än väntat de senaste månaderna

Ett starkt konjunkturläge, en försvagning av kronan och stigande energipriser bidrog till att KPIF-inflationen var nära målet från 2017 till första halvåret 2019. Inflationen sjönk sedan tillbaka under andra halvåret 2019 och var låg i inledningen av 2020 (se diagram 3:27). Den skarpa nedväxlingen i inflationstakten hade flera orsaker. Bland annat bidrog den milda vintern till att elpriserna sjönk gradvis från hösten 2019 fram till sommaren 2020. Under våren 2020 började också oljepriset att sjunka kraftigt, vilket bidrog till att sänka drivmedelspriserna. De fallande el- och drivmedelspriserna pressade ned KPIF-inflationen rejält det första halvåret. I april bidrog

<sup>27</sup> Definitiva utfall för lönestatistiken publiceras med drygt ett års fördröjning. Den senaste siffran för juni kommer alltså att vara preliminär tills junisiffran för nästa år publiceras. Medlingsinstitutet gör vanligen, med hjälp av en modell, beräkningar på vad det slutgiltiga utfallet kommer att bli. Men till följd av den osäkra situationen har en sådan beräkning inte gjorts för månaderna april-juni i år. De senaste utfallen kommer sannolikt revideras upp något.

<sup>28</sup> Timlönerna enligt nationalräkenskaperna (NR) beräknas som lönesumman delat med antal arbetade timmar. Korttidspermitteringar innebär att företagen kan minska antalet timmar samtidigt som lönesumman inte minskar lika mycket. Detta betyder att öknings-takten i arbetskostnaderna per producerad enhet stiger. Företagens kostnader ökar dock långsammare än vad som syns i statistiken eftersom staten subventionerar korttidspermitteringarna. Löner och arbetskostnader från NR speglar i det här läget i högre grad lönesumman utifrån löntagarnas perspektiv än företagens lönekostnader.

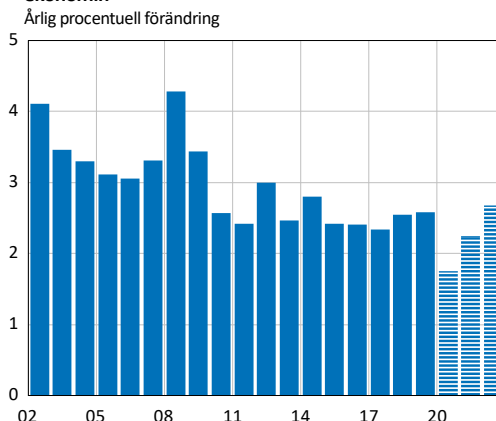
Diagram 3:25. BNP-, sysselsättnings- och timgap



Anm. Gapen avser BNP:s, antalet sysselsattas och antalet arbetade timmars avvikelse från Riksbankens bedömda trender.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:26. Löner enligt konjunkturlönestatistiken i hela ekonomin



Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Diagram 3:27. KPIF och variationsband



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

Källor: SCB och Riksbanken



energipriserna till att dra ned KPIF-inflationen med hela 1,2 procentenheter.

Coronakrisen har gett tydliga avtryck på inflationssiffrorna, som har blivit mer volatila och där tjänstepriserna har varit speciellt påverkade. KPIF-utfallen i april och maj blev låga. En del av prisrörelserna berodde på faktiska prisnedgångar, medan andra var ett resultat av tillfälligt ändrade mätmetoder. Det finns flera inslag av tillfälliga effekter i inflationen just nu samtidigt som vissa mätproblem kvarstår (se marginalrutan "Tillfälliga effekter håller inflationen nere 2020"). I juni, juli och augusti blev KPIF-inflationen högre än väntat. Den ökade volatiliteten medför att enskilda månadsutfall även fortsättningsvis bör tolkas med försiktighet.

Liksom andra centralbanker beräknar och publicerar Riksbanken olika mått på så kallad underliggande inflation. Dessa mått, som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som tidigare visat sig variera kraftigt, indikerar att den mer varaktiga inflationen har stigit de senaste månaderna (se diagram 3:28).

#### Måttlig inflationstakt den närmaste tiden

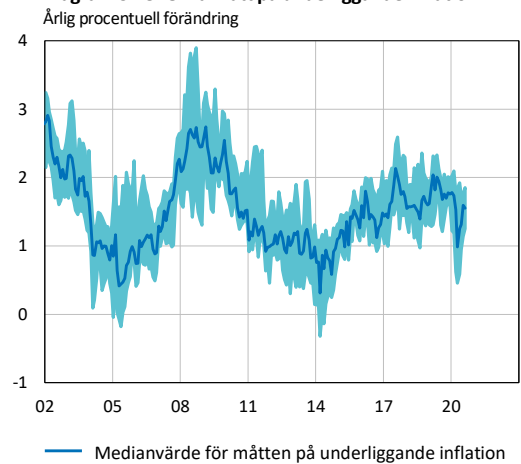
Enligt Konjunkturbarometern sjönk näringslivets förväntningar om försäljningspriserna rejält och var på historiskt låga nivåer under det första kvartalet. Under andra kvartalet har de stigit något, men från mycket låga nivåer. Ökningstakten i de flesta priserna i producentled, och i synnerhet importpriserna, har fallit tydligt de senaste månaderna, vilket till stor del hänger samman med att kronan blivit starkare. Priserna på konsumtionsvaror producerade och sålda i Sverige stiger däremot fortsatt snabbare än normalt i producentledet (se diagram 3:29).

Inflationen väntas bli mycket låg 2020, men något högre än bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juli. Runt årsskiftet väntas de tillfälliga effekterna klinga av och inflationen stiga. Även Riksbankens modellprognos, som sammanfattar information från ett stort antal indikatorer som prisplaner, producentpriser och växelkurser, pekar på att inflationen kommer att bli låg i år (se diagram 3:30). Under resten av 2020 ligger bedömningen något högre än modellprognosen. Det beror på att modellen inte antas fånga den nya dynamiken som ändrade mätmetoder och tillfälliga effekter medför. I bedömningen ligger bland annat att vissa sektorer, som har påverkats särskilt mycket av krisen, väntas kompensera sig under hösten genom att höja priserna lite extra.

#### Inflationen stiger gradvis de närmaste åren

I början av 2021 stiger inflationen. Det beror delvis på att den oväntat stora effekten av justerade vikter i konsumtionskorgen 2020 inte längre påverkar inflationen. Andra tillfälliga effekter, mer direkt kopplade till coronapandemin, väntas också minska gradvis och bidra till att inflationen stiger. Energipriserna väntas fortsätta stiga från dagens nivåer, vilket också

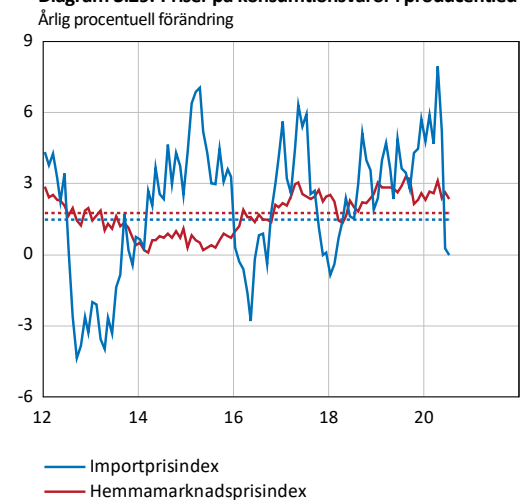
**Diagram 3:28. Olika mått på underliggande inflation**



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

**Diagram 3:29. Priser på konsumtionsvaror i producentled**



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



ger ett positivt bidrag till KPIF-inflationen. Men samtidigt har kronan stärkts och kostnadstrycket är lågt vilket bidrar till att inflationen dämpas under nästa år innan den återigen börjar stiga.

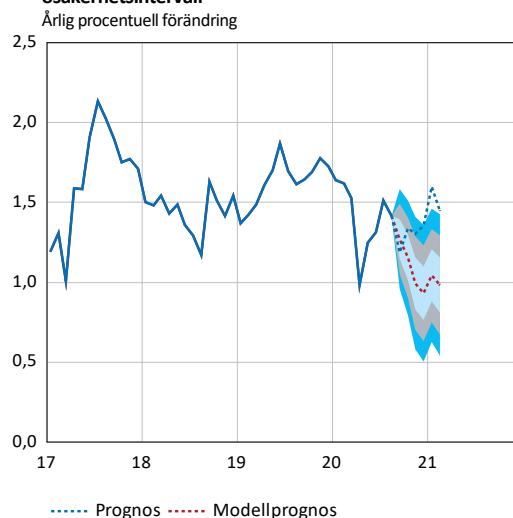
Det är fortfarande svårt att veta hur den nuvarande krisen kommer att påverka inflationen på sikt. Vissa faktorer talar för att den kan bidra till högre inflation, medan andra pekar mot lägre prisökningar på sikt.

Störningar på ekonomins utbudssida kan leda till att inflationen stiger. Ökande antal konkurser riskerar att försämra konkurrensen och därmed leda till högre prisökningar. Krisen skulle även kunna leda till ett minskat utbyte av varor och tjänster med omvärlden, vilket också kan bidra till högre inflation.<sup>29</sup>

Det finns också faktorer som talar för en inflation fortsatt under målet de närmaste åren. Kronan stärks gradvis och resursutnyttjandet i ekonomin väntas vara betydligt lägre än normalt under hela prognosperioden. Samtidigt väntas företagens kostnader öka långsammare än normalt. Om krisen blir långvarig riskerar också inflationsförväntningarna att bita sig fast på låga nivåer.

Riksbankens sammanfattande bedömning är att inflationen i Sverige stiger gradvis i takt med att efterfrågan stärks, lönerna ökar snabbare och inflationen i omvärlden stiger. Den relativt svaga efterfrågan och det fortsatt låga resursutnyttjandet i Sverige och i omvärlden bromsar dock ökningstakten i inflationen. Samtidigt finns det faktorer som bedöms leda till en högre prisökningstakt under den senare delen av prognosperioden (se diagram 3:31).

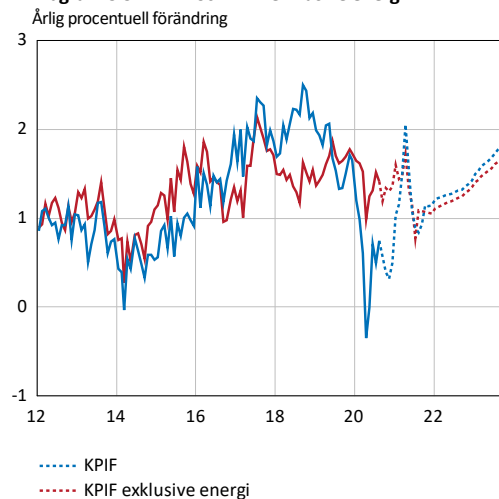
**Diagram 3:30. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall**



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

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:31. KPIF och KPIF exklusive energi**



Källor: SCB och Riksbanken

<sup>29</sup> För en diskussion om sådana faktorer se fördjupning "Inflationsutsikter under coronakrisen" i den penningpolitiska rapporten i juli 2020.

## FÖRDJUPNING – Två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen

För att illustrera den stora osäkerhet som omgärdar huvudscenariot presenteras här den ekonomiska utvecklingen i två olika scenarier. I det ena scenariot kommer en ny större våg av smittspridning senare i år, vilket gör att begränsningarna av samhällslivet blir större än i dagsläget. Det leder till en ny nedgång i den ekonomiska aktiviteten i både omvärlden och Sverige. Scenariot utgår också från att nedgången försvagar den svenska bostadsmarknaden och att produktionen på längre sikt påverkas av att konkurserna blir fler, arbetslösheten sjunker långsammare och investeringarna hålls tillbaka ytterligare. Jämfört med huvudscenariot tar det därför betydligt längre tid för ekonomin att nå tillbaka till nivån före krisen.

Det andra scenariot innebär tvärtom att återhämtningen sker snabbare än i huvudscenariot. Antagandet är då att smittspridningen minskar till mycket låga nivåer under hösten och samhällslivet återgår till det normala i stor utsträckning samtidigt som stämningläget hos hushåll och företag förbättras snabbt. Till sammans med fortsatt stora ekonomisk-politiska stimulanser bidrar det till att fallet i produktionen under andra kvartalet kan vara återhämtat betydligt tidigare än i huvudscenariot.

Ett tekniskt antagande i båda scenarierna är att penningpolitiken är densamma som i huvudscenariot, men Riksbanken har alltid beredskap att agera om konjunktur- och inflationsutsikterna skulle förändras. En snabbare uppgång i ekonomin skulle dock inte automatiskt vara ett skäl att på olika sätt göra penningpolitiken mindre expansiv.

### Coronapandemin dominerar fortfarande riskbilden

Coronapandemin håller fortfarande ett grepp om samhällslivet och liksom under våren och sommaren dominerar pandemin riskbilden och gör prognoser för den ekonomiska utvecklingen mycket osäkra. Det finns en tydlig risk att smittspridningen tar fart igen, vilket illustreras av utvecklingen i flera europeiska länder den senaste tiden. Restriktioner och frivilliga begränsningar av samhällslivet för att minska fysiska kontakter skulle då hålla tillbaka den ekonomiska utvecklingen i ännu större utsträckning än de gör i dagsläget. Å andra sidan har antalet inlagda för intensivvård och coronarelaterade dödsfall minskat i flera av de länder som drabbades hårt under våren. Återhämtningen framöver kommer därför till stor del att avgöras av vad som händer med smittspridningen, huruvida en eventuell ökad smittspridning på nytt driver upp intensivvårds- och dödsfallen och hur mycket samhällslivet påverkas.

### Utvecklingen har varit ungefär i linje med Riksbankens huvudscenario i juli

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden under sommaren har överlag varit i linje med den bild som Riksbanken tecknade i huvudscenariot i juli, även om begränsningarna av samhällslivet inte har lättats i den utsträckning som huvudscenariot utgick från. BNP i omvärlden och i Sverige

föll kraftigt under första halvåret men produktionen har börjat återhämta sig och indikatorer på utvecklingen på kort sikt ger en bild av att uppgången fortsätter.

### Två scenarier för den ekonomiska utvecklingen

För att illustrera den stora osäkerhet som omgärdar huvudscenariot i kapitel 3 redovisas här två alternativa scenarier för utvecklingen framöver. Alternativscenarierna liknar de i julirapporten i den meningen att de baseras på ett mer optimistiskt respektive ett mer pessimistiskt antagande än det i huvudscenariot när det gäller smittspridningen och effekterna av åtgärderna 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 våg av smittspridning komma senare i år i både Sverige och omvärlden. Restriktioner och frivilliga begränsningar av samhällslivet ökar därför återigen, vilket medför en ny ekonomisk nedgång. Det andra scenariot illustrerar istället en mer gynnsam utveckling i både Sverige och omvärlden där smittspridningen och begränsningarna minskar till mycket låga nivåer i höst, vilket lägger grunden för en snabbare ekonomisk uppgång 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 av smittspridning
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Graden av immunitet är låg och smittspridningen ökar i slutet av 2020.</li> <li>• Nya restriktioner och frivilliga begränsningar av fysiska kontakter påverkar samhällslivet i både Sverige och omvärlden.</li> <li>• Stora stimulansåtgärder av regeringar och centralbanker stödjer utvecklingen men kan inte motverka en ny ekonomisk nedgång. Ytterligare penningpolitiska åtgärder kan också behöva vidtas.</li> <li>• En mer utdragen period av låg ekonomisk aktivitet leder till fler konkurser, långvarigt högre arbetslöshet och minskade investeringar, vilket påverkar produktionen på längre sikt.</li> <li>• Högre arbetslöshet och ett mer pessimistiskt stämningsslag påverkar den svenska bostadsmarknaden, där priserna faller och nyproduktionen minskar.</li> </ul>
Scenario med snabbare ekonomisk uppgång
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Smittspridningen minskar till mycket låga nivåer under hösten och har i princip upphört nästa år.</li> <li>• Samhällslivet återgår till det normala i stor utsträckning och stämningsslaget förbättras snabbt bland hushåll och företag.</li> <li>• Fortsatt stora ekonomisk-politiska stimulanser stödjer återhämtningen. Prisuppgångar på finansmarknaderna bidrar också till att öka efterfrågan och företagets finansieringssituation förbättras.</li> <li>• Nedgången i den ekonomiska aktiviteten under våren 2020 får inga eller små effekter på den långsiktiga produktionskapaciteten.</li> <li>• Huspriserna fortsätter att stiga.</li> </ul>

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

### En andra våg av smittspridning gör att den ekonomiska aktiviteten i omvärlden minskar tydligt igen i år

Det alternativa scenariot med en andra våg utgår från antagandet att smittspridningen ökar markant senare i år. Även om utbrottet inte blir lika stort som i våras antas det vara så pass omfattande att begränsningarna av samhällslivet ökar igen, snarare än att vara ungefär oförändrade resten av året som huvudscenariot utgår från.

Jämfört med utvecklingen i våras skulle en ny våg av smittspridning sannolikt inte få lika stora negativa effekter på BNP-tillväxten i USA och euroområdet. Åtgärderna för att begränsa smittspridningen kommer sannolikt att vara mindre omfattande och beredskapen för coronaviruset är också högre. De kommer dock att störa produktionen och påverka hushållen negativt. Den ekonomiska aktiviteten i omvärlden minskar därför tydligt igen mot slutet av året. Inflationen blir också klart lägre än i huvudscenariot på grund av att resursutnyttjandet blir svagare.

### Den andra vågen av smittspridning håller tillbaka svensk ekonomi och en nedgång på bostadsmarknaden tynger utvecklingen ytterligare

Att den ekonomiska aktiviteten i omvärlden minskar tydligt mot slutet av året påverkar den svenska exporten negativt. Större begränsningar av samhällslivet innebär dessutom att efterfrågan minskar och stämningsslaget

bland hushållen och företagen försämras igen. Detta innebär sammantaget att BNP i Sverige faller på nytt under sista kvartalet i år (se diagram 3:32). Eftersom begränsningarna i omvärlden antas bli mindre omfattande än under våren blir dock fallet inte lika stort som under andra kvartalet. I detta scenario minskar BNP med 4,9 procent 2020.

Scenariot utgår från att smittspridningen avtar under 2021 och att begränsningarna av samhällslivet därför lättas nästa år. Den långa perioden med mycket låg aktivitet i ekonomin i detta scenario pressar dock företagen ytterligare. Konkurserna blir därför fler och arbetslösheten fortsätter att stiga till cirka 12 procent (se diagram 3:33).

Minskad ekonomisk aktivitet och fler varsel bidrar sannolikt till att bostadsmarknaden påverkas mer negativt än under våren. Bostadspriserna och bostadsbyggandet antas därför utvecklas svagare under 2021 i detta scenario än i huvudscenariot. Produktionen på lång sikt påverkas också mer eftersom konkurserna blir fler och investeringarna färre. Även på tre års sikt är BNP-nivån i detta scenario lägre än i huvudscenariot (se diagram 3:32). Antalet arbetslösa som tappar anknytningen till arbetsmarknaden blir sannolikt också större, vilket gör att det tar betydligt längre tid för arbetslösheten att sjunka (se diagram 3:33).

Den nya nedgången i den ekonomiska aktiviteten håller tillbaka prisökningarna. I scenariot med en andra våg blir inflationen tydligt lägre än i huvudscenariot framför allt det kommande året (se diagram 3:34).

Scenariot är gjort under antagandet att både finans- och penningpolitiken är densamma som i huvudscenariot. Om en andra våg av smittspridning skulle komma och den ekonomiska aktiviteten falla på nytt skulle rimligtvis de ekonomisk-politiska åtgärderna utökas för att stödja ekonomin ytterligare. I en ny nedgång skulle fallet därför sannolikt bli mindre än vad scenariot indikerar.

Efterfrågan i ekonomin kan effektivt stötts med finanspolitik eftersom de offentliga finanserna är starka och ränteläget lågt. Penningpolitiken har goda möjligheter att hantera problem som kan uppstå på de finansiella marknaderna, till exempel försämrade kreditförsörjning eller stigande riskpremier som pressar upp sluträntor till hushåll och företag. Även reporäntan skulle kunna sänkas om det bedöms vara verkningsfullt, särskilt om förtroendet för inflationsmålet skulle vara hotat. För att ge ekonomin det bästa stödet är samspelet mellan penningpolitik och finanspolitik viktigt.

### Låg smittspridning och allt färre begränsningar under hösten möjliggör snabbare ekonomisk uppgång

Ett mer optimistiskt scenario än prognosen som beskrivs i huvudscenariot är att spridningen av coronaviruset minskar till mycket låga nivåer under hösten och i stort sett försvinner helt nästa år. Det skulle kunna innebära att

samhällslivet relativt snabbt återgår till det normala i stor utsträckning och att stämningläget hos hushållen och företagen förbättras, i Sverige liksom i omvärlden. Störningarna i företagets produktion blir då allt mindre samtidigt som efterfrågan ökar stadigt och företagen kommer igång med sina investeringar. En expansiv penningpolitik och de stora finanspolitiska stimulanserna som lanserats bidrar också till att efterfrågan ökar.

I detta scenario kan aktiviteten i ekonomin stiga snabbt och produktionen öka kraftigt under andra halvåret i år, i både omvärlden och Sverige. För svensk del skulle det kunna innebära att BNP är tillbaka på samma nivå som före krisen redan kring årsskiftet (se diagram 3:32). Under 2020 minskar BNP med 3,3 procent i genomsnitt men tillväxten ökar sedan markant under 2021. Även om den kraftiga ekonomiska nedgången under våren innebar konkurser och stigande arbetslöshet gör den relativt snabba uppgången att effekterna på produktionen på lång sikt blir måttliga. I detta scenario sjunker arbetslösheten stadigt och närmar sig nivån före krisen betydligt snabbare än i huvudscenariot (se diagram 3:33).

#### En snabbare ekonomisk uppgång kommer också att innebära att inflationen ökar i snabbare takt

Större prisökningar i omvärlden i kombination med en allt högre inhemsk efterfrågan, förbättringar av läget på arbetsmarknaden och ett växande kostnadstryck i företagen bidrar till att inflationen i Sverige stiger snabbare upp mot målet på 2 procent (se diagram 3:34).

I scenariot är inflationen mycket nära inflationsmålet mot slutet av 2022 och ökningstakten avtar sannolikt inte därefter. Undantaget en tillfällig topp nästa år kommer dock inflationen fram till dess att vara under 2 procent. Det tar dessutom tid för arbetslösheten att komma ned till mer normala nivåer. Även om utvecklingen på det här viset skulle bli starkare än i huvudscenariot skulle det inte vara ett skäl att på olika sätt göra penningpolitiken mindre expansiv.

**Tabell 3:2. Scenario med andra våg av smittspridning**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt, kalenderkorrigerade data

	2020	2021	2022
KPIF	0,4	0,7	1,1
BNP	-4,9	1,2	5,4
Arbetslöshet, 15–74 år*	9,2	10,9	9,3
Sysselsatta, 15–74 år	-2,4	-1,5	2,3

\*Procent av arbetskraften

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 3:3. Scenario med snabbare ekonomisk uppgång**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt, kalenderkorrigerade data

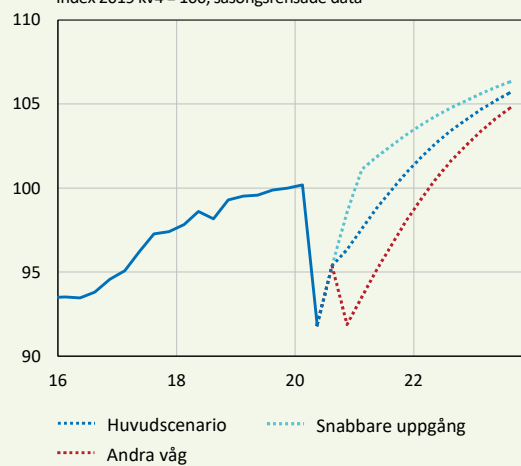
	2020	2021	2022
KPIF	0,6	1,7	1,5
BNP	-3,3	6,0	2,3
Arbetslöshet, 15–74 år*	8,5	8,2	7,6
Sysselsatta, 15–74 år	-1,6	1,0	1,5

\*Procent av arbetskraften

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:32. BNP**

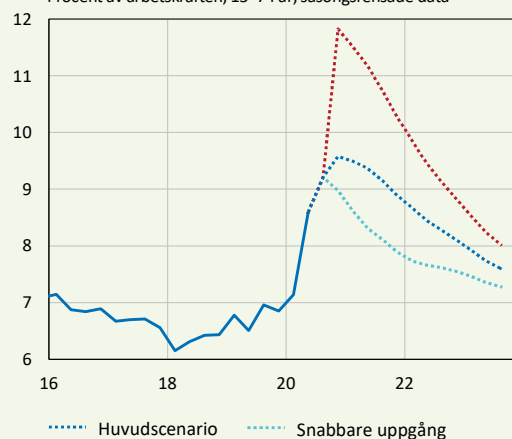
Index 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:33. Arbetslöshet**

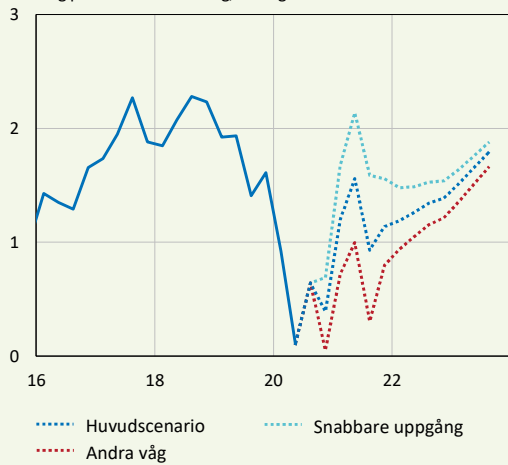
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:34. KPIF**

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

## Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges 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 (0,00)	0,00 (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)	0,5 (0,4)	1,2 (1,4)	1,3 (1,4)
KPIF exkl. energi	1,4 (1,4)	1,6 (1,6)	1,4 (1,3)	1,2 (1,4)	1,2 (1,3)
KPI	2,0 (2,0)	1,8 (1,8)	0,6 (0,5)	1,1 (1,4)	1,3 (1,4)
HIKP	2,0 (2,0)	1,7 (1,7)	0,7 (0,5)	1,2 (1,4)	1,2 (1,4)

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 (0,0)
10-årsränta	0,7 (0,7)	0,1 (0,1)	0,0 (0,1)	0,4 (0,5)	0,7 (0,8)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	117,6 (117,6)	122,1 (122,1)	118,7 (120,6)	115,4 (118,5)	114,0 (116,0)
Offentligt finansiellt sparande*	0,8 (0,8)	0,4 (0,3)	-4,5 (-6,6)	-2,6 (-2,7)	-0,6 (-0,7)

\* 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	1,8 (1,9)	1,3 (1,2)	-8,5 (-8,1)	5,6 (6,3)	3,8 (3,7)
USA	0,15	0,08	3,0 (2,9)	2,2 (2,3)	-4,3 (-5,8)	4,4 (5,1)	3,4 (4,9)
Japan	0,04	0,02	0,3 (0,3)	0,7 (0,7)	-5,5 (-5,0)	2,5 (2,9)	1,4 (1,5)
Kina	0,19	0,09	6,6 (6,6)	6,1 (6,1)	2,0 (0,6)	9,4 (10,2)	5,7 (5,8)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,6 (2,6)	2,0 (2,0)	-6,2 (-6,3)	5,6 (5,9)	4,3 (4,4)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,6 (3,6)	2,9 (2,9)	-3,0 (-3,2)	5,8 (6,3)	3,6 (4,4)

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 baserade 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)	0,4 (0,6)	1,0 (1,3)	1,4 (1,4)
USA	2,4 (2,4)	1,8 (1,8)	1,2 (0,9)	1,9 (1,6)	2,0 (2,0)
Japan	1,0 (1,0)	0,5 (0,5)	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,4 (0,4)
KIX-vägd	2,2 (2,2)	1,8 (1,8)	1,2 (1,3)	1,5 (1,7)	1,9 (1,9)

	2018	2019	2020	2021	2022
Styrränta i omvärlden, procent	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,4)	-0,3 (-0,4)
Råoljepris, USD/fat Brent	71,5 (71,5)	64,1 (64,1)	43,4 (40,8)	46,8 (42,4)	48,8 (45,1)
Svensk exportmarknad	3,9 (3,8)	2,5 (2,4)	-10,2 (-11,0)	8,3 (6,5)	7,1 (7,2)

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

\* 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)	0,4 (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)	0,5 (0,6)
Potentiell BNP	1,8 (1,7)	1,7 (1,6)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	1,6 (1,7)
BNP, kalenderkorrigerad	2,1 (2,1)	1,3 (1,2)	-3,9 (-4,8)	3,5 (3,5)	3,7 (4,1)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,8 (1,8)	-0,3 (-0,3)	-4,1 (-5,0)	1,9 (2,9)	2,2 (2,2)
Sysselsatta, 15–74 år	1,5 (1,5)	0,7 (0,7)	-1,8 (-2,1)	-0,1 (-0,1)	1,6 (1,9)
Arbetskraft, 15–74 år	1,1 (1,1)	1,1 (1,1)	0,2 (-0,1)	0,6 (0,5)	0,6 (0,8)
Arbetslöshet, 15–74 år*	6,3 (6,3)	6,8 (6,8)	8,6 (8,7)	9,2 (9,2)	8,4 (8,3)
BNP-gap**	1,3 (1,4)	0,9 (0,9)	-4,6 (-5,5)	-2,7 (-3,7)	-0,6 (-1,4)
Tim-gap**	1,8 (1,8)	0,8 (0,8)	-4,0 (-5,1)	-2,7 (-2,7)	-1,1 (-1,1)

\* 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	2,6 (2,5)	2,6 (2,6)	1,7 (2,1)	2,3 (2,2)	2,7 (2,7)
Timlön, NR	2,7 (2,7)	3,9 (3,9)	4,3 (4,9)	0,4 (0,0)	2,5 (2,5)
Arbetsgivaravgifter*	0,7 (0,7)	0,1 (-0,1)	-1,2 (-1,1)	0,9 (1,1)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	3,4 (3,4)	4,0 (3,8)	3,2 (3,7)	1,4 (1,1)	2,5 (2,5)
Produktivitet	0,2 (0,2)	1,6 (1,5)	0,2 (0,3)	1,6 (0,5)	1,5 (1,8)
Arbetskostnad per producerad enhet	3,4 (3,4)	2,5 (2,4)	3,0 (3,5)	-0,3 (0,6)	1,0 (0,6)

\* 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 korttidspermittera innebär att det är möjligt för företagen att minska antalet timmar samtidigt som lönesumman inte kommer minska lika mycket. Det gör att timlönerna enligt NR ökar relativt snabbt i år. Nästa år bedöms de flesta anställda arbeta normal tid vilket i sin tur leder till att ökningstakten i timlönerna enligt NR blir låga jämfört med i år. 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)