



# Penningpolitiskt protokoll

september 2020



# Sammanfattning

*Vid det penningpolitiska mötet den 21 september beslutade Riksbankens direktion att behålla reporäntan oförändrad på noll procent. Riksbankens nollränta och omfattande åtgärdsprogram ger fortsatt stöd åt den ekonomiska utvecklingen och bidrar till att inflationen stiger mot målet.*

Coronapandemin har dominerat utvecklingen i världsekonomin det senaste halvåret. I den första akuta fasen under våren drabbades många länder av kraftiga BNP-fall, stigande arbetslöshet och oro på de finansiella marknaderna. Ledamöterna konstaterade att de åtgärder som har vidtagits av regeringar och centralbanker världen över har bidragit till att lugna marknaderna, att lindra den ekonomiska nedgången och att återhämtningen har kunnat påbörjas. Men man betonade samtidigt att pandemin ännu inte är över. Vägen tillbaka är lång och kantad av osäkerhet, inte minst kring krisens långsiktiga effekter, och den ekonomiska återhämtningen är beroende av ett omfattande ekonomisk-politiskt stöd.

Ledamöterna framhöll att Riksbankens åtgärder under pandemin fått avsedda effekter.

Kreditförsörjningen har fortsatt att fungera och räntor till hushåll och företag har hållits låga, trots den omfattande krisen. Genom att säkerställa detta bidrar penningpolitiken till att mildra krisens effekter och ge förutsättningar för en ekonomisk återhämtning. I förlängningen medför detta att inflationen stiger mot målet. Ledamöterna ansåg därför att det är lämpligt att fortsätta att köpa tillgångar och erbjuda likviditet inom alla de program som lanserats hittills under året och att lämna reporäntan oförändrad på noll procent.

Om det finns behov av mer penningpolitisk stimulans är en ytterligare expansion av balansräkningen fortsatt ett viktigt verktyg. Flera ledamöter konstaterade att utrymmet för att sänka räntan är begränsat men att en sådan åtgärd inte är utesluten. Vilka åtgärder som skulle vara mest effektiva beror på situationen och vad som sker inom andra politikområden, inte minst finanspolitiken.

Inflationsutfallen har på senare tid varit högre än väntat, men statistiken är just nu svårtolkad och utvecklingen framöver är osäker. Bedömningen är att det tar tid innan inflationen varaktigt når målet. Flera ledamöter menade att om inflationen under en tid skulle bli högre än målet behöver detta inte vara ett skäl för att göra penningpolitiken mindre expansiv.



# PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 9

DATUM: 2020-09-21  
MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande  
Cecilia Skingsley  
Anna Breman, på distans  
Martin Flodén, på distans  
Per Jansson, på distans  
Henry Ohlsson, på distans  
---  
Susanne Eberstein, ordförande, riksbanksfullmäktige  
---  
Vesna Corbo, på distans  
Charlotta Edler  
Dag Edvardsson  
Mattias Erlandsson  
Frida Fallan  
Anders Gånge, på distans  
Jesper Hansson  
Jens Iversen, på distans  
Petra Lennartsdotter, på distans  
Henrik Lundvall  
Pernilla Meyersson  
Ann-Leena Mikiver  
Marianne Nessén, på distans  
Jessica Penzo  
Bengt Petersson, på distans  
Olof Sandstedt, på distans  
Åsa Olli Segendorf, på distans  
Maria Sjödin, på distans  
Jens Vahlquist (§ 1-3a)  
Ingrid Wallin Johansson (§ 1-3a)

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

## §3a. Den ekonomiska utvecklingen

### Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

**Ingrid Wallin Johansson**, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i juni har utvecklingen på räntemarknaderna varit jämförelsevis lugn. Räntorna på statsobligationer i Tyskland, USA och Sverige har handlats inom ett förhållandevis snävt intervall, samtidigt som marknadsräntorna på lån med kort löptid pressats nedåt av de stora likviditetsöverskotten. På valutamarknaderna har den amerikanska dollarn fortsatt att försvagas. Lejonparten av försvagningen skedde i juli och dollarn tappade då i värde gentemot ett stort antal andra valutor, däribland euron och den kinesiska yuaneln.

I slutet av våren och början av sommaren återkom riskaptiten bland investerare på de finansiella marknaderna. Utvecklingen har hållit i sig över sommaren och överlag har aktieindex stigit, även om det skett en del nedgångar de senaste veckorna. Trenden med stigande aktiepriser har varit starkast i amerikanska techbolag. På börserna i Europa har utvecklingen varit mer blygsam, men Stockholmsbörsen har noterat uppgångar som varit jämförbara med de på Wall Street. Riskaptiten har hållit i sig även på marknaderna för företagsobligationer och kostnaden för att försäkra sig mot betalningsinställelse hos de emitterande bolagen har fallit överlag.

Från världens ledande centralbanker har det inte offentliggjorts några nya, omfattande åtgärdsprogram under sommaren. Men kommunikationen från centralbankerna har ändå följts noggrant på finansmarknaderna. Marknaden bedömer att den europeiska centralbanken, ECB, genom sitt pandemiköpprogram kommer att absorbera lejonparten av det ökade utbud av statsobligationer som kommer av de finanspolitiska stimulansåtgärderna i euroområdet. Analytiker har vidare fäst stor vikt vid de uttalanden rörande eurons växelkurs som gjorts av olika företrädare för ECB. Det har även varit stort fokus på den kommunikation som kommit från den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, angående dess förändrade penningpolitiska strategi.

På valutamarknaderna stärktes den svenska kronan under sommaren, i första hand gentemot den amerikanska dollarn. När det gäller förväntningarna inför dagens penningpolitiska möte räknar i princip alla marknadsaktörer med en oförändrad reporänta. Man tror heller inte på några beslut om nya eller utökade åtgärdsprogram.

## Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

**Olof Sandstedt**, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för banksystemets finansiering, företagens situation och prisutvecklingen på bostadsmarknaden. Räntorna på svenska säkerställda obligationer har kommit ned ytterligare sedan det penningpolitiska mötet i juni. För obligationer med en löptid på 5 år ligger räntan nu kring 0,15 procent. Även räntorna på korta interbanklån har sjunkit något den senaste tiden och räntan på kontrakt med 3-månaders löptid ligger nu strax under noll. Funktionaliteteten på de svenska räntemarknaderna bedöms överlag vara god. Även likviditeten på dollarmarknaden bedöms vara tillfredsställande.

I Sverige ökade konkurserna under coronapandemins inledning, men under sommaren har de fallit tillbaka till mer normala nivåer. De svenska storbankernas samlade reserveringar för kreditförluster ökade under det andra kvartalet. Om krisen blir långvarig och återhämtningen tar tid ökar risken för att tidigare livskraftiga bolag i större utsträckning drabbas av konkurser. När det gäller bostadspriserna uppmättes en nedgång i krisens tidiga skede, i mars och april. Men från och med maj har priserna på bostadsmarknaden vänt uppåt och i augusti steg de med 8,1 procent jämfört med nivån ett år tidigare.<sup>1</sup> Hur bostadspriserna kommer att utvecklas under den närmaste tiden är förstås fortsatt osäkert.

**Mattias Erlandsson**, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för den ekonomiska utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet den 30 juni och för de penningpolitiska åtgärder som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle samla en majoritet av direktionen vid dagens möte. Den penningpolitiska beredningsprocessen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 4, 7 och 10 september. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett direktionsmöte den 15 september.

Erlandsson tog upp några av de aspekter som har diskuterats särskilt ingående under beredningen och som i flera fall behandlas i fördjupningar i utkastet till penningpolitisk rapport. Det handlar om bedömningen av styrkan i återhämtningen samt risken för bakslag mot bakgrund av bland annat pandemins utveckling. Andra aspekter som har varit betydelsefulla under arbetets gång är effekterna av penningpolitiken, kreditförsörjningen till små och stora företag och utvecklingen för korta och långa räntor, såväl på säkra som mer riskfyllda tillgångar. En annan viktig faktor som har diskuterats är finanspolitiken i Sverige och omvärlden, inklusive effekter av EU:s paket "Next Generation EU".

---

<sup>1</sup> Här avses HOX Sverige som publiceras av Valueguard. Den månatliga förändringen i prisindex var negativ i mars och i april men har varit positiv sedan maj.

Det är nu ett drygt halvår sedan pandemin började spridas över världen och den pågår fortfarande i högsta grad: Smittspridningen fortsätter globalt och har tagit ny fart i flera länder i Europa, efter att ha varit dämpad under sommaren. Att rapporterade nya fall ökar beror delvis på ett större antal tester, men det finns ändå tecken på ökad smittspridning i flera länder. Denna ökning i Europa innebär att det antagande som fanns i den penningpolitiska rapporten i juli med dämpad smittspridning och en gradvis minskning av begränsningsåtgärder i höst nu förefaller mindre sannolikt. Prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten bygger nu istället på ett antagande om sammantaget oförändrade åtgärder i höst. Först nästa år antas i rapportutkastet att begränsningsåtgärderna gradvis fasas ut.

Faktumet att pandemin lever kvar på ett påtagligt sätt kommer att få återverkningar på den ekonomiska utvecklingen. Den globala ekonomin har visserligen förbättrats påtagligt jämfört med mars och april när många ekonomier var helt nedstängda. Men jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli har det gjorts en nedrevidering av prognosen för BNP-tillväxten under andra halvåret i Europa. Framöver väntas återhämtningen fortsätta, men i en lugnare takt.

Bedömningen är att det kommer att ta flera år innan den globala ekonomin har läkt efter pandemin. Det är dessutom troligt att effekterna i viss mån kommer att leva kvar även när pandemin är över. BNP-nivån är i prognosen till exempel inte tillbaka till den nivå som tecknades i den penningpolitiska rapporten i februari, det vill säga före pandemins utbrott. Riskerna för utvecklingen bedöms dessutom vara på nedsidan.

Utvecklingen i svensk ekonomi under sommaren har varit något starkare än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i juli. Statistik på månadsfrekvens eller högre frekvens pekar på en tydlig återhämtning i BNP, inte minst genom en uppgång i hushållens konsumtion. Aktivitetsindikatorn steg till exempel tydligt i juli. BNP-nivån är dock alltså låg efter det rekordstora fallet på drygt åtta procent under det andra kvartalet.

Framåtblickande indikatorer pekar på en fortsatt uppgång under hösten och BNP-tillväxten för i år bedöms nu bli  $-3,6$  procent, jämfört med  $-4,5$  procent i prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli. Även om prognosen innebär ett nära på rekordstort fall bedöms utvecklingen bli avsevärt starkare än i till exempel euroområdet, där fallet i BNP i år bedöms bli omkring åtta procent. Omfattande finans- och penningpolitiska åtgärder har bidragit till att dämpa fallet i både svensk ekonomi och omvärlden.

Utvecklingen av svensk ekonomi är i hög grad beroende av vad som sker i omvärlden. Den svaga utvecklingen där bidrar till att det kommer att ta lång tid även för den svenska ekonomin att återhämta fallet och som flera gånger tidigare i samband med större kriser kommer även utvecklingen på längre sikt att påverkas negativt.

Den svaga efterfrågan har satt tydliga spår på svensk arbetsmarknad. Trots omfattande riktat stöd från regeringen för att underlätta för företagen att behålla sin personal har arbetslösheten stigit kraftigt. Informationen från arbetsmarknaden under sommaren pekar visserligen på en viss stabilisering, men mot bakgrund av att efterfrågan alltså är låg väntas arbetslösheten stiga ytterligare fram till årsskiftet.

I Budgetpropositionen för 2021 som presenterades idag föreslår regeringen åtgärder som försvagar de offentliga finanserna med drygt 100 miljarder kronor nästa år. Detta är i linje med den finanspolitik som antas i prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport. Finanspolitiken ger därmed ett tydligt bidrag till återhämtningen i svensk ekonomi.

Riksbankens olika mått pekar på att den underliggande inflationen har varit relativt oförändrad under året. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi var till exempel 1,4 procent i augusti, vilket bara är någon tiondel lägre än strax före pandemin. Fallande energipriser pressar dock ned inflationen rejält i år och KPIF-inflationen var 0,7 procent i augusti. Under sommaren har inflationen varit något högre än Riksbanken räknade med i prognosen i juli. Krisen gör dock att vissa priser är svåra att mäta. Dessutom konsumerar hushållen på ett annat sätt än de brukar och det gör att inflationens enskilda månadsutfall blir extra svåra att tolka.

Nästa år bedöms energipriserna stiga och efterfrågan i Sverige och omvärlden öka, vilket bidrar till att KPIF-inflationen blir lite högre än i år, även om sommarens förstärkning av kronan dämpar uppgången. Mot bakgrund av den djupa nedgången är det rimligt att förvänta sig att det dröjer innan inflationen mer varaktigt är tillbaka vid 2 procent. Osäkerheten kring inflationsutsikterna är betydande, vilket beskrevs i en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i juli. Prognoserna bygger på den penningpolitik som avdelningen för penningpolitik bedömer kommer samla en majoritet av direktionen vid dagens penningpolitiska möte. De olika åtgärder som beslutades under våren och sommaren lämnas oförändrade, inklusive programmet för tillgångsköp som löper fram till mitten av 2021 enligt direktionens beslut i juni. Reporäntan lämnas oförändrad på noll procent och banan för reporäntan indikerar en oförändrad reporänta de närmaste åren.

## **§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken**

### **Vice riksbankschef Martin Flodén:**

Jag ställer mig bakom förslagen till beslut i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Jag ställer mig även bakom de prognoser och analyser som presenteras där.

Utvecklingen efter det penningpolitiska mötet i slutet av juni har varit i linje med de prognoser vi då presenterade och även bilden av utvecklingen framöver står sig väl. Coronapandemin medför



att BNP faller kraftigt i år, att arbetslösheten stiger och att inflationen blir låg. Vissa branscher drabbas mycket hårt men den sammantagna ekonomiska nedgången verkar inte bli riktigt lika djup som vi befarade i våras.

Att pandemin ännu inte är över illustreras bland annat av att myndigheterna i flera europeiska länder åter har skärpt sina åtgärder för att begränsa smittspridningen. Osäkerheten är fortsatt stor kring hur pandemin kommer att utvecklas i närtid och hur våra beteenden kommer att förändras på längre sikt som en följd av pandemin. Det här medför att osäkerheten även är ovanligt stor kring den ekonomiska utvecklingen.

Även om den ekonomiska utvecklingen blivit lite bättre än vad vi befarade i våras bedömer jag att behovet av ekonomisk-politiska stödåtgärder är fortsatt stort. Detta bland annat eftersom den förhållandevis gynnsamma utvecklingen förmodligen är ett resultat av de stödåtgärder som satts in och som fortfarande är på plats.

I en fördjupning i den penningpolitiska rapporten beskriver vi hur Riksbankens stödåtgärder under pandemin har fungerat. Det är en beskrivning som jag instämmer i men som jag vill kommentera lite ytterligare.

Vid en ökad oro på finansmarknaderna finns en risk att bankerna stramar åt sin utlåning och höjer utlåningsräntorna till hushåll och företag, och även att företagens möjlighet att låna på obligationsmarknaderna försämras. Detta skulle bland annat medföra att hushållen får problem att finansiera sina bostäder och att livskraftiga företag får problem att finansiera såväl löpande verksamhet som investeringar. Allt detta leder lätt till en ond cirkel där nedgången i en sektor medför ökade problem i övriga ekonomin. Ökade realekonomiska problem kan då leda till en finanskris som i sin tur medför ännu större problem i realekonomin, bland annat att arbetslösheten stiger snabbt och att många företag går i konkurs.

Under mars och april fanns det tendenser till att vissa räntor, främst på osäkra tillgångar, började stiga. Men räntorna på de här tillgångarna har därefter fallit tillbaka och ligger nu på låga nivåer. Som en följd av att bankernas finansieringskostnader har hållits nere har även de räntor som hushåll och företag möter legat kvar på låga nivåer under krisen.

Vid vårt möte i juni konstaterade jag att det inte syns några tydliga tecken på en kreditåtstramning i ekonomin. Riskpremier och utlåningsräntor är låga liksom statens upplåningskostnader. Räntor förväntas förbli låga framöver och avkastningskurvan är i princip helt platt. Bankernas utlåning till hushåll och företag har inte stramats åt. Detta alltså trots en

historiskt snabb och djup inbromsning i den ekonomiska aktiviteten, med ökade konkursrisker och en snabbt stigande offentlig skuldsättning.

Riksbankens åtgärder under pandemin, inklusive de tillgångsköp och utlåningsfaciliteter vi beslutade om vid mötet i juni, verkar alltså ha fungerat väl och fått avsedda effekter. Jag ser inga skäl att idag ändra eller utöka någon av dessa åtgärder. Min bedömning är att de tidigare åtgärder vi beslutat om är nödvändiga och väl kalibrerade för att ränteläget ska förbli lågt och kreditgivningen fortsatt ska fungera trots att ekonomin även framöver kommer att hämmas av pandemins konsekvenser. Genom att säkerställa detta bidrar penningpolitiken till att mildra krisens effekter och ge förutsättningar för en snabbare ekonomisk återhämtning. I förlängningen medför detta dessutom att inflationen stiger snabbare mot målet.

Jag sa inledningsvis att utvecklingen efter mötet i juni har varit i linje med de prognoser vi då presenterade. Men utvecklingen för två variabler har avvikit en del från vår juniprognos och förtjänar att kommenteras. Den första är växelkursen, som har stärkts. Vår nya bedömning är att kronan i handelsviktade termer blir ungefär tre procent starkare under tredje kvartalet än prognosen från juni. Jag ser inte den här kronförstärkningen som ett bekymmer för våra möjligheter att hålla inflationen nära målet. Kronförstärkningen har främst orsakats av att den amerikanska dollarn har försvagats, bland annat i takt med att oron på de finansiella marknaderna har dämpats. Mot euron ligger kronan nu på ungefär samma nivå som vid junimötet, och även på ungefär samma nivå som vid årsskiftet. Det finns inget som tyder på att kronan är övervärderad. Min bedömning är att den svenska ekonomin, och därmed även inflationsutvecklingen på lång sikt, inte hade gynnats av en kronkurs på de svaga nivåer vi såg i mars och april.

Den andra variabeln är inflationen, som under sommaren har blivit högre än vår prognos. Att inflationen har överraskat på uppsidan är välkommet eftersom inflationen ändå är låg. Risken att inflationsförväntningarna ska bli alltför låga är nu lite mindre än i juni. Samtidigt är det förstas viktigt att poängtera att vissa priser nu ändras snabbt och tillfälligt och att det dessutom har varit ovanligt svårt att mäta inflationen under pandemin. Vår bedömning av inflationstrycket på medellång sikt har inte förändrats nämnvärt de senaste månaderna. Osäkerheten kring inflationsutvecklingen är fortsatt stor, särskilt kring hur pandemin kommer att påverka inflationsstrycket på längre sikt. Det finns faktorer som talar för såväl högre som lägre inflationsstryck.

Men inflationen är som sagt redan låg och styrräntan är nära sin effektiva nedre gräns. Även inflationsförväntningarna är lite lägre än vad som är önskvärt, och dessutom har inflationen legat under tvåprocentmålet under en stor del av det senaste decenniet. Allt detta medför att det är

mer oroande och mer problematiskt om inflationen överraskar på nedsidan än på uppsidan. Detta illustreras bland annat av de alternativscenarier som redovisas i en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport.

I det ena scenariot minskar smittspridningen snabbt och den ekonomiska uppgången blir betydligt snabbare än i huvudscenariot. Trots att penningpolitiken antas vara densamma som i huvudscenariot utvecklas både realekonomin och inflationen mer gynnsamt. Det finns alltså ingen anledning att strama åt penningpolitiken i ett sådant scenario, trots att ekonomin utvecklas betydligt starkare än i huvudscenariot. För att få upp inflationsförväntningarna och stärka förtroendet för inflationsmålet skulle det kunna vara motiverat att låta styrräntan ligga kvar på noll även i ett scenario där inflationen stiger ännu tydligare och överstiger två procent.

I det andra scenariot blir istället den ekonomiska nedgången djupare och mer utdragen, vilket bland annat leder till att inflationen ligger kvar långt under målet under en längre tid. I det här scenariot skulle det vara motiverat att föra en ännu expansivare stabiliseringspolitik. Vilka åtgärder som skulle vara mest effektiva beror på hur krisen då utvecklas, men finanspolitiken skulle sannolikt spela en viktig roll. Det finns gott om utrymme att vid behov använda finanspolitiska insatser både för att fortsätta att mildra krisens direkta ekonomiska effekter och för att stimulera efterfrågan i ekonomin. I ett sådant scenario kan det även bli lämpligt att sänka styrräntan, och det gäller särskilt om kronan fortsätter att stärkas snabbt samtidigt som inflationsförväntningarna sjunker.

### **Vice riksbankschef Anna Breman:**

Riksbanken har sedan krisens börjat vidtagit omfattande åtgärder för att skapa förutsättningar för en god återhämtning i svensk ekonomi och för att värna inflationsmålet. Jag stödjer att Riksbanken fortsätter att genomföra omfattande tillgångsköp och erbjuda likviditet inom alla de program som lanserats hittills under året, och att behålla reporäntan oförändrad på noll procent. Jag stödjer också den föreslagna reporäntebanan och den prognos och alternativscenarier som finns i utkastet till penningpolitisk rapport.

Coronapandemin är en ovanlig ekonomisk kris. Inga länder är opåverkade när cirka 30 miljoner människor har bekräftats smittade och över 900 000 människor har avlidit. I Sverige ser vi sedan sommaren en positiv utveckling med lägre dödstal och mindre belastning på vården, men vi ska vara ödmjuka för att det snabbt kan ändras och att vi även påverkas av utvecklingen i vår omvärld.

Jag vill betona tre saker idag. För det första att en expansiv penningpolitik kommer att vara nödvändig under en lång tid. En kris av denna magnitud lämnar djupa sår - återhämtningen

kommer att ta tid. För det andra att balansräkningsåtgärder är ett standardverktyg för centralbanker idag. Om vi behöver göra penningpolitiken mer expansiv är en expansion av balansräkningen troligtvis mer effektivt än en negativ styrränta, men omständigheter kommer avgöra vilken policymix som är mest lämpad. För det tredje att coronapandemin medför stora förändringar i samhället. Vi behöver både analysera hur dessa förändringar påverkar den ekonomiska utvecklingen och pristabilitet, men också vara öppna för nytänkande kring penningpolitiken för att den ska vara effektiv och relevant.

Låt mig börja med behovet av en expansiv penningpolitik. Sedan det förra penningpolitiska mötet har ekonomisk statistik kommit in i linje med Riksbankens prognos och prognosrevideringarna är små. Inflationen har varit något högre än väntat medan olika mått på underliggande inflation och inflationsförväntningarna är stabila. Mätproblem med inflationen består och inflationsutfallen ska fortsatt tolkas med försiktighet - det är viktigt att se till helheten i den ekonomiska utvecklingen. Sammantaget motiverar ekonomisk data att hålla nuvarande åtgärder oförändrade vid dagens möte. En viktig aspekt för mig är att dessa åtgärder avspeglas i prissättningen på finansiella marknader. Nuvarande räntenivåer reflekterar förväntningar om att åtgärderna bibehålls. Signaler om nedtrappning skulle troligtvis medföra stigande räntekostnader för hushåll och företag. Det skulle främst drabba hushåll och företag med små marginaler, samma hushåll som är mest utsatta för risk för arbetslöshet och företag som har högst risk att gå i konkurs. Ett för snabbt tillbakadragande av expansiv penningpolitik skulle därmed riskera den ekonomiska återhämtningen och bidra till att varaktigt negativa effekter av krisen biter sig fast.

I Sverige och i omvärlden lyfts ofta fram stigande tillgångspriser och ökade klyftor i samhället som en effekt av expansiv penningpolitik. En seriös analys och nyanserad debatt av frågan är viktig och välkommen. Forskning kring penningpolitikens effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelning visar att det inte finns några enkla svar på vilka som gynnas och missgynnas av en expansiv penningpolitik.<sup>2</sup> En expansiv penningpolitik tenderar att öka sysselsättning och minska riskerna för att utsatta grupper hamnar i ett permanent utanförskap. Utvecklingen av inkomst- och förmögenhetsfördelning beror dessutom till stor utsträckning på vad som sker inom andra politikområden såsom finanspolitiken och makrotillsynen.

Låt mig fortsätta med min andra punkt om balansräkningsåtgärder. Coronakrisen ökar sannolikheten för policyräntor nära noll under många år framöver. Det gör det mindre attraktivt att återinföra negativ styrränta då potentiellt negativa sidoeffekter (som jag diskuterat i tidigare

---

<sup>2</sup> Se till exempel Andrea Colciago, Anna Samarina och Jakob de Haan (2019), Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey, *Journal of Economic Surveys*, 33(4), 1199-1231, Makoto Nakajima (2015), The Redistributive Consequences of Monetary Policy, *Business Review*, second quarter, 9-16, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Henry Ohlsson (2017), Penningpolitikens fördelningseffekter, tal 7 april, Sveriges riksbank och European Parliament "ECB Quantitative Easing (QE): What are the Side Effects?", 2016.

protokoll) blir större ju längre styrräntan är negativ. Centralbankens verktygslåda flyttas istället allt mer mot balansräkningsåtgärder, som exempelvis köp av obligationer. Men en ökad användning av balansräkningsåtgärder är inte bara en effekt av räntor vid noll. Det är också en funktion av att den finansiella sektorn har förändrats. För att finansiera investeringar väljer svenska företag, regioner och kommuner i allt större omfattning att ge ut obligationer snarare än att använda traditionella banklån. När samhället förändras är det viktigt att Riksbanken anpassar sina verktyg för att penningpolitiken ska vara effektiv och relevant.

En annan effekt av styrräntor nära noll är att fokus flyttas till finanspolitiken. Det är välkommet att många länder inklusive Sverige väljer en expansiv finanspolitik för att hantera krisen. I utkastet till den penningpolitiska rapporten skriver vi om hur finans- och penningpolitik kan motverka olika problem relaterade till pandemin och fungerar som komplement i denna typ av kris. Finanspolitiken kan dessutom vara extra verkningsfull med styrräntor nära den nedre gränsen, men detta bygger på att det låga ränteläget består. Det är ytterligare ett argument för att inte strama åt penningpolitiken för tidigt.

Nu till min sista punkt – öppenhet för nytänkande kring penningpolitiken. Vid förra mötet nämnde jag att ett viktigt arbete under resten av året blir att analysera de förändringar i samhällsekonomin som denna pandemi medför, både i hushållens och företagens beteende och i den ekonomisk-politiska responsen. Sedan det förra penningpolitiska mötet har vi sett förändringar bland annat kring EU:s finanspolitiska ramverk med Next Generation EU, och i Federal Reserves penningpolitiska ramverk. Även ECB har en översyn av ramverket på gång.<sup>3</sup> Utöver ekonomisk-politiska reformer i omvärlden behöver vi även ta hänsyn till strukturella förändringar, som till exempel digitalisering, klimatförändringar och globalisering, som kan ske både snabbare eller långsammare till följd av coronakrisen. Sådana förändringar kan ha positiva eller negativa effekter på arbetsmarknad och produktion. Det kan påverka vår förmåga att upprätthålla prisstabilitet.

Riksbanken har visat på nytänkande i samband med krisen. Många av de åtgärder Riksbanken har infört under krisen är standard runt om i världen, men de är nya för Riksbanken som exempelvis köp av kommunobligationer och säkerställda obligationer. Vi har under hela krisen jobbat med att utvärdera och ändra i implementeringen av våra verktyg för att nå ut brett i ekonomin. Som exempel vill jag lyfta fram att vi har utökat kretsen av penningpolitiska motparter för att nå ut till mindre banker och därmed bättre nå små och medelstora företag. Vi har även valt att inkludera enskilda firmor inom ramverket för lån till banker för vidareutlåning till företag. Ytterligare en

---

<sup>3</sup> Både Fed:s och ECB:s översyner var dock på gång redan innan pandemin.

aspekt relaterat till nytänkande är att se över hur vi kan ta hänsyn till hållbarhet i våra köp av företagsobligationer och att mäta och redovisa växthusgasutsläpp kopplade till dessa köp.

Som fördjupningen i utkastet till den penningpolitiska rapporten beskriver har lån till banker för vidareutlåning till företag och obligationsköpen hittills haft den effekt som eftersträvades.

Coronakrisen har inte spillt över i en finanskris; kreditförsörjningen mot hushåll och företag har upprätthållits. Resultaten av detta är att en ekonomisk återhämtning har påbörjats vilket bidrar till att inflationen på sikt stiger mot det penningpolitiska målet. När samhället nu förändras till följd av pandemin blir nästa steg i nytänkande kring penningpolitiken att analysera vilka nya verktyg eller förändringar i existerande verktyg som Riksbanken skulle kunna använda sig av under kommande år.

Låt mig sammanfatta. En expansiv penningpolitik kommer att vara nödvändig under en lång tid framöver. Vi behöver ha fortsatt stor beredskap för att utvecklingen kan bli sämre än i vårt huvudscenario. Motsatt scenario, det vill säga en starkare återhämtning och högre inflation behöver dock inte vara ett skäl att på olika sätt göra penningpolitiken mindre expansiv. Slutligen, i en värld som snabbt förändras kommer nytänkande kring penningpolitiken vara avgörande för att möta de utmaningar som svensk ekonomi står inför under kommande år.

### **Vice riksbankschef Per Jansson:**

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

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte har vi fått tre nya inflationsutfall, för juni, juli och augusti. Utfallet för KPIF-inflationen i augusti uppgick till 0,7 procent. Sedan juni ifjol har energipriserna genomgående lämnat ett negativt bidrag till inflationen. Så förhåller det sig också för augustiutfallet, där inflationstakten exklusive energipriser skrevs till 1,4 procent. Oavsett om inflationen mäts med eller utan energipriser gäller att samtliga nya utfall överstiger det vi räknade med i den penningpolitiska rapporten i juli. I det här läget, med en inflation som är lägre än den målsatta nivån på 2 procent, är detta välkomna prognosmissar som gärna får fortsätta ett bra tag till.

Även om inflationsmålet är formulerat i termer av hela KPIF vill jag för egen del understryka att jag för stunden, när energipriserna försvagar prisutvecklingen mycket kraftigt till följd av coronakrisen, fäster lite extra stor vikt vid KPIF-inflationen rensad för energipriserna. Pandemin orsakar dock inte bara tillfälliga effekter på inflationen via en stor press nedåt på energipriserna

utan också genom att i hög grad påverka framför allt vissa tjänstepriser.<sup>4</sup> Det gör att olika mått på underliggande inflation mer generellt är av stor betydelse just nu.

Ser vi till de sju mått på underliggande inflation som Riksbanken regelbundet beräknar kan, jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli, öknings noterat för fem av måtten medan två är oförändrade. Medianen ligger på 1,6 procent i augusti, att jämföra med 1,2 procent vid beräkningen i samband med julirapporten. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, uppgick i augusti till 1,7 respektive 1,9 procent.<sup>5</sup> Precis som vid vårt förra penningpolitiska möte drar jag slutsatsen att utvecklingen för den mer trendmässiga eller underliggande inflationstakten är ganska hygglig, till och med något bättre än tidigare.

En annan viktig del i inflationsbilden är inflationsförväntningarna. Även här har tre nya utfall publicerats sedan vårt senaste möte, Prosperas månadsundersökningar för juli och augusti, som bara avser penningmarknadens aktörer, och den större kvartalsenkäten för september, som bland annat också mäter förväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna. Som jag har betonat flera gånger tidigare är det just nu i första hand de mer långsiktiga inflationsförväntningarna som det gäller att följa noga.

När det gäller penningmarknadens aktörer föll de femåriga förväntningarna med en knapp tiondel av en procentenhet i juli men i enkäterna i augusti och september var de högre igen, i stort sett på samma nivå som i juni, just över 1,7 procent.<sup>6</sup> Även mätningarna för de övriga grupperna i den nya större kvartalsundersökningen är förhållandevis stabila. Här kan vi visserligen notera en nedgång med en dryg tiondel av en procentenhet i femårsförväntningarna för arbetstagarorganisationerna men i övrigt är förändringarna mycket små. Med undantag för arbetstagarorganisationerna överstiger samtliga utfall 1,7 procent. Och för arbetstagarorganisationerna ligger utfallet bara en dryg hundradel av en procentenhet under 1,7 procent.

För de långsiktiga inflationsförväntningarna beräknade från obligationsräntor, som generellt sett ligger lägre än de enkätbaserade måtten, spretar bilden en del, med vissa mått som stiger och andra som faller. De omfattande interventionerna från centralbankerna gör det dock svårt att tolka marknadsbaserade mått på förväntad inflation och jag tror därför att man gör klokt i att just nu inte ge dem allt för stor betydelse. Sammanfattningsvis uppfattar jag mot den här

---

<sup>4</sup> Se marginalrutan "Tillfälliga effekter håller inflationen nere 2020" i utkastet till penningpolitisk rapport.

<sup>5</sup> Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

<sup>6</sup> Jag fokuserar som vanligt på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen delvis är mycket låg.

bakgrunden, på samma sätt som på vårt förra penningpolitiska möte, att även utvecklingen av de mer långsiktiga inflationsförväntningarna hittills kan få godkänt.

Den relativt stabila inflationsbilden gör att det i utkastet till penningpolitisk rapport nu på det hela taget föreslås ganska små prognosrevideringar. De största revideringarna görs för utvecklingen under sommaren och hösten nästa år, där prognosen för inflationen skrivs ned med upp till drygt en halv procentenhet. Prognosjusteringarna är en följd av att växelkursen för den svenska kronan har stärkts ganska mycket på senare tid, vilket bedöms påverka inflationen med tidsfördröjning, och att sommarens oväntat höga inflationsutfall ger upphov till en del baseffekter vid samma tidpunkt nästa år.

De här revideringarna av prognosen är dock inte av betydelse för Riksbankens mer grundläggande förmåga att under kommande år klara av att leverera på 2-procentsmålet. Precis som i juliprognosen stiger inflationen gradvis och mot slutet av prognosperioden, från ungefär sommaren 2023, ligger inflationstakten bara ett par tiondelar av en procentenhet under målet. Med en sådan inflationsutveckling finns det ingen anledning att tro att det inte skulle gå att också framöver upprätthålla inflationsmålets roll som ankare i den svenska pris- och lönebildningen.

Med detta går jag över till att kommentera det penningpolitiska läget. Den aktuella inflationsbilden, som jag just har gått igenom, är sådan att jag i dagsläget bedömer antagandena för penningpolitiken i utkastet till penningpolitisk rapport som välavvägda. En något mer expansiv penningpolitik skulle förvisso öka tryggheten kring att vi framöver verkligen kommer att klara av att få upp inflationen på det sätt vi tänker oss det. Men så länge den ganska hyggliga inflationsbilden består och, framför allt, det finns få tecken på några mer allvarliga förtroendeproblem uppfattar jag det som bäst att lämna politiken oförändrad för att inte i onödan slösa med det krut som finns kvar. Utrymmet som nu finns för att göra penningpolitiken mer expansiv – oavsett om det gäller sänkningar av reporäntan eller andra åtgärder – är trots allt inte obegränsat.

När osäkerheten är stor är det också bra att i förväg fundera på handlingsplaner ifall utvecklingen blir en annan än den man förväntar sig. Jag har under hela perioden med pandemin betonat att det finns såväl nedåtrisker som uppåtrisker för inflationen. Medan nedåtriskerna har uppmärksamrats av många bedömare är det betydligt färre, i alla fall hittills, som har fokuserat på uppåtriskerna. Här handlar det bland annat om ett flertal så kallade negativa utbudschocker – stigande energipriser, minskad konkurrens, en tillbakagång i globala värdekedjor och mer protektionism – samt en i många länder kraftigt stigande offentlig skuldsättning, som i förlängningen kan leda till att inflationen tar fart, om detta uppfattas som det enda sättet att kunna hantera skuldbördan. Till bilden hör också att det mycket stora BNP-fallet åtföljs av en



snabb förändring av produktionen i motsatt riktning, vilket kan visa sig vara inflationsdrivande även i ett läge när nivån på resursutnyttjandet är negativ.

En viktig omständighet att klargöra i det här sammanhanget är att jag knappast skulle se något behov av att göra penningpolitiken mindre expansiv även om inflationen under en tid skulle skjuta över inflationsmålet. Som jag har påpekat vid ett antal tillfällen tidigare skulle en sådan utveckling till och med kunna vara önskvärd, om den för med sig att osäkerheten uppåt och nedåt kring målet blir mer symmetrisk. För att jag vid en oväntat hög inflation skulle tycka att penningpolitiken behöver föras i en mindre expansiv riktning skulle det nog krävas att inflationen skjuter över målet både kraftigt och ganska länge – kanske runt 3 procent i, låt oss säga, minst ett år.

Om inflationen däremot skulle överraska på nedsidan är det betydligt mer sannolikt att det blir aktuellt att ändra på politiken, men i det fallet förstås genom att göra den mer expansiv. Riktigt allvarligt skulle läget här givetvis bli om det skulle resultera i grundläggande förtroendeproblem för inflationsmålet. Då återstår, så som jag ser det, bara att göra det som krävs för att motverka en sådan utveckling och det skulle då knappast vara möjligt att komma undan utan att på nytt behöva införa en negativ reporänta.

## **Vice riksbankschef Henry Ohlsson**

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom att fortsätta enligt den plan för åtgärderna som beslutades vid julmötet. Åtgärderna syftar till att hålla räntorna i Sverige låga och se till att kreditförsörjningen i Sverige fungerar. Jag ställer mig också bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell.

Covid-pandemin har helt överskuggat alla andra samhällsfrågor i Sverige och i omvärlden under 2020. Sett till antalet avlidna kulminerade pandemin i Sverige i månadskiftet april maj 2020 då i genomsnitt 86 personer avled varje dag av covid-19.<sup>7</sup> Motsvarande siffra i mitten av september var 2 avlidna per dag i genomsnitt. Antalet intensivvårdade på grund av covid-19 nådde sin topp under andra delen av april med drygt 500 personer. Detta kan jämföras med motsvarande tal den senaste tiden som är drygt 10 personer i intensivvård.<sup>8</sup> För närvarande är det bara 10 av 21 regioner som över huvud taget har någon i intensivvård på grund av covid-19. Många regioner har sänkt sina beredskapslägen.

Folkhälsomyndigheten genomför återkommande undersökningar av pandemins utbredning. I den senast rapporterade undersökningen visade det sig att ingen av de drygt 2 500 deltagarna hade

---

<sup>7</sup> Baserat på data från Folkhälsomyndigheten har jag beräknat genomsnittliga antalet avlidna under de senaste 30 dagarna för varje dag.

<sup>8</sup> Jag har hämtat data från Intensivvårdsregistret.

en pågående infektion av covid-19. Nyligen presenterades också en undersökning av förekomsten av covid-19 bland studenter och medarbetare vid Umeå universitet. Endast 6 av 9 900 undersökta hade en aktiv covid-19-infektion. Det är givetvis mycket glädjande att situationen är så mycket bättre idag jämfört med i våras.

Svensk BNP väntas i år minska med 3,6 procent jämfört med 2019 enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Detta är en upprevidering jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli då BNP-fallet under 2020 prognosticerades till 4,5 procent. Men det handlar fortfarande om en ansevärd minskning. Senast vi såg en minskning av denna storleksordning var under finanskrisen 2009 då minskningen var 4,3 procent. Under 1990-talskrisen minskade svensk BNP tre år i rad, den totala nedgången då var 3,8 procent (1991-1993). Dessa jämförelser visar hur allvarlig den nuvarande nedgången är.

Vid den senaste inflationsmätningen i augusti låg den årliga ökningstakten för KPIF på 0,7 procent. Men inflationsstatistiken är svårtolkad under den nuvarande ekonomiska krisen.<sup>9</sup> För vissa varu- och tjänstegrupper finns det helt enkelt inga priser. Istället måste de saknade priserna uppskattas (imputeras). Vidare har hushållens konsumtionsmönster ändrats väsentligt. Det innebär att det idag faktiska konsumtionsmönstret avviker mycket från det konsumtionsmönster som antas genom de vikter som används när konsumentprisindex beräknas. Aktuell forskning visar att imputeringar och ändrade konsumtionsmönster medför att inflationsstatistiken tenderar att underskatta den faktiska utvecklingen av levnadskostnaderna.<sup>10</sup>

Enligt den senaste månadsstatistiken från Arbetsförmedlingen var det genomsnittliga antalet inskrivna arbetslösa i relation till den registerbaserade arbetskraften 9,1 procent i augusti 2020. Det var en kraftig ökning med 2,1 procentenheter jämfört med samma månad ett år tidigare då motsvarande tal låg på 7,0 procent. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I augusti 2020 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 4,6 procent. Samma månad ett år tidigare var andelen 2,9 procent. Ökningen under det senaste året har varit hela 1,7 procentenheter. Uppgången i arbetslöshet är bred. Alla grupper drabbas, starka såväl som svaga.

Den ökade arbetslöshet som den ekonomiska krisen har medfört är givetvis oönskad. Många arbetslösa är väl rustade och kommer att ha goda möjligheter att komma i arbete när den ekonomiska aktiviteten vänder uppåt. Andra behöver arbetsmarknadspolitiska åtgärder som stärker deras humankapital för att kunna komma i arbete.

---

<sup>9</sup> Jag diskuterar detta närmare i mitt tal "Penningpolitik under den ekonomiska krisen" som hölls i juni.

<sup>10</sup> Se Diewert, W.E och Fox, K.J. (2020), "Measuring real consumption and CPI bias under lockdown conditions", NBER Working Paper Series, No. 27144 och Cavallo, A. (2020), "Inflation with Covid consumption baskets", NBER Working Paper Series No. 27352.

Sverige är en liten öppen ekonomi. Vi är beroende av den ekonomiska aktiviteten och politiken i omvärlden. Under våren har drakoniska åtgärder vidtagits runt om i världen, åtgärder som kraftigt har minskat den ekonomiska aktiviteten. Dessa åtgärder har under senaste tid minskats i styrka. Vi ser också tecken på återhämtning på många håll i världen.

Världshandeln med varor minskade med upp till drygt 15 procent i årstakt vissa månader under våren. De senaste månadsmätningarna visar visserligen på minskningar men dessa ligger nu på cirka 10 procent i årstakt.

För mig är nyckelfrågan för att bedöma de ekonomiska förutsättningarna under resten av 2020 och under 2021: Vilken politik kommer att föras i omvärlden? Jag anser att det är en öppen fråga om de politikreaktioner vi sett under våren kommer att upprepas om folkhälsoläget åter skulle försämrats.

Jag övergår nu till mina penningpolitiska överväganden. Inflationsförväntningarna är ett viktigt element för att bedöma penningpolitikens trovärdighet när det gäller att nå inflationsmålet. Det är en viktig observation att inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden har legat kvar på kring 1,7 procent trots den pågående ekonomiska krisen.

Riksbanken beslutade under våren och sommaren om en rad penningpolitiska åtgärder. När finansiella marknader inte fungerar som normalt hotas kreditförsörjningen i ekonomin. Åtgärderna har två effekter. Kreditförsörjningen har underlättats eftersom Riksbanken på dessa sätt tillfört mer pengar till det finansiella systemet. När mängden pengar har ökat har marknadsräntorna hållits låga. Resultatet har, med andra ord, blivit både tryggad kreditförsörjning och expansiv penningpolitik.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom att fortsätta enligt den plan för åtgärderna som beslutades vid det penningpolitiska mötet i juni. Åtgärderna syftar till att hålla räntorna i Sverige låga och se till att kreditförsörjningen i Sverige fungerar. Jag ställer mig också bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell. Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport ställer jag mig också bakom.

Dixi!

## **Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley:**

Jag ställer mig bakom utkastet till ny penningpolitisk rapport, inklusive att lämna reporäntan oförändrad och förslaget till ny reporänteprognos.

Coronapandemin fortsätter att dominera händelseförloppen i världen. Internationellt har en ekonomisk återhämtning påbörjats med stöd av ekonomisk-politiska åtgärder från regeringar och centralbanker.

Men sikten framåt är fortfarande mycket dålig. Det ekonomiska förloppet ser under lång tid framöver ut att avgöras dels av hur restriktioner ändras i olika länder och regioner, och dels hur individer, företag, offentlig sektor och finansiella marknader reagerar på pandemiförloppet.

I Sverige har ekonomisk statistik huvudsakligen kommit in som Riksbanken prognostiserade förloppet i den förra penningpolitiska rapporten som publicerades den 1 juli.

Jag vill fästa uppmärksamheten vid att även om de senaste inflationsutfallen har kommit in på högre nivåer än väntat är nivån ändå mycket låg och därutöver svårbedömd, bland annat på grund av corona-relaterade mätproblem. När inflationsutsikterna framåt ska bedömas är emellertid en positiv faktor att inflationsförväntningar av mer långsiktig karaktär har hållit sig tämligen stabila. Att Riksbanken visade stor beslutsamhet från 2015 och åren därefter att via minusränta och obligationsköp återföra inflationen till 2-procentsmålet har gjort att förtroendet för inflationsmålet blivit starkare. Det ger en stadga genom de ekonomiska svårigheter som följer av pandemin.

Även om återhämtningen fortsätter i linje med prognoserna i förslaget till ny penningpolitisk rapport är det tydligt att pandemins allvarliga ekonomiska konsekvenser kommer att sträcka sig över flera år framöver.

Det handlar dels om försvagad ekonomisk aktivitet till följd av smittspridningsrestriktioner, men även svårigheter av mer strukturell art, som riskerar att bli särskilt tydliga när det gäller möjligheterna att pressa tillbaka arbetslösheten. Centralbankers bästa bidrag för att stödja samhällsekonomierna genom pandemin är att understödja funktionaliteten i de finansiella systemen och att därigenom medverka till att räntor förblir låga och att kreditgivningen fungerar trots den stora makroekonomiska osäkerheten.

Åtgärderna i form av utlåningsfaciliteter och program för köp av räntebärande värdepapper behöver kvarstå i sina nuvarande former i enlighet med de beslut Riksbanken redan tagit. Tack vare att de sju sattes snabbt under mars månad har marknadsräntor, som steg kraftigt när pandemin konstaterades vara en global kris, kommit ned igen.

Sedan det förra penningpolitiska mötet har även Riksbankens program för köp av företagsobligationer påbörjats. Beslutet om att påbörja köp av certifikat och obligationer utgivna i kronor av icke-finansiella bolag tog direktionen torsdagen den 19 mars. Det var i ett läge då ränteuppgångarna hade varit betydande, turbulensen stor och flera fonder inriktade på nämnda värdepapper stängt för uttag. Situationen var med andra ord allvarlig och då företagspappersmarknaden på senare år vuxit fram som en viktig finansieringskälla för svenska företag valde direktionen att inkludera dessa papper i programmet för köp av värdepapper. Efter turbulensen i mars har de olika marknaderna för ränteinstrument generellt lugnat sig, med stöd av centralbankernas insatser.

Att marknadsförhållandena stabiliserats är emellertid inget skäl för Riksbanken att backa från tidigare tagna beslut. Med de köp om 10 miljarder i företagsobligationer som direktionen fattade beslut om i slutet av juni etableras en närvaro på marknaden för företagsobligationer. Därigenom säkerställs Riksbankens förmåga att snabbt kunna justera omfattningen av köpen med hänsyn till deras penningpolitiska genomslag och penningpolitiska bedömningar framöver.

Enligt förslaget till penningpolitisk rapport kommer inflationen gradvis att stiga, men ändå inte nå 2 procent under prognosperioden. Men det ska inte uppfattas som ett tecken på att vi övergett inflationsmålet, eller att det vore lämpligt att ge upp inflationsmålet. Tvärtom visar pandemins effekter på ekonomin hur viktigt det är att penningpolitiken fortsätter att inriktas mot att nå inflationsmålet på 2 procent.

Penningpolitik spelar en viktig roll för att lindra lågkonjunkturer eftersom den kan sättas in snabbt och är kraftfull. Men för att fungera krävs fallhöjd för styrräntan och det kräver i sin tur en viss inflation. En genomsnittligt alltför låg inflation medför en genomsnittligt låg nominell ränta. I sådana lägen blir det oftare så att styrräntan vid lågkonjunkturer slår i den så kallade nedre gränsen, där ytterligare sänkningar inte biter särskilt väl på de finansiella förhållandena i samhällsekonomin. Att upprätthålla inflationsmålet på 2 procent är med andra ord centralt för att upprätthålla penningpolitikens förmåga att lindra lågkonjunkturer.

Begränsningarna i att använda styrräntan i så stor utsträckning som behövs är inte ett nytt problem, men med pandemin har många fler centralbanker hamnat i en liknande situation där styrräntorna är nära noll, eller nära sin så kallade nedre gräns. Att utveckla det penningpolitiska ramverket så att centralbanker kan fortsätta lindra lågkonjunkturer är därför viktigt. Den amerikanska centralbanken Federal Reserves nyligen presenterade justeringar är därför intressanta att analysera och diskutera här i Sverige.

## **Riksbankschef Stefan Ingves:**

Sedan det förra penningpolitiska mötet i slutet av juni har den ekonomiska återhämtningen fortsatt, både i Sverige och i omvärlden. Efter vårens akuta krisläge verkar vi nu vara inne i en fas med en gradvis återhämtning av den ekonomiska aktiviteten. Men vi är långt ifrån fast mark, och återhämtningen kan bli både utdragen och volatil. Enligt min mening bör därför den penningpolitik som vuxit fram sedan pandemin slog till i mars vidmakthållas. Riksbanken har under det senaste halvåret fattat en lång rad beslut som alla syftar till att bidra till att kreditförsörjningen till företag och hushåll fortsätter att fungera och att ränteläget hålls på en låg nivå. På detta sätt ger penningpolitiken stöd åt den ekonomiska återhämtningen vilket även bidrar till att inflationen på sikt utvecklas i linje med inflationsmålet. De åtgärder som Riksbanken vidtagit beskrivs på ett bra sätt i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag stödjer de prognoser och övriga bedömningar som finns i utkastet.

Vid det förra penningpolitiska mötet i slutet av juni hade vi börjat se konturerna av en återhämtning efter vårens dramatiska fall i den ekonomiska aktiviteten. De olika begränsningsåtgärder som då vidtogs världen över gav historiska fall i BNP-utvecklingen. För Sveriges del var utfallet för det andra kvartalet, -8,3 procent jämfört med kvartalet innan, det svagaste som registrerats under de 40 år som SCB beräknat BNP på kvartalsbasis. Men raset upphörde efter en tid, mycket beroende på omfattande åtgärder från regeringar och centralbanker. Och utvecklingen sedan en tid tillbaka bekräftar att återhämtningen som inleddes under försommaren, i varje fall för Sveriges del, fortsätter.

Våra prognoser för 2020 och de kommande åren ser i grova drag ungefär ut som i den förra penningpolitiska rapporten. Den KIX-vägda BNP-utvecklingen i omvärlden bedöms i år bli ca -6 procent, men med stora regionala skillnader. Kina väntas uppnå positiva tillväxttal i år, medan euroområdet väntas krympa med över 8 procent. Under resten av prognosperioden väntas goda tillväxttal på global nivå, i takt med att effekterna av pandemin och begränsningsåtgärderna klingar av. Svensk BNP väntas i år krympa med 3,6 procent, det vill säga en lite bättre siffra än i vår tidigare bedömning, och återgår sedan till förhållandevis höga tillväxttal. Arbetslösheten väntas dock förbli hög under hela prognosperioden. Inflationen, som i år väntas bli 0,5 procent mätt med KPIF, stiger under kommande år mot 2 procent. Men det tar tid, vilket inte är konstigt givet den stora chock till ekonomin som pandemin inneburit. Men, det är viktigt att poängtera att vi förstås siktar på att få upp inflationen till 2 procent. Alla våra åtgärder är till för att bidra till att kreditförsörjningen hålls uppe, så att den ekonomiska aktiviteten gynnas, vilket i sin tur bidrar till en stigande inflation.

Men som jag varit inne på tidigare finns det stora risker, då de långsiktiga effekterna av pandemin och begränsningsåtgärderna på den ekonomiska utvecklingen är mycket svårbedömda. Det finns förvisso uppåtrisker. Jämför man med de bedömningar vi gjorde i april har återhämtningen kommit tidigare än väntat, och det kan hända att vi även underskattar kraften i det fortsatta förloppet av återhämtningen och dess effekter på inflationstakten.

Men som jag ser det finns stora risker på nedsidan. På flera håll i världen går smittspridningskurvorna åter upp och nya begränsningsåtgärder kan då komma att införas, vilket skulle slå på både internationell och svensk tillväxt. Men utöver det, det vill säga även om begränsningsåtgärderna fasas ut som väntat, finns risk att pandemin på ett negativt och mer varaktigt sätt påverkar företagens och konsumenternas framtidstro. Detta var andra gången på 15 år som världsekonomin utsattes för en helt oväntad chock. Den ekonomiska återhämtningen efter finanskrisen 2008 blev mycket mer utdragen än väntat, bland annat för att den blottade svagheter och gav upphov till förtroendeproblem. Vilka effekter covid-19 pandemin får på företagens investeringsvilja, investerarnas riskbedömningar och konsumenternas spar- och konsumtionsmönster blir avgörande för hur utdragen och ordnad återhämtningen blir. Samtidigt har pandemin framkallat och i vissa fall påskyndat strukturella förändringar i våra sätt att producera, konsumera och kommunicera. På sikt kan detta förstås vara positivt för tillväxten. Men omställningsprocessen kan bli utdragen och kantad av problem.

De åtgärder som Riksbanken vidtagit i penningpolitiskt syfte sedan i mars sammanfattas i tabell 1:1 i utkastet till penningpolitisk rapport. Det handlar om en mängd olika åtgärder, bland annat tillgångsköp, utlåning till bankerna till mycket generösa villkor, erbjudanden om likviditet till mycket låg ränta, och utökning av motpartskretsen. Senast i förra veckan lades ytterligare ett verktyg till vår arsenal av penningpolitiska verktyg då köp av företagsobligationer inleddes. Med denna breda meny av åtgärder kan man säga att vi har spänt upp ett monetärt skyddsnät, allt i syfte att hålla räntor nere, stödja kreditgivningen och ge kraft åt återhämtningen i ekonomin. Några av våra erbjudna utlåningsprogram har inte utnyttjats, eller utnyttjats väldigt lite, men har ändå haft god effekt då de fungerar som en slags försäkring. Och vi har nu en förbättrad beredskap – vi kan skala upp befintliga åtgärder om så skulle behövas.

I de flesta fall liknar de åtgärder Riksbanken vidtagit för att motverka effekterna av pandemin de åtgärder som vidtagits av andra centralbanker. Detaljerna kan förvisso variera mellan länder och valutaområden, beroende till exempel på hur finansmarknaderna ser ut i olika länder. Men i grunden handlar det om traditionella centralbanksåtgärder, som nu så att säga återupptäckts och blivit en del av den ordinarie penningpolitiska verktygslådan. Skälet är att världsekonomin ser annorlunda ut nu jämfört med för 20-30 år sedan. Och på sätt och vis liknar dagens penningpolitiska åtgärder de som var vanliga för 60-70 år sedan. Det finns förstås stora skillnader

mellan dagens centralbanker och dåtidens – dagens centralbanker är till exempel mycket mer transparenta – och världsekonomin och finansmarknaderna är mer utvecklade och komplexa. Men klassiska centralbanksverktyg fungerar även i avancerade ekonomier då de i grunden hanterar problem som tyvärr inte försvunnit, som till exempel episoder med bristande förtroende mellan olika aktörer på de finansiella marknaderna.

Riksbanken har alltså flera verktyg att tillgå, och erfarenheterna visar att vilket verktyg som är mest lämpligt att använda beror på läget. Vi har nu lagt ett program som sträcker sig till mitten av nästa år. Om omständigheterna ändras kan vi ändra utformningen. Reporäntan, som nu föreslås ligga kvar på noll procent kan sänkas om det bedöms som verkningsfullt. Men utrymmet för sänkningar är inte stort, och man kan inte vänta sig att räntevapnet isolerat kommer att räcka för att uppnå inflationsmålet.

Coronapandemin har varit en mycket allvarlig chock för internationell och svensk ekonomi. Det säger sig nästan självt att för att hantera en sådan allvarlig störning är det viktigt att kraften hos den samlade ekonomiska politiken utnyttjas. Både penningpolitik och finanspolitik behöver utnyttjas till fullo. Den låga offentliga skuldsättningen i Sverige innebär goda förutsättningar att med finanspolitik fortsätta att vidta kraftfulla åtgärder.



## §4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att behålla reporäntan oförändrad på noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 23 september 2020,
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande tisdagen den 22 september 2020 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde torsdagen den 1 oktober 2020 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Jessica Penzo

Justeras:

Stefan Ingves

Cecilia Skingsley

Anna Breman

Martin Flodén

Per Jansson

Henry Ohlsson



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