

Penningpolitisk rapport

November 2020



Rättelse 26 november 2020

Felaktig data har rättats i diagram 9 och felaktig data och anmärkning har rättats i diagram 47.

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 penningpolitik¹. 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 25 november 2020. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken. Från november 2020 har den penningpolitiska rapporten ett nytt format för att uppfylla kraven enligt lagen om tillgänglighet till digital offentlig service.

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

Penningpolitiken i Sverige

Penningpolitisk strategi

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

Beslutsprocessen

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

Presentation av penningpolitiskt beslut

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

Innehållsförteckning

1	Penningpolitik för att underlätta återhämtning	6
1.1	Ökad smittspridning innebär bakslag för världsekonomin	6
1.2	Åtgärder för fortsatt mycket expansiv penningpolitik	10
1.3	Beredskap att anpassa penningpolitiken	16
2	Fortsatt expansiva finansiella förhållanden	20
2.1	Ökad osäkerhet på de finansiella marknaderna	20
3	En andra våg av pandemin dämpar aktiviteten	33
3.1	Ökad smittspridning och utökade restriktioner	33
3.2	Ny nedgång i den globala ekonomin de närmaste kvartalen	35
3.3	Skakig återhämtning i svensk ekonomi	40
	FÖRDJUPNING – Hur påverkar klimatförändringarna Riksbankens arbete?	58
	FÖRDJUPNING – Fördelningseffekterna av Riksbankens åtgärder	64
	FÖRDJUPNING – De långsiktiga ekonomiska effekterna av pandemin är osäkra	71
	Tabeller	74

I KORTHET – Penningpolitiken november 2020



Coronapandemin har satt ett dramatiskt avtryck på den globala ekonomin i år, med stora fall i BNP och snabbt stigande arbetslöshet. Regeringar och centralbanker världen över har satt in omfattande stödåtgärder för att lindra den kraftiga nedgången i ekonomin.



Under sommaren inleddes en återhämtning men de senaste månaderna har smittspridningen återigen tagit fart och restriktionerna har skärpts i många länder. Detta bakslag **visar på den stora osäkerhet som den globala ekonomiska återhämtningen fortsatt står inför**. Konjunkturutsikterna för både Sverige och omvärlden har reviderats ned och **ekonomin väntas försvagas på nytt i närtid**.



Återhämtningen väntas fortsätta under nästa år men **det är en lång väg tillbaka från det svåra ekonomiska läge** världsekonomin nu befinner sig i. Liksom i september väntas det ta tid innan den ekonomiska aktiviteten är tillbaka på mer normala nivåer, vilket bidrar till att det också dröjer innan inflationen mer varaktigt åter är nära 2 procent, i Sverige och många andra länder.



För att ge stöd till den ekonomiska utvecklingen och därigenom bidra till att inflationen stiger mot målet har **direktionen beslutat att förlänga programmet för tillgångsköp** till 31 december 2021, **att utöka ramen** (med 200 miljarder kronor) till ett sammanlagt belopp upp till 700 miljarder kronor **och att behålla reporäntan oförändrad på noll procent**.

1 Penningpolitik för att underlätta återhämtning

Pandemin fortsätter att dominera utvecklingen i världsekonomin. På senaste tiden har en andra våg av smittspridning drabbat många länder och skärpta restriktioner har återinförts. Det visar på den stora osäkerhet som den globala ekonomiska återhämtningen fortsatt står inför. Tillväxtprognoserna är nedreviderade för det närmaste halvåret, för både omvärlden och Sverige och även inflationsutsikterna bedöms vara lite svagare kommande år. Efter en så här djup kris kan man förvänta sig att återhämtningen tar tid och Riksbankens bedömning är, precis som i den penningpolitiska rapporten i september, att det dröjer till 2023 innan KPIF-inflationen mer varaktigt är nära 2 procent igen.

De olika åtgärder som Riksbanken har satt in sedan krisen bröt ut i våras bidrar till att kreditförsörjningen fungerar och att de räntor som hushåll och företag möter hålls låga. För att ge ytterligare stöd i en osäker tid och förbättra förutsättningarna för en återhämtning har direktionen beslutat att utöka ramen för tillgångsköpen med 200 miljarder kronor, till ett sammanlagt nominellt belopp om upp till 700 miljarder kronor, och att förlänga köpprogrammet till den 31 december 2021. Direktionen har också beslutat att öka takten i tillgångsköpen det första kvartalet 2021 jämfört med fjärde kvartalet 2020. Reporäntan hålls oförändrad på noll procent och Riksbanken fortsätter att erbjuda likviditet inom alla de program som lanserats hittills under året. Genom att utöka ramen och förlänga köpprogrammet skapar Riksbanken en trygghet i att det kommer att finnas omfattande penningpolitiskt stöd så länge som det behövs. Den ekonomiska återhämtningen underlättas vilket bidrar till att inflationen stiger mot målet på 2 procent. Mot bakgrund av att regeringen och Riksbanken utökar stödåtgärderna är prognoserna på lite längre sikt i stort sett oförändrade.

1.1 Ökad smittspridning innebär bakslag för världsekonomin

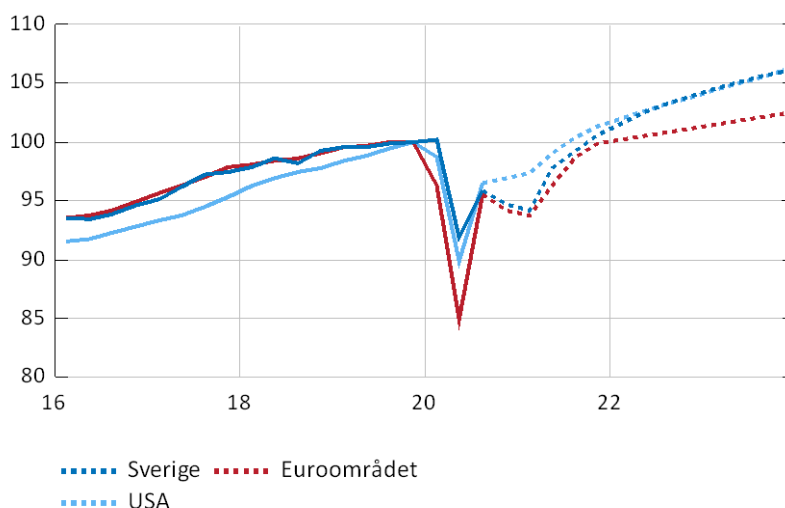
Vägen tillbaka mot normala nivåer är krokig och lång

Under 2020 har utvecklingen i världsekonomin dominerats av pandemin. Efter vårens dramatiska fall i den ekonomiska aktiviteten började BNP i många länder att återhämta sig under sommaren, när smittspridningen minskade och restriktionerna bör-

jade lättas. Mycket omfattande ekonomisk-politiska åtgärder gav stöd åt återhämtningen. Uppgången i BNP under tredje kvartalet var större än väntat i flera länder, inte minst i euroområdet där BNP steg med hela 12,6 procent jämfört med det andra kvartalet i år enligt preliminär statistik (se diagram 1). Under de senaste månaderna har smittspridningen dock åter tagit fart i de flesta länder och regioner som är viktiga för svensk ekonomi, som euroområdet och USA. Både antalet smittade och andelen smittade av de som testats har ökat tydligt. Riksbankens huvudscenari i september baserades visserligen på ett antagande om att det skulle dröja till nästa år innan smittspridningen skulle avta och man åter kunde se en nedåtgående trend i restriktionerna. Men att pandemin den senaste tiden drabbar många länder i en andra våg av smittspridning och att skärpta regler, som utgångsförbud och reserestriktioner, därmed har återinförts belyser den osäkerhet och de utmaningar som den globala ekonomiska återhämtningen står inför. Tillväxtprognoserna är därför nedreviderade för det närmaste halvåret.

Diagram 1. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

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

När coronakrisen bröt ut på allvar i våras uppstod en kraftig turbulens på de finansiella marknaderna med bland annat stora börsfall, stigande räntor för riskfyllda tillgångar och mycket hög volatilitet. Detta fick konsekvenser för makroekonomin. De åtgärder som centralbankerna har satt in för att dämpa de negativa effekterna på ekonomin har lugnat de finansiella marknaderna vilket har underlättat för bankerna att förse företag och hushåll med krediter och hållit räntorna nere. Det ljusare läget på de finansiella marknaderna bedöms dock vara betingat av fortsatt stöd från centralbankerna. Att smittspridningen nu tagit fart igen innebär ett bakslag för återhämtningen och därmed också större risker för att de finansiella förhållandena ska försämrans framöver.

Den fortsatta utvecklingen är osäker, inte bara på kort utan även på lång sikt. I huvudscenariot antas att pandemin i viss utsträckning har långvariga effekter på ekonomin.

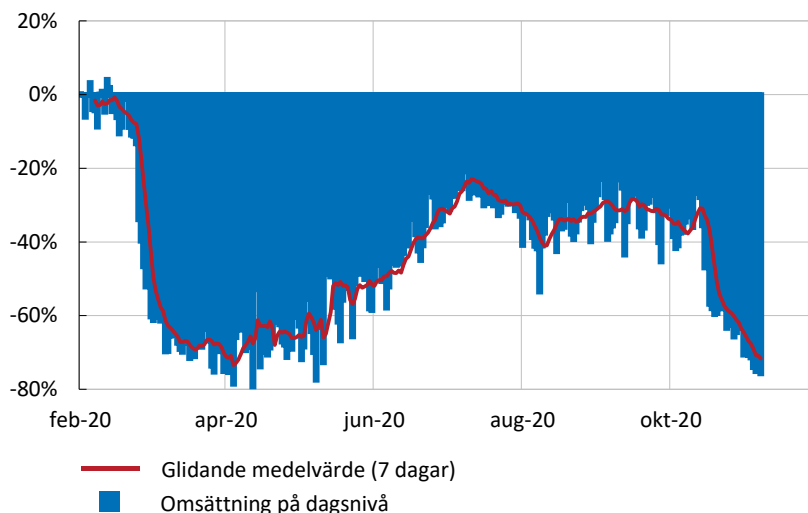
Men det är svårt att bedöma vilka varaktiga förändringar i hushållens och företagens beteenden den ger upphov till. I fördjupningen ”De långsiktiga ekonomiska effekterna av pandemin är osäkra” i denna rapport diskuteras olika faktorer som kan leda till en annorlunda utveckling på sikt.

Ny nedgång i svensk ekonomi

Liksom i omvärlden började produktionen i svensk ekonomi att återhämta sig under sommaren. Enligt preliminär statistik ökade BNP med 4,3 procent tredje kvartalet jämfört med andra kvartalet, arbetsmarknaden stabiliserades och resursutnyttjandet vände uppåt. Men i högfrekventa data syns tecken på att efterfrågan nu bromsar in igen (se diagram 2). Höstens nya våg av smittspridning och skärpta allmänna råd innebär att aktiviteten i vissa delar av ekonomin åter vänder nedåt. BNP väntas minska på nytt under det fjärde kvartalet och läget på arbetsmarknaden försämras ytterligare. I prognosen antas BNP-tillväxten minska även första kvartalet nästa år innan den åter tar fart i både omvärlden och Sverige under andra kvartalet. Det dröjer till i slutet av nästa år innan BNP är på samma nivå som före krisen. Därefter antas återhämtningen fortsätta, ungefär i linje med den prognos Riksbanken tecknade i september. De negativa effekterna på arbetsmarknaden bedöms bli långvariga; fortfarande i slutet på prognosperioden väntas sysselsättningsgraden vara lägre än före krisen.

Diagram 2. Indikator för omsättning i restaurangbranschen

Procentuell förändring i omsättning jämfört med 2019



Anm. Data består av omsättning på dagsnivå från ca 600 restauranger med en genomsnittlig årsomsättning på 18 miljoner kronor.

Källa: Caspeco.se.

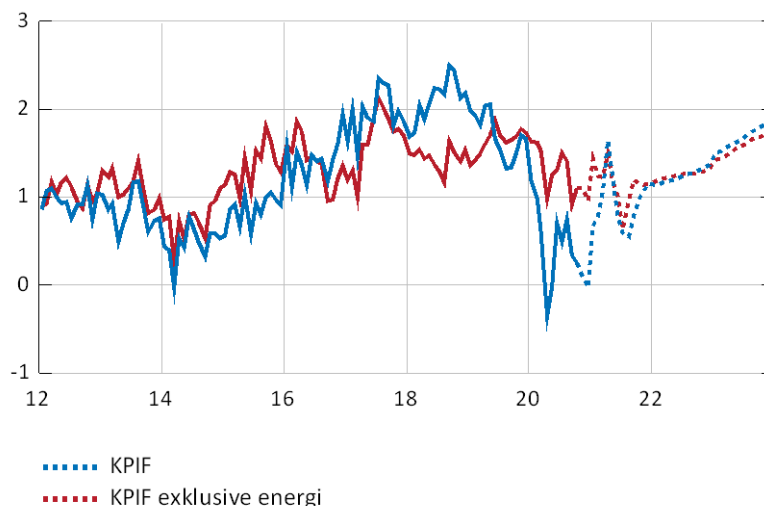
Gradvis stigande inflation de närmaste åren

Fallande energipriser har pressat ned KPIF-inflationen kraftigt under hela 2020. Men även en oväntat stor viktjustering i KPI-beräkningen i samband med utfallet för januari har bidragit till lägre uppmätt prisökningstakt i år. Sedan i april har coronakrisen också

påverkat inflationssiffrorna så att de har blivit lägre och mer volatila. En del av prisrörelserna har berott på faktiska prisnedgångar, medan andra har varit ett resultat av tillfälligt ändrade mätmetoder. KPIF-inflationen har sedan andra halvåret 2019 fallit från nivåer nära 2 procent och har legat mellan 0 och 1 procent under större delen av 2020 (se diagram 3). Även Riksbankens mått på underliggande inflation, som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som tidigare visat sig variera kraftigt, indikerar att inflationen har sjunkit under 2020. Medianen av dessa mått uppgick i oktober till 1,1 procent, att jämföra med 1,7 procent i februari. Inflationsutfallen sedan den penningpolitiska rapporten i september har varit oväntat låga och Riksbanken har reviderat ner inflationsprognosen något för det närmaste året. Utfallen är svårtolkade och osäkerheten om både prisutveckling för produkter i särskilt drabbade sektorer och mätmetoder är fortsatt mycket stor.

Diagram 3. KPIF och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Efter en sådan här djup kris tar det tid innan den ekonomiska aktiviteten har återhämtat sig och resursutnyttjandet åter är nära normala nivåer. Därmed väntas det också dröja innan KPIF-inflationen mer varaktigt är nära 2 procent igen. Men understött av expansiv ekonomisk politik väntas inflationstrycket stiga under de kommande åren. Efterfrågan stärks i såväl omvärlden som Sverige och företagens kostnader närmar sig normala nivåer. Samtidigt är det inte uteslutet att krisen har betydelse för strukturella förändringar. Om dessa bidrar till högre eller lägre inflation på sikt är en öppen fråga.²

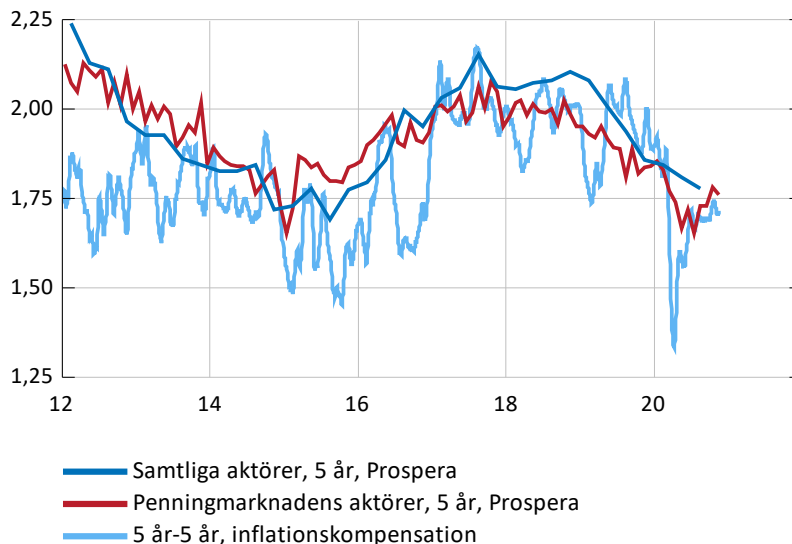
När krisen bröt ut föll de långsiktiga inflationsförväntningarna tillbaka men den senaste tiden har de stigit något igen (se diagram 4). Med tanke på den dramatiska ekonomiska inbromsningen har nedgången i inflationsförväntningarna på längre sikt enligt både enkätundersökningar och marknadsprissättning än så länge varit liten och

² Sådana faktorer diskuteras till exempel i fördjupningen "Inflationsutsikter under coronakrisen" i den penningpolitiska rapporten i juli 2020.

förväntningarna ligger ganska nära 2 procent. Det är viktigt att krisen inte får alltför stora negativa effekter på de långsiktiga inflationsförväntningarna eftersom den låga inflationen då riskerar att bli mer långvarig.

Diagram 4. 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.

1.2 Åtgärder för fortsatt mycket expansiv penningpolitik

Pandemin har påverkat i stort sett alla aktörer i ekonomin och även inneburit en utmaning för det finansiella systemet. För att mildra pandemins effekter har regeringar, centralbanker och myndigheter världen över satt in stöd av olika slag. De monetära skyddsnet Riksbanken har tillhandahållit sedan coronakrisen bröt ut sammanfattas i tabell 1 nedan. I programmet för företagsutlåning via bankerna erbjuder Riksbanken bankerna att låna upp till 500 miljarder svenska kronor mot säkerhet för att stimulera deras vidareutlåning till svenska icke-finansiella företag. Inom detta program har bankerna hittills lånat cirka 165 miljarder kronor. Inom ramen för programmet för tillgångsköp har Riksbanken fram till 20 november köpt värdepapper för sammanlagt 266 miljarder kronor. Dessa program syftar till att hålla ränteläget lågt och underlätta kreditförsörjningen.³ Genom att bidra till låga räntor i hela ekonomin och väl fungerande kreditförsörjning skapar Riksbanken gynnsamma förutsättningar för ekonomin att återhämta sig och inflationen att stiga mot målet.

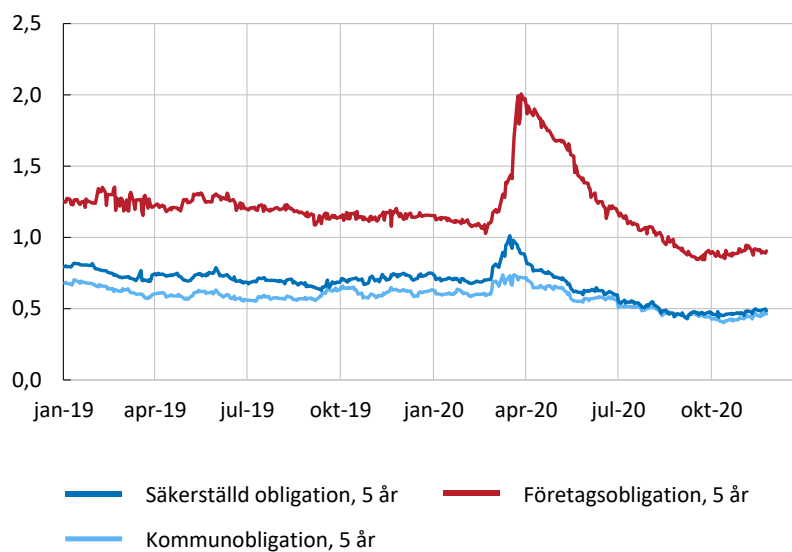
De olika program som Riksbanken har lanserat sedan coronakrisen bröt ut har haft en lugnande effekt på de finansiella marknaderna och obligationsräntorna har överlag

³ Riksbanken har i samma syfte satt in flera andra åtgärder. Riksbanken erbjuder till exempel lån till bankerna i veckovisa extraordinära marknadsoperationer, har sänkt räntan i den stående utlåningsfaciliteten och har lättat på kraven på säkerheter vid lån till banker.

fallit tillbaka (se diagram 5). De finansiella förhållandena har hållits expansiva och bidragit till att de räntor som hushåll och företag möter har hållits låga trots krisen. Att kunna finansiera sig via certifikat- och obligationsmarknaderna har blivit allt viktigare för företag. Ungefär en tredjedel av deras finansiering sker numera på detta sätt. Tillgången till denna marknadsfinansiering är god samtidigt som företag också har goda möjligheter att låna pengar hos banker. Sammantaget förefaller kreditgivningen vara stabil till företag av de flesta storlekar och inom alla sektorer (se diagram 6).⁴ De olika åtgärderna har sammantaget inneburit en mycket expansiv penningpolitik.

Diagram 5. Ränteskillnader mellan olika obligationsslag och statsobligationer

Procentenheter

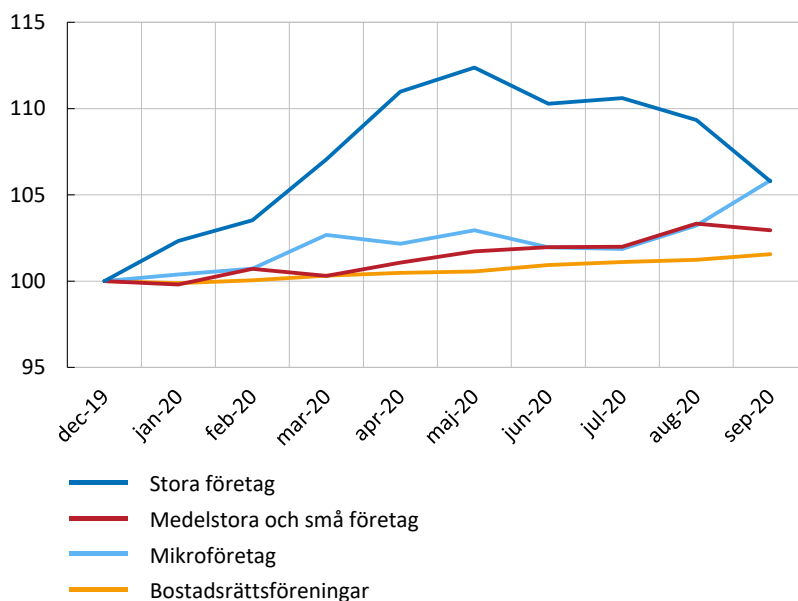


Anm. Nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Serien företagsobligation illustrerar en heterogen grupp av obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB.

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

⁴ Utlåningen till mindre företag har varit mer återhållsam under krisen även om utlåningsvolymerna har ökat något även till dessa företag. Det är dock svårt att veta om den mer återhållsamma utlåningen till mindre företag huvudsakligen berodde på förändringar i utbud eller efterfrågan. Se finansiell stabilitetsrapport 2020:2.

Diagram 6. Förändring i stocken av företagslån från MFI uppdelad på företagsstorlek
Index, december 2019 = 100



Anm. Storleksindelning i enlighet med EU-kommissionens rekommendation (2003/361/EG), där kombinationen antal anställda, omsättning och tillgångar avgör storleksklassificeringen

Källa: KRITA (SCB).

Programmet för Riksbankens tillgångsköp förlängs och ramen utökas

Sedan den penningpolitiska rapporten i september har BNP-tillväxten i omvärlden liksom i Sverige blivit något starkare än väntat samtidigt som inflationen blivit något lägre. Samtidigt har den nya, snabba uppgången i smittspridningen inneburit att viktiga antaganden för prognoserna har förändrats. På många håll stiger nu belastningen på sjukvården igen och i de flesta länder har man återinfört striktare restriktioner. Konjunkturutsikterna för både Sverige och omvärlden är därför nedreviderade det närmaste halvåret. I Sverige väntas den ekonomiska aktiviteten återigen minska, arbetsmarknaden försämrats ytterligare och det dröjer till slutet av nästa år innan BNP har återhämtat sig till nivåerna innan coronakrisens utbrott. Även inflationsutsikterna har reviderats ned något i närtid.

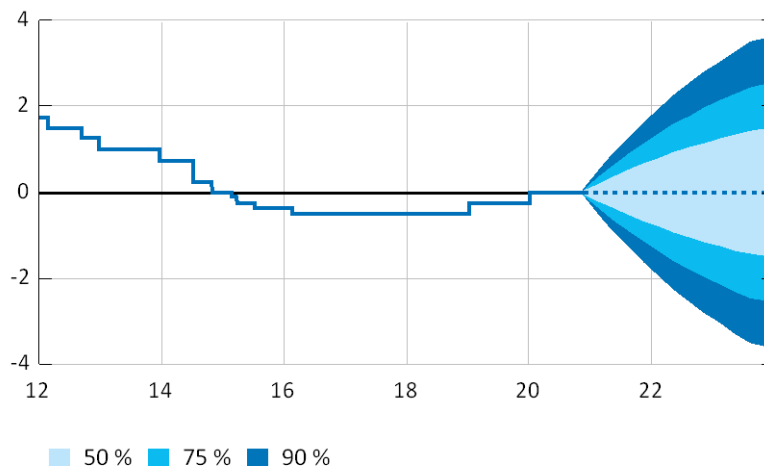
Läget på de finansiella marknaderna är fortsatt känsligt för pandemin och beroende av ländernas mycket omfattande ekonomisk-politiska åtgärder. Efter den inledande försvagningen när pandemin bröt ut har kronan stärkts en hel del. Om denna utveckling skulle fortsätta i snabb takt framöver skulle det dämpa den ekonomiska återhämtningen och försvåra för inflationen att åter stiga mot målet.

För att motverka den ekonomiska nedgången och underlätta för en återhämtning har direktionen beslutat att utöka ramen för tillgångsköpen och förlänga köpprogrammet till den 31 december 2021. Köptakten skruvas också upp i närtid. Riksbanken fortsätter att genomföra tillgångsköp och erbjuda likviditet inom alla de program som lanserats sedan i våras då krisen bröt ut och behåller reporäntan oförändrad på noll

procent. Reporäntan väntas vara kvar på den nivån under hela prognosperioden (se diagram 7).

Diagram 7. Reporänta med osäkerhetsintervall

Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminsräntors 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.

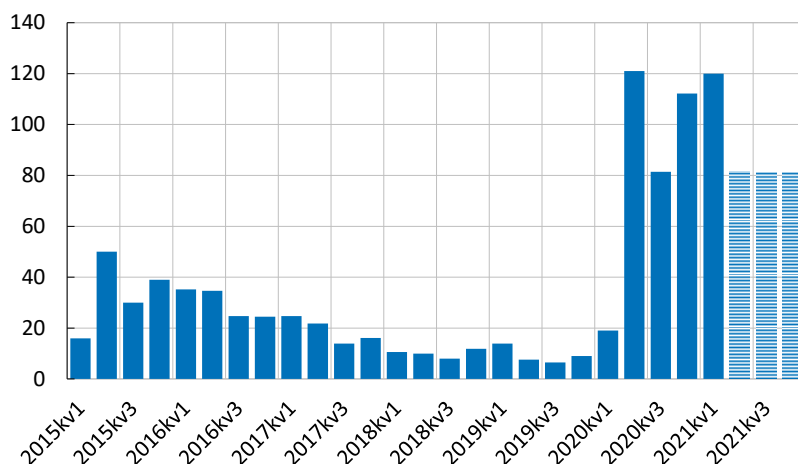
Ramen för tillgångsköpen utökas med 200 miljarder kronor, till ett sammanlagt nominellt belopp om upp till 700 miljarder kronor, och köpprogrammet förlängs till den 31 december 2021. Programmet ska även inkludera statsskuldsväxlar, för att genomslaget på räntebildningen ska bli så brett som möjligt.

Direktionen har också beslutat om köp för första kvartalet 2021 som uppgår till 120 miljarder kronor. Detta är en högre köptakt än för fjärde kvartalet 2020 (se diagram 8). Riksbankens köpprogram innebär att innehavet av värdepapper, som har vuxit snabbt under krisen i år, fortsätter att växa snabbt även under inledningen av 2021 (se diagram 9).

Genom att förlänga köpprogrammet och utöka volymerna tydliggör Riksbanken att det kommer att finnas omfattande penningpolitiskt stöd så länge som det behövs. Riksbanken bidrar med sina åtgärder till låga räntor och till att de finansiella marknaderna fungerar och inte orsakar ytterligare osäkerhet i det redan ansträngda läget. På så sätt underlättas den ekonomiska återhämtningen vilket bidrar till att inflationen stiger mot målet på 2 procent. Mot bakgrund av att regeringen och Riksbanken utökar stödåtgärderna är prognoserna för BNP och inflationen på lite längre sikt i stort sett oförändrade.

Diagram 8. Köp av obligationer i svenska kronor

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. De fyllda staplarna avser genomförda och beslutade köp av statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer och statsskuldsväxlar inom ramen för såväl det tillgångsköppprogram som inleddes i februari 2015 som det nya tillgångsköppprogram som inleddes i mars 2020. Även företagsobligationer är inkluderade, dock endast som prognoser för sista kvartalet 2020 och första kvartalet 2021, då dessa köp inte beslutats om kvartalsvis. De skuggade staplarna illustrerar en jämn köptakt för återstoden av 2021.

Källa: Riksbanken.

Diagram 9. Riksbankens innehav av obligationer

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Innehaven fram till första kvartalet 2021 avser beslutade köp av statspapper, kommunobligationer och säkerställda obligationer. Statspapper inkluderar statsobligationer såväl som statsskuldsväxlar. För företagsobligationer omfattar köpbeslutet hela perioden fram till halvårsskiftet 2021, utan kvartalsvis fördelning. För sista kvartalet 2020 och första kvartalet 2021 visas en prognos.

Källa: Riksbanken.

Riksbankens plan för köp av värdepapper under första kvartalet 2021

Riksbankens omfattande åtgärder skapar trygghet och visar att det kommer att finnas penningpolitiskt stöd så länge som det behövs, med lågt ränteläge och fungerande kreditförsörjning. I dessa osäkra tider är det viktigt att Riksbanken upprätthåller sin flexibilitet och förmåga att anpassa penningpolitiken efter skiftande behov, när det gäller till exempel var ökad stress i olika marknader kan tänkas uppstå. Vid de penningpolitiska mötena beslutas köpplaner för en viss tid framöver, med utgångspunkt i en löpande bedömning av vilket behov det finns. Köpen och köptakterna i programmen anpassas därmed efter den ekonomiska utvecklingen så att de enskilda köpen kan fördelas så effektivt som möjligt mellan de olika tillgångsslagen. Om det bedöms lämpligt kan direktionen justera planen för köp av värdepapper genom att höja eller sänka köpbeloppet för respektive värdepappersslag. Vilka penningpolitiska åtgärder som vidtas, och när de vidtas, är alltid en avvägning mellan de effekter man vill uppnå och de eventuella sidoeffekter som samtidigt kan uppstå.

Inom ramen för Riksbankens program för värdepappersköp har direktionen nu beslutat att under första kvartalet 2021 köpa obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 120 miljarder kronor (se diagram 8). Köpprogrammet fördelar sig på svenska nominella och reala statsobligationer samt svenska statens gröna obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 13,5 miljarder kronor, svenska statsskuldväxlar till ett nominellt belopp om 10 miljarder kronor, obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 23,5 miljarder kronor, samt säkerställda obligationer utgivna av svenska institut till ett nominellt belopp om 70 miljarder kronor. Inom ramen för det belopp som avsätts för köp av kommunobligationer får Riksbanken även köpa gröna obligationer.

Riksbanken fortsätter också att erbjuda sig att köpa företagscertifikat upp till ett möjligt innehav av 32 miljarder kronor under första kvartalet. Köpen av företagsobligationer upp till 10 miljarder kronor fram till 30 juni 2021 fortsätter enligt det beslut som fattades den 31 augusti. Riksbanken har nu beslutat att endast erbjuda sig att köpa företagsobligationer utgivna av företag som bedöms leva upp till internationella standarder och normer för hållbarhet. Att ta hänsyn till hållbarhet i valet av obligationer i sitt köpprogram är ett sätt för Riksbanken att inom sitt mandat bidra till att begränsa klimatförändringar (för en vidare diskussion, se fördjupningen "Hur påverkar klimatförändringar Riksbankens arbete?").

En kombination av penning- och finanspolitik gör stödåtgärderna mer effektiva

När olika politikområden samverkar i krisen innebär det att stödåtgärderna sammantaget kompletterar varandra och på så sätt får ett mer effektivt genomslag på ekonomin. Penningpolitiken har goda möjligheter att hantera problem som kan uppstå på de finansiella marknaderna, till exempel försämrade kreditförsörjning eller stigande riskpremier som pressar upp sluträntorna till hushåll och företag. Efterfrågan i svensk ekonomi stöttas också med finanspolitik som kan ge mer träffsäker stöd åt sektorer där pandemins negativa effekter blivit särskilt påtagliga.

De offentliga finanserna är starka och ränteläget lågt vilket gör det möjligt med omfattande ekonomiskt-politiskt stöd under en lång tid för att föra ekonomin tillbaka mot ett mer normalt läge. Sedan pandemin bröt ut har Riksdagen fattat beslut om finanspolitiska åtgärder av historisk omfattning. I takt med att smittspridningen under hösten åter tagit fart har ytterligare tillfälliga stödåtgärder presenterats. En viktig faktor bakom den ekonomiska återhämtningen i Riksbankens prognoser är bedömningen om utökat finanspolitiskt stöd jämfört med prognosen i september. Riksbanken bidrar till ett lågt ränteläge i hela ekonomin och en fungerande kreditförsörjning genom att förlänga programmet för tillgångsköp till 31 december 2021 och utöka ramen med ytterligare 200 miljarder kronor. Av betydelse är också att köptakten i närtid skruvas upp. På så sätt skapar Riksbanken en trygghet kring att det kommer att finnas omfattande penningpolitiskt stöd så länge som det behövs.

1.3 Beredskap att anpassa penningpolitiken

Pandemin har orsakat stor osäkerhet kring den ekonomiska utvecklingen.⁵ Att förutsättningarna den allra senaste tiden snabbt har förändrats och föranlett en nedrevidering av prognoserna är en tydlig illustration av detta. Riksbanken fortsätter att stå beredd att anpassa penningpolitiken om förutsättningarna för återhämtningen i inflationen och realekonomin ändras.

Återhämtningen framöver kommer till stor del att avgöras av vad som händer med smittspridningen, vilka åtgärder som sätts in för att dämpa den och hur mycket samhällslivet påverkas. I huvudscenariot antas att smittspridningen i Sverige och omvärlden dämpas igen under första kvartalet nästa år och att de restriktioner som införts börjar dras tillbaka under andra kvartalet. Men antagandena är mycket osäkra och detsamma gäller vilka effekter detta får på ekonomin på både kort och lång sikt.

Krisen har betydelse för strukturella förändringar och det är inte osannolikt att till exempel människors konsumtionsmönster kommer att förändras varaktigt till följd av pandemin. I fördjupningen "De långsiktiga ekonomiska effekterna av pandemin är osäkra" i denna rapport diskuteras olika faktorer som kan leda till en annan ekonomisk utveckling än i huvudscenariot på sikt.

Även på kort sikt råder det osäkerhet. Det är inte uteslutet att utvecklingen skulle kunna bli bättre än väntat. Om åtgärderna för att begränsa smittan och de omfattande stimulanser som satts in skulle bli mer framgångsrika kan återhämtningen ta fart snabbare än i Riksbankens huvudscenario. Utvecklingen under sommaren visade att efterfrågan snabbt kan komma tillbaka när smittspridningen minskar och restriktionerna dras tillbaka. Om effektiva vaccin snart skulle komma på plats skulle det kunna få förtroendet i världsekonomin att stiga fort och återhämtningen i den ekonomiska aktiviteten att bli både bredare och kraftigare. Det har kommit positiva signaler om framtagandet av vaccin men även med ett vaccin på plats kan det dröja innan det finns tillgängligt för större delar av befolkningen.

⁵ För att illustrera osäkerheten som omgärdar Riksbankens huvudscenario presenterades två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen i en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i september.

I ett scenario med en mer gynnsam utveckling för svensk BNP och arbetsmarknad skulle sannolikt också inflationen stiga snabbare under prognosperioden. Detta behöver dock inte vara ett skäl till att på olika sätt göra penningpolitiken mindre expansiv. En inflation som överstiger målet skulle kunna bidra till att inflationsförväntningarna tydligare förankras nära 2 procent, och på så sätt vara bra för pris- och lönebildningen.

Om pandemins utveckling däremot skulle förvärras under 2021 skulle detta sannolikt också medföra en kraftigare ekonomisk nedgång. Minskad efterfrågan från omvärlden, större begränsningar av samhällslivet och ett försämrat stämningsläge bland hushåll och företag skulle leda till lägre BNP och högre arbetslöshet under prognosperioden.

I ett sådant scenario, där behovet av penningpolitiska stimulanser sannolikt ökar, är tillgångsköp och åtgärder för att främja kreditgivningen i ekonomin fortsatt viktiga verktyg, som kan behöva utökas ytterligare, för att ge kraftfullt stöd till ekonomin och inflationen. 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 hur växelkursen utvecklas, 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. Dessutom har finanspolitiken fortsatt en viktig roll att spela eftersom det inte är möjligt att snabbt återställa konjunkturläget enbart med penningpolitik.

Nödvändiga åtgärder riskerar bygga upp sårbarheter på längre sikt

Åtgärderna från regeringar och centralbanker världen över är å ena sidan nödvändiga, å andra sidan riskerar de att på längre sikt bygga upp sårbarheter i bland annat det finansiella systemet. Sårbarheterna är i dagsläget underordnade behovet av att motverka pandemins omedelbara ekonomiska konsekvenser eftersom stödåtgärderna är nödvändiga för att dämpa de dramatiska BNP-fallen i världsekonomin. Åtgärderna innebär att länder och företag kraftigt ökar sin skuldsättning. Svaga banker och offentliga finanser i exempelvis euroområdet är en risk som kan medföra att krisen blir både djupare och mer utdragen. För Sveriges del finns sårbarheter kopplade till de svenska hushållens höga skuldsättning och bankernas stora exponeringar mot fastigheter. För att minska riskerna med hushållens skuldsättning krävs i första hand åtgärder inom bostads- och skattepolitiken.⁶

De stora och långvariga insatserna och att åtgärder har genomförts på enskilda marknader för värdepapper har inneburit att eventuella negativa sidoeffekter av penningpolitiken har börjat diskuteras i större utsträckning, i både omvärlden och Sverige. Bland annat har penningpolitikens effekter på fördelningen av inkomster och förmögenheter fått mer uppmärksamhet (se fördjupningen "Fördelningseffekterna av

⁶ För en diskussion om de förhöjda riskerna för den finansiella stabiliteten, se Riksbankens rapport Finansiell stabilitet 2020:2.

Riksbankens åtgärder” i denna rapport). Det är dock inte uppenbart vad den samlade effekten är, eftersom penningpolitiken verkar genom olika kanaler som delvis har motsatta fördelningseffekter. Penningpolitiken är inte särskilt väl lämpad att användas för fördelningspolitik och det är heller inte Riksbankens uppgift. Sådana överväganden bör göras av folkvalda som också har de mest effektiva verktygen för att motverka oönskade fördelningseffekter.

Något som också påverkar den ekonomiska utvecklingen på sikt är klimatförändringarna, och detta kan innebära nya utmaningar för penningpolitiken (se fördjupningen ”Hur påverkar klimatförändringarna Riksbankens arbete?”). Det förs redan en diskussion om på vilket sätt centralbanker kan bidra till att begränsa klimatförändringarnas negativa effekter även om de mest verkningsfulla åtgärderna faller inom ramen för andra politikområden. Ett sätt för Riksbanken att bidra inom sitt mandat är att ta hänsyn till hållbarhet i valet av företagsobligationer i sitt köpprogram samt att mäta och redovisa koldioxidavtryck i portföljen av företagsobligationer.⁷

⁷ Riksbanken har nu beslutat att endast erbjuda sig att köpa företagsobligationer utgivna av företag som bedöms leva upp till internationella standarder och normer för hållbarhet och att inkludera gröna kommun- och statsobligationer i tillgångsköpen. Se protokollsbilaga B ”Program för Riksbankens köp av värdepapper i penningpolitiskt syfte under 2021” på Riksbankens hemsida.

Tabell 1. Riksbankens åtgärder under coronakrisen (fet stil avser nytt beslut vid det penningpolitiska mötet i november)

Åtgärd	Omfattning (Hittills köpt/utnyttjat till och med den 20 november)	Syfte
Program för lån till banker för vidareutlåning till företag	Upp till 500 miljarder kronor (164,5 mdr kr)	Stödja kreditförsörjningen till icke-finansiella företag.
Ram för Riksbankens tillgängsköp	Köpprogrammet förlängs till 31 december 2021. Ramen utökas från 500 miljarder kronor till 700 miljarder kronor. Köp 2021 kv 1: 120 miljarder kronor (266 mdr kr, exkl företagscertifikat)	Bidra till låga räntor i hela ekonomin och väl fungerande kreditförsörjning och på så sätt skapa gynnsamma förutsättningar för ekonomin att återhämta sig och inflationen att stiga mot målet.
- Köp av statsobligationer	Gröna statsobligationer ingår Köp 2021 kv 1: 13,5 miljarder kronor (39,5 mdr kr)	
- Köp av kommunobligationer	Gröna kommunobligationer ingår Köp 2021 kv1: 23,5 miljarder kronor (35,3 mdr kr)	
- Köp av säkerställda obligationer	Köp 2021 kv 1: 70 miljarder kronor (189 mdr kr)	
- Köp av statsskuldväxlar	Köp 2021 kv1: 10 miljarder kronor	
- Köp av företagsobligationer	Endast köp av obligationer från företag som lever upp till standarder och normer för hållbarhet Köp upp till maximalt 10 miljarder kronor till 30 juni 2021 (1,8 mdr kr)	
- Köp av företagscertifikat	Köp upp till maximalt innehav 32 miljarder kronor till 31 mars 2021 (Innehav: 0,9 mdr kr)	
Sänkt ränta i stående utlåningsfaciliteten	Sänkning från 0,75 till 0,10 procentenheter över reporäntan.	Säkerställer att dagslåneräntan på marknaden för svenska kronor hamnar nära reporäntan. Gör det billigare för bankerna att få tillgång till kredit över natten.
Veckovisa marknadsoperationer där banker erbjuds låna mot säkerhet med tre respektive sex månaders löptid till reporäntan.	Obegränsat (28,7 mdr kr)	Stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor för att underlätta deras finansiering och deras roll som kreditförsörjare till svenska företag.
Lättade krav på säkerheter för att låna hos Riksbanken	—	Stärka bankernas tillgång till likviditet i svenska kronor.
Lån i amerikanska dollar	Upp till 60 mdr USD (2 mdr USD)	Stärka tillgången till likviditet i amerikanska dollar i det svenska finansiella systemet.

Anm. Med kommunobligationer avses obligationer utgivna av svenska kommuner, regioner och Kommuninvest i Sverige AB. 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/>.

2 Fortsatt expansiva finansiella förhållanden

De ekonomiska konsekvenserna av pandemin fortsätter att påverka utvecklingen på de finansiella marknaderna. Sedan den penningpolitiska rapporten i september har den globala smittspridningen ökat och antalet nya bekräftade fall per dag har stigit snabbt. I början av november släpptes dock nyheterna om att forskarna gjort framsteg i utvecklingen av ett vaccin vilket stärkte investerarnas vilja att hålla riskfyllda tillgångar. Allt detta har påverkat de globala aktiemarknaderna där priserna först sjönk under hösten för att därefter återhämta sig under de senaste veckorna. Penning- och obligationsmarknaderna har påverkats i betydligt mindre utsträckning. En bidragande förklaring till detta är centralbankernas åtgärder, framför allt storskaliga tillgångsköp och omfattande utlåningsprogram.

Kreditförsörjningen till företagen och hushållen i Sverige är fortsatt god och ränteläget fortsätter vara lågt. Den svenska kronan har förstärkts något sedan den penningpolitiska rapporten i september publicerades. Trots den ökade smittspridningen sedan september bedöms de finansiella förhållandena i såväl Sverige som omvärlden vara i stort sett oförändrade och fortsatt expansiva. Läget på de finansiella marknaderna är dock känsligt för effekterna av pandemin och beroende av ländernas mycket omfattande ekonomisk-politiska åtgärder.

2.1 Ökad osäkerhet på de finansiella marknaderna

Pandemin fortsätter att prägla utvecklingen på de finansiella marknaderna, i såväl Sverige som omvärlden. Sedan den penningpolitiska rapporten i september har smittspridningen ökat, inte minst i Europa. Antalet rapporterade nya fall per dag i världen har ungefär fördubblats sedan september, från 300 000 till 600 000. Detta har gjort att regeringarna i många länder återinfört strama restriktioner. Oron över de ekonomiska konsekvenserna av denna utveckling har påverkat i synnerhet aktiemarknaderna med minskande aktiepriser till följd. Utvecklingen är dock betydligt mindre dramatisk än när pandemin först slog till i början av året. Efter presidentvalet i USA började aktiemarknaderna återhämta sig och nyheterna om de framsteg som har gjorts i att ta fram ett vaccin har ytterligare bidragit till att aktiepriserna har stigit. På valutamarknaderna har dollarn försvagats något mot de flesta andra valutor, däribland den svenska kronan. Många andra marknader har däremot varit relativt opåverkade av svängningarna i marknadsaktörernas risktagande. Räntorna på både penning- och obligationsmarknaderna har varit stabila, och ligger fortsatt på ungefär

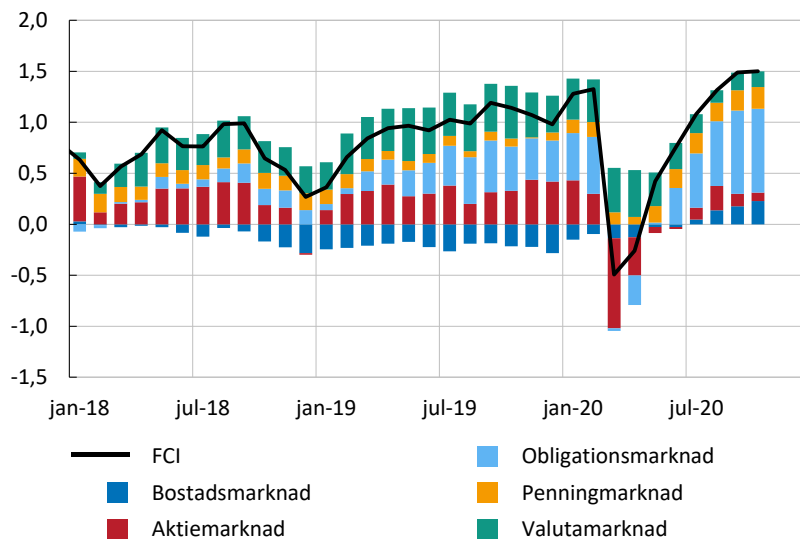
de nivåer som rådde i början av året. En bidragande förklaring till detta är centralbankernas närvaro på dessa marknader, via framför allt tillgångsköp.

Det finns ingen entydig definition av begreppet ”finansiella förhållanden”. Ibland används begreppet för att beskriva läget på en stor mängd finansiella delmarknader, medan det, vid andra tillfällen, används för att sammanfatta en mer avgränsad uppsättning finansiella variabler som är av särskilt stor betydelse för den makroekonomiska utvecklingen. Ett sätt att mäta de finansiella förhållandena är att använda ett index, och ett sådant visas i diagram 10.⁸ Syftet med just detta index är att sammanfatta läget på många olika finansiella delmarknader i Sverige. Indexet indikerar att de finansiella förhållandena i Sverige har återhämtat sig sedan i våras och är i stort sett oförändrade sedan den penningpolitiska rapporten i september. Återhämtningen kan förklaras av flera olika delmarknader, däribland obligationsmarknaderna där ränteläget är lågt, och aktiemarknaderna, där priserna har stigit och volatiliteten har minskat (se diagram 17). I Sverige har även bostadspriserna stigit de senaste månaderna och bostadsmarknaden bidrar därmed nu till att göra de finansiella förhållandena expansiva.

Det finns dock en risk för att den ökade smittspridningen och de nya nedstängningarna leder till förnyad oro på de finansiella marknaderna. En sådan utveckling skulle vara negativ för kreditförsörjningen till företag och hushåll. Läget på de finansiella marknaderna bedöms därför vara fortsatt känsligt för pandemins effekter och beroende av att stödåtgärderna från centralbankerna och regeringarna kvarstår.

Diagram 10. Index för finansiella förhållanden i Sverige

Standardavvikelser



Anm. Högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden.

Källa: Riksbanken.

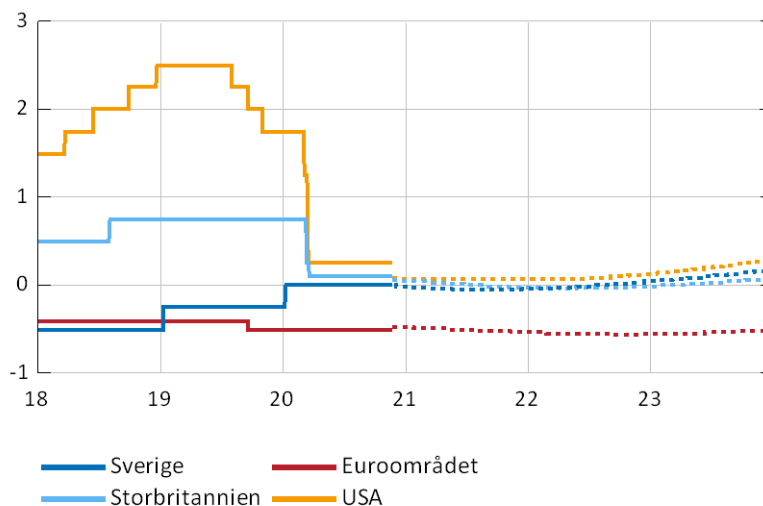
⁸ För detaljer kring indexet se J. Alsterlind, M. Lindskog och T. von Brömsen, ”Ett index för de finansiella förhållandena”, Staff memo, februari 2020, Sveriges riksbank. Notera att indexet till skillnad från tidigare nu även omfattar räntor på företagsobligationer.

Fortsatt mycket expansiv penningpolitik globalt

Sedan pandemins utbrott har många centralbanker runt om i världen satt in kraftfulla åtgärder för att stabilisera de finansiella marknaderna i syfte att hålla ränteläget lågt och stödja kreditförsörjningen till hushåll och företag. Styrräntor är nära noll procent i många länder och marknadens aktörer förväntar sig inga större förändringar i styrräntorna framöver (se diagram 11). Utöver detta har centralbankerna gjort penningpolitiken mer expansiv genom att framför allt inleda storskaliga köp av finansiella tillgångar och lansera omfattande utlåningsprogram. Dessa åtgärder syftar till att hålla räntorna låga och till att stimulera bankernas utlåning till hushåll och icke-finansiella företag, och den här typen av åtgärder innebär att många centralbankers balansräkningar växer snabbt (se diagram 12).

Diagram 11. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning

Procent



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. Steckade linjer avser terminräntor 2020-11-23.

Källor: Macrobond och Riksbanken.

Den europeiska centralbanken, ECB, har inlett flera olika åtgärdsprogram, bland annat ett särskilt pandemiprogram för att köpa tillgångar (PEPP) för 1 350 miljarder euro. ECB har dessutom utökat sina tidigare aktiva program för tillgångsköp (APP) och gjort utlåningsprogrammet till hushåll och företag via bankerna (TLTRO-III) mer förmånligt.⁹ Vid sitt penningpolitiska möte i oktober meddelade ECB att den tidigare beslutade penningpolitiken lämnas oförändrad. Därmed ligger styrräntan för inlåning kvar på -0,5 procent, samtidigt som programmen för tillgångsköp och utlåning fortsätter enligt tidigare beslut.¹⁰ ECB kommunicerade även att det finns tydliga negativa risker för

⁹ PEPP står för Pandemic emergency purchase programme, APP står för Asset purchase programme, TLTRO står för Targeted longer-term refinancing operations.

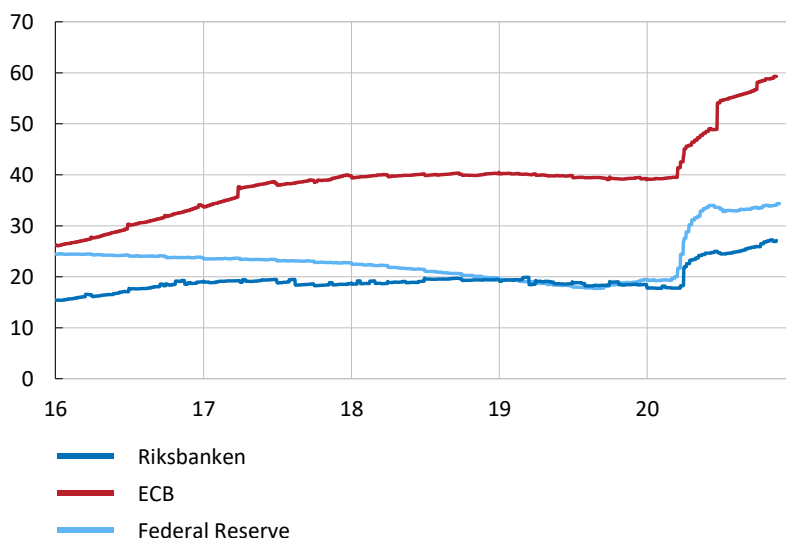
¹⁰ Statistik över ECBs tillgångsköp och utlåningsprogram finns tillgängligt på ECBs hemsida: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

konjunkturen framöver, och att ytterligare penningpolitiska stimulansåtgärder kommer att vidtas på mötet i december.

Även den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, har satt in omfattande åtgärder sedan pandemin startade. I mars sänktes styrräntan till intervallet 0–0,25 procent och storskaliga tillgångsköp inleddes. Sedan februari har Federal Reserves tillgångsinnehav vuxit med cirka 2 500 miljarder dollar till cirka 6 500 miljarder dollar. Majoriteten av dessa innehav består av statsobligationer och säkerställda obligationer, men centralbanken har även köpt bland annat företagspapper och kommunobligationer. Dessutom har flera utlåningsfaciliteter öppnats med syfte att stödja kreditförsörjningen till framför allt små och medelstora företag.¹¹ Vid sitt penningpolitiska möte i november meddelade Federal Reserve att penningpolitiken lämnas oförändrad.

Diagram 12. Centralbankers balansomslutning

Procent av årlig BNP



Anm. Årlig BNP är beräknad som en summa av innevarande kvartal och de tre senaste kvartalen. För observationer efter 2020-06-30 är årlig BNP summan av BNP för tredje kvartalet 2019 till och med andra kvartalet 2020.

Källor: Macrobond och Riksbanken.

Fortsatt stabilisering på penning- och statsobligationsmarknaderna

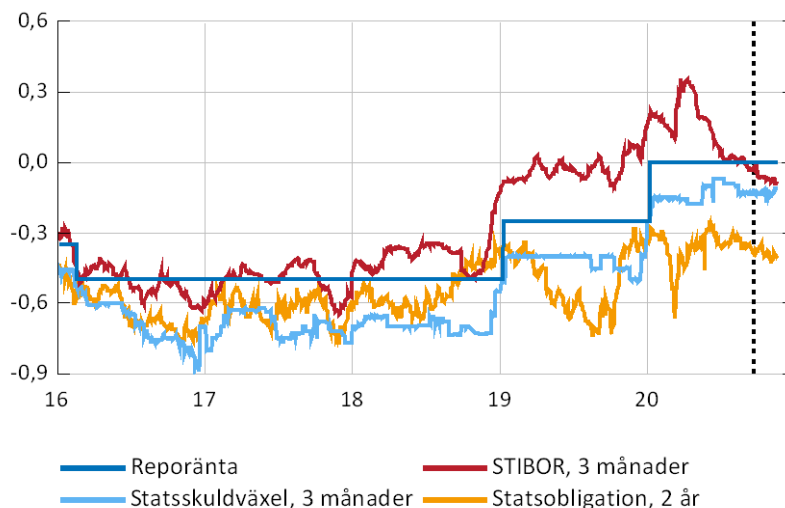
Under våren steg en del av räntorna på de svenska penningmarknaderna, däribland räntan på interbanklån utan säkerheter, STIBOR (se diagram 13). Sedan dess har dock STIBOR, med olika löptider, fallit tillbaka och är nu på låga nivåer jämfört med reporäntan. Exempelvis är STIBOR med 3 månaders löptid nu tydligt lägre än reporäntan för första gången sedan slutet av 2017. Även räntorna på statsobligationer med korta löptider är på lägre nivåer än reporäntan, vilket de har varit sedan ett par år tillbaka. Riksbankens penningpolitik med köp av statsobligationer och en stor mängd likviditet i banksektorn är viktiga orsaker till att interbanksräntorna har fallit

¹¹ Statistik över Federal Reserves tillgångsköp och utlåningsprogram finns tillgängligt på Federal Reserves hemsida: <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/>.

sedan i våras och till att statsobligationsräntorna är på låga nivåer. Räntorna på statskuldväxlar har däremot varit stabila under året och är på högre nivåer jämfört med statspapper med längre löptider.

Diagram 13. Reporäntan och marknadsräntor

Procent



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

Källor: Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

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 en lång tid framöver. Även centralbankernas köp av tillgångar bidrar till att hålla statsobligationsräntorna låga.

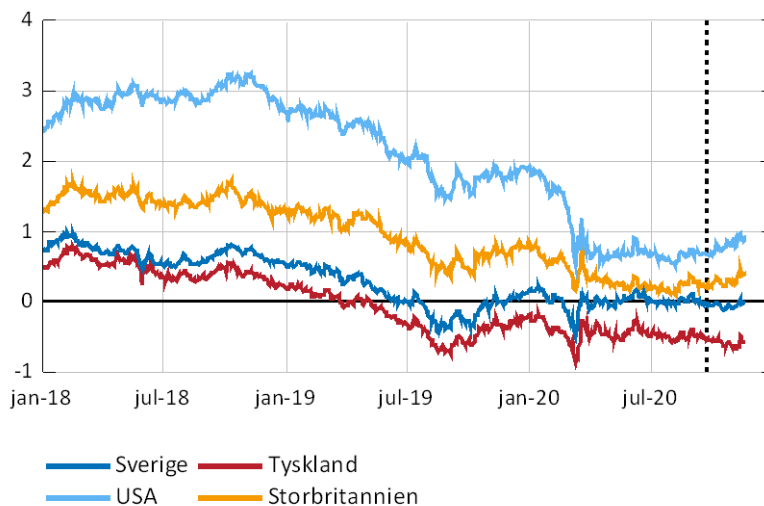
Sedan det penningpolitiska mötet i september har statsobligationsräntorna i USA stigit något (se diagram 14). Detta reflekterar till viss del att marknadsaktörernas förväntningar på den amerikanska styrräntans framtida nivå har ökat en aning. Det finns också tecken på att de stigande statsobligationsräntorna kan förklaras av en ökning i terminspremien, som är den ersättning som kompenserar investerarna för de risker det innebär att köpa statsobligationer med lång löptid jämfört med kort löptid. Detta är i linje med att investerarna har blivit mindre villiga att hålla säkrare tillgångar, som statsobligationer, för att istället efterfråga mer riskfyllda tillgångar, som aktier och företagspapper.

I Europa har däremot statsobligationsräntorna sjunkit något sedan september (se diagram 14). Detta gäller räntorna i såväl Tyskland som i andra länder och beror sannolikt på de ökade förväntningarna om att ECB kommer att sätta in ytterligare stimulansåtgärder i samband med det penningpolitiska mötet i december. Statsobligationsräntorna i vissa länder, som Italien, Portugal och Spanien, är högre än motsvarande räntor i Tyskland. Skillnaderna mellan dessa räntor och tyska räntor speglar till stor del de offentliga skuldnivåerna och marknadens uppfattning om staternas framtida betalningsförmåga. Trots att smittspridningen och den ekonomiska osäkerheten har ökat har dessa ränteskillnader varit stabila under hösten.

De svenska statsobligationsräntorna har varit i stort sett oförändrade sedan det penningpolitiska mötet i september (se diagram 14).

Diagram 14. Statsobligationsräntor, 10 års löptid

Procent



Anm. Nollkupongräntor för Sverige, Tyskland och Storbritannien. 10-årig benchmarkränta för USA. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

Källor: Nationella centralbanker, US Treasury och Riksbanken.

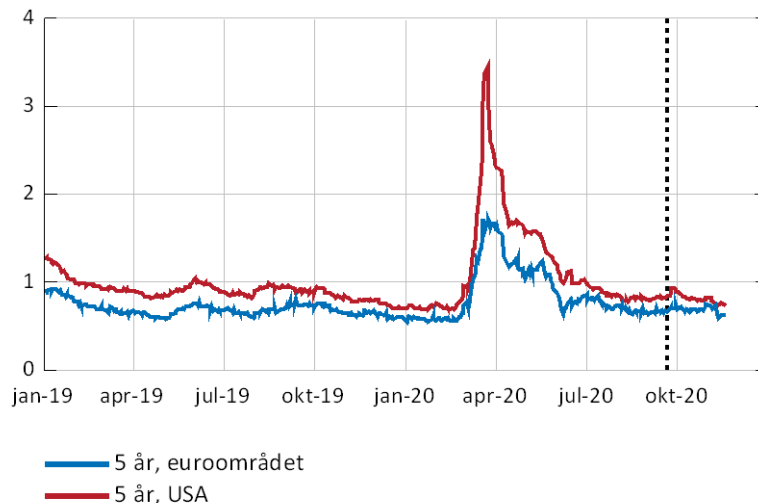
Stabila räntor på riskfyllda obligationer

Trots att smittspridningen har ökat under hösten och att det på senare tid har skett framsteg i arbetet att ta fram ett vaccin har obligationsmarknaderna varit i stort sett opåverkade. Ränteskillnaderna mellan företagsobligationer och statsobligationer i USA och euroområdet har varit stabila under hösten och ligger kvar på mycket låga nivåer (se diagram 15). Den svenska marknaden för företagsobligationer har sett en liknande utveckling. Ränteskillnaderna har visserligen påvisat en svag uppgång de senaste månaderna men nivåerna är fortsatt tydligt lägre än i början av året (se diagram 16).

I mars började marknaden för företagsobligationer i Sverige fungera allt sämre, likviditeten föll i takt med att smittspridningen ökade och många investerare ville sälja riskfyllda obligationer men få ville köpa. Detta märktes genom att skillnaderna mellan sälj- och köppriserna ökade; sådana skillnader används ofta som ett mått på likviditeten på en marknad. Efter sommaren återgick likviditeten i stort sett till de nivåer som rådde vid början av året. Under höstens nya våg av smittspridning har marknaden varit fortsatt motståndskraftig, likviditeten har varit stabil och i stort sett opåverkad. Andra typer av obligationer, som kommunobligationer och säkerställda obligationer, har följt en liknande utveckling för såväl räntor som likviditet. Ränteskillnaderna mellan dessa obligationer och motsvarande statsobligationer har under hösten varit på nivåer som är klart lägre än de nivåer som rådde innan pandemin (se diagram 16).

Diagram 15. Skillnad mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer i USA och euroområdet

Procentenheter

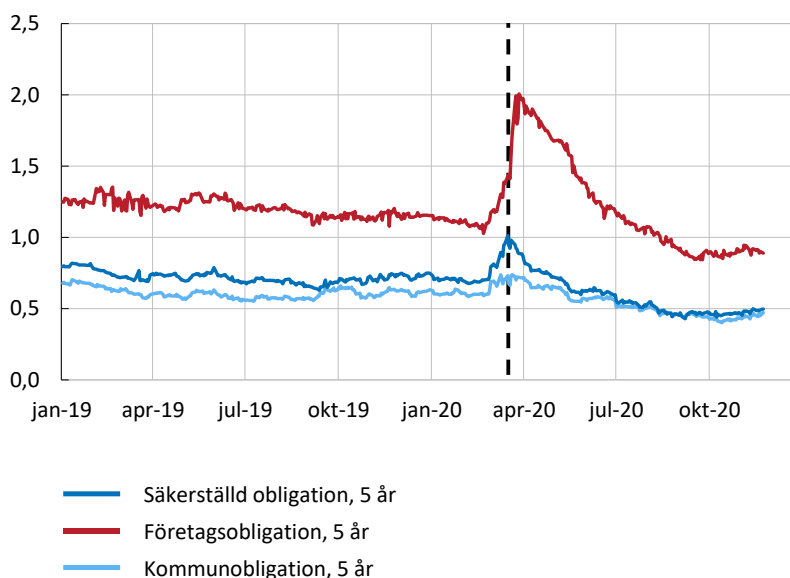


Anm. Ränteskillnaderna avser 5-åriga benchmarkobligationer utgivna av företag med god kreditvärdighet respektive staten. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

Källa: Macrobond.

Diagram 16. Ränteskillnader mellan olika obligationsslag och statsobligationer

Procentenheter



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

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

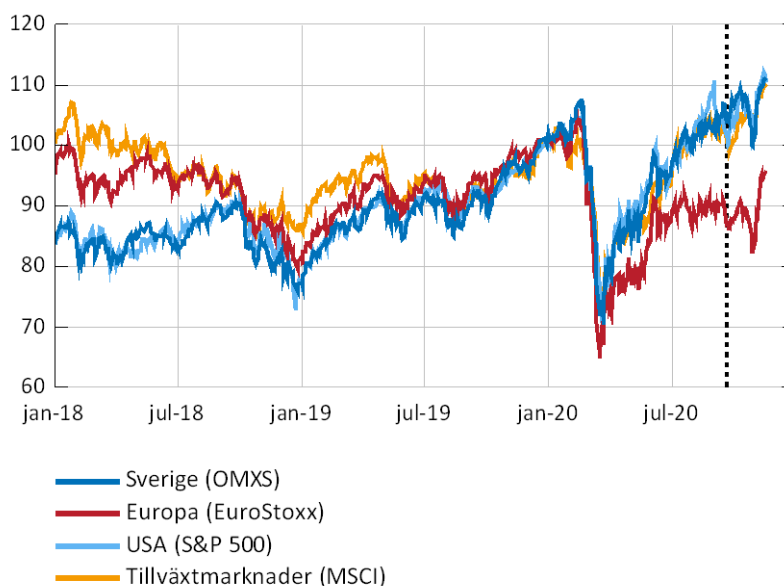
Den expansiva penningpolitik som centralbankerna bedriver har bidragit till den motståndskraft som marknaderna för riskfyllda obligationer visar. Många centralbanker, däribland Riksbanken, är sedan pandemin startade aktiva köpare på obligationsmarknaderna för att bidra med likviditet och hålla nere riskpremierna som annars kan få räntorna på dessa marknader att öka.

Stora rörelser på aktiemarknaderna

Efter de kraftiga prisfallen i våras återhämtade sig aktiemarknaderna starkt och i början av hösten var flera aktieindex, framför allt i USA och i Sverige, på nya rekordnivåer. Under hösten ökade dock smittspridningen gradvis i såväl USA som Europa och i mitten av oktober blev det allt tydligare att utvecklingen skulle ge upphov till en ny våg av restriktioner. Viljan att ta risk minskade och priserna på aktiemarknaderna föll (se diagram 17). Marknaderna påverkades också av det amerikanska presidentvalet och osäkerheten kring bland annat de framtida finanspolitiska stimulanserna. Efter valet minskade osäkerheten och aktiepriserna återhämtade sig i snabb takt, framför allt till följd av nyheterna om att forskarna gjort framsteg i skapandet av ett vaccin. Aktiepriserna steg visserligen på bred front, men de starkaste sektorerna var de som är mer utsatta för pandemins effekter, som flygbolag och företag inom hotell- och restaurangbranschen. Dessa sektorer var även de som föll mest i våras då aktiepriserna rasade.

Diagram 17. Börsutveckling i inhemsk valuta

Index, 2019-12-31 = 100



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

Källa: Macrobond.

Starkare krona sedan september

Under oroliga perioder då marknadsaktörerna föredrar säkrare tillgångar brukar kronans växelkurs försvagas, framför allt gentemot de valutor som investerarna betraktar som säkra, som den amerikanska dollarn. Den senaste tidens ökade smittspridning har dock inte lett till ökad efterfrågan på säkra tillgångar, vilket till exempel syns i de stigande aktiepriserna. Den fortsatta stora riskaptiten bland investerarna är därmed en bidragande förklaring till att kronan har stärkts mot de flesta andra valutorna under de senaste månaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i september har kronan, enligt kronindex, KIX, stärkts med cirka 1,5 procent (se diagram 18). En annan bidragande förklaring till den starkare kronan är att skillnaden mellan de svenska och europeiska räntorna har ökat. Medan de tyska statsobligationsräntorna har sjunkit något under hösten, till följd av ECB:s förväntade stimulansåtgärder i december, har de svenska statsobligationsräntorna varit i stort sett oförändrade (se diagram 14).

Diagram 18. 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 september.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

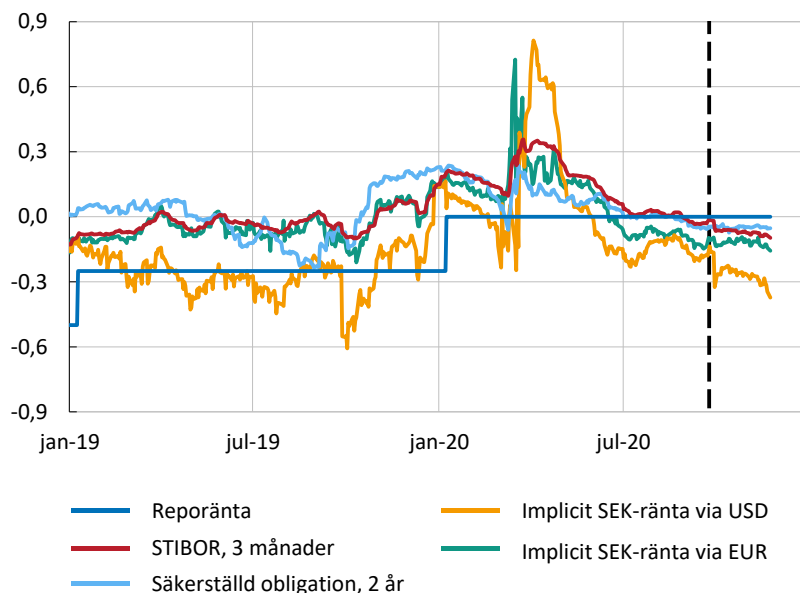
Bankernas finansieringskostnader är fortsatt låga

De svenska bankernas kortfristiga finansiering består till stor del av upplåning 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. Bankernas kostnader för att finansiera sig på detta sätt kan illustreras med hjälp av så kallade implicita SEK-räntor (se diagram 19). Dessa räntor är även av betydelse för STIBOR, räntan på interbanklån i svenska kronor utan säkerhet. Diagram 19 visar att dessa räntor har varit i stort sett oförändrade under hösten, och på låga nivåer jämfört med reporäntan. Det innebär att kostnaderna för bankernas kortfristiga finansiering har varit fortsatt låga. En av de viktigaste anledningarna till detta är de swaparrangemang som ingicks under våren mellan Federal Reserve och ett antal

centralbanker runt om i världen, i syfte att förbättra likviditeten på de globala finansmarknaderna. Som en del i arrangemanget erbjuder Riksbanken dollar till svenska motparter åtminstone fram till mars 2021.

Diagram 19. Reporäntan och bankernas finansieringsräntor

Procent



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). Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken.

Bankernas långfristiga finansiering består till stor del av säkerställda obligationer, utgivna i svenska kronor. Under hösten har räntorna på dessa obligationer varit på fortsatt låga nivåer, bland annat på grund av Riksbankens köp. Sammantaget har bankernas låga finansieringskostnader bidragit till att även de räntor som hushåll och företag möter har varit fortsatt låga.

God kreditförsörjning till hushåll och företag

De svenska företagen finansierar sig främst via banklån.¹² Bankernas vilja och förmåga att ge lån är därför central för företagets kreditförsörjning. De låga kostnaderna för bankernas finansiering har gjort det möjligt för bankerna att bibehålla de låga räntorna som företagen, och hushållen, i slutändan möter (se diagram 20).

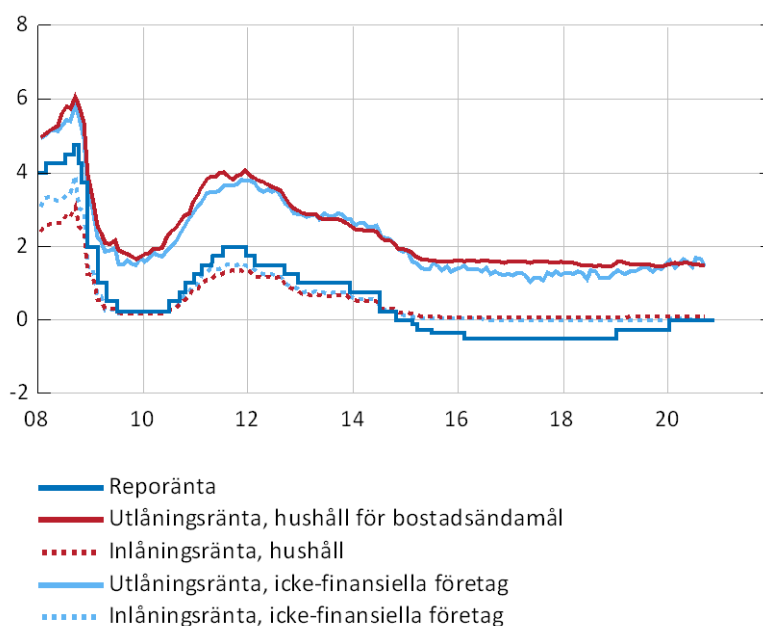
Under året har den aggregerade bankutlåningen till företag av alla storlekar ökat (se diagram 6 och 21). Vid krisens inledning ökade utlåningen till stora företag snabbt, medan utlåningen till mindre företag tilltog under de senaste månaderna. Tillgången till lån, och behovet av att låna, ser olika ut för olika företag. En del företag, framför

¹² Banklån utgör cirka två tredjedelar av företagets externa finansiering. För mer detaljer om företagets finansiering och hur den har utvecklats under våren 2020 se E. Frohm, J. Grip, D. Hansson och S. Wollert "Tudelad kreditgivning under coronapandemin", Ekonomiska kommentarer nr. 6 2020, Sveriges riksbank.

allt stora, har tillgång till marknadsfinansiering via certifikat- och obligationsmarknaderna. Medan den sammanvägda volymen av emitterade obligationer över hela året har varit relativt oförändrad jämfört med tidigare år, har volymerna av emitterade certifikat minskat tydligt. En förklaring till detta kan vara att certifikaten har korta löptider och behöver återfinansieras ofta, vilket innebär en ökad risk för företagen, i synnerhet i osäkra tider. Stora företag har därför ersatt delar av sin finansiering via certifikat med banklån på korta löptider (mindre än 1 år), vilket delvis kan förklara den stora ökningen i banklån till dessa företag under våren.

Diagram 20. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya och omförhandlade lån

Procent



Anm. In- och utlåningsränta är volymviktade medelvärden på monetära finansiella instituts in- respektive utlåning på samtliga löptider.

Källor: SCB och Riksbanken.

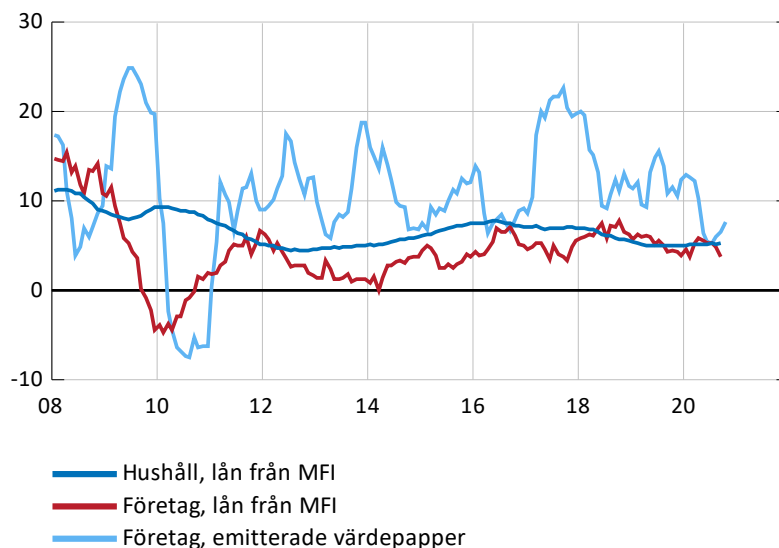
När man delar in banklånen i olika löptider kan man konstatera att företag av alla storlekar har ökat sina volymer av lån på korta löptider, under 1 år.¹³ Medan en förklaring för de stora företagen är att de ersatt sin finansiering via certifikat, finns det andra förklaringar för de mindre företagen. Bankerna kan ha blivit mindre villiga att låna ut pengar på långa löptider, eftersom detta är mer riskfyllt än att låna ut på korta löptider. Räntorna på banklån med långa löptider har dock inte ökat, vilket tyder på att deras vilja att låna ut till dessa löptider är fortsatt god. En annan möjlig förklaring är att det är vanligare bland de mindre företagen att söka lån för att överbrygga krisen, eftersom dessa företag är mer utsatta, och den typen av lån har sannolikt oftast kortare löptider.

¹³ Notera att löptiderna avser tiden till dess att lånet ska vara återbetalat och inte löptiden på räntan.

Sammantaget verkar kreditgivningen vara relativt stabil till företag av alla storlekar och inom alla sektorer. Även räntorna på företagslånen har varit någorlunda konstanta under året (se diagram 20). Det innebär dock inte att risken för omfattande solvensproblem bland företagen är borta. De mer utsatta företagen, som exempelvis mindre företag och de inom hotell- och restaurangbranschen, lånar sannolikt i större utsträckning pengar för att lösa sina akuta likviditetsproblem. Det gör att företagens balansräkningar försvagas och risken för konkurs vid ett senare tillfälle ökar.¹⁴ Den här typen av risk kan vara påtaglig och växande för många företag, i såväl Sverige som omvärlden. Konkurserna bland svenska företag har hittills varit relativt få, men det är viktigt att fortsätta att följa utvecklingen framöver.¹⁵

Diagram 21. Hushållens och företagens upplåning

Årlig procentuell förändring



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

Källa: SCB.

Inflationsförväntningarna nära nivåerna innan pandemin

Marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar i USA har stigit under hösten, bland annat på grund av att Federal Reserve infört en ny strategi för att nå inflationsmålet (se diagram 22).¹⁶ Utvecklingen är i linje med den för enkätbaserade inflationsförväntningar som visade en tydlig uppgång i undersökningen i november

¹⁴ För ett utförligare resonemang se Finansiell stabilitetsrapport, 2020:2, Sveriges riksbank.

¹⁵ Se Fördjupningen "Konkurser under coronapandemins inledande fas" i Finansiell stabilitetsrapport, 2020:2, Sveriges riksbank.

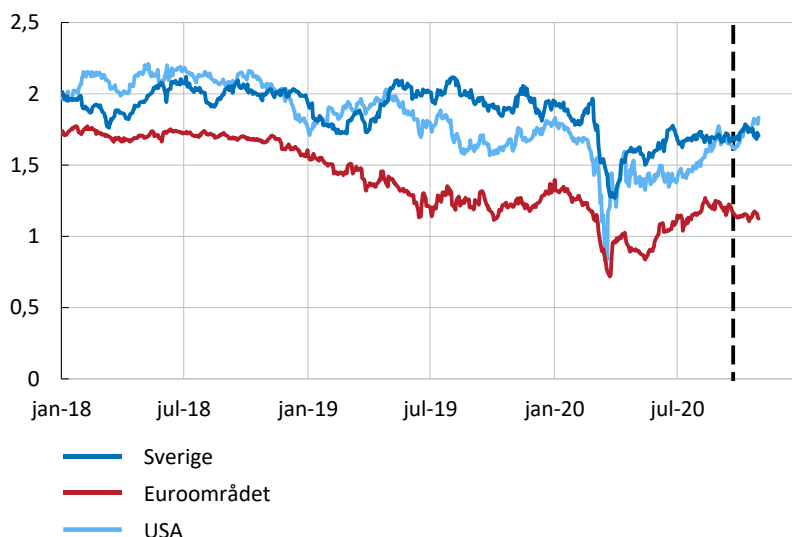
¹⁶ För mer detaljer se marginalrutan "Federal Reserves nya penningpolitiska ramverk" i Penningpolitisk rapport september 2020, Sveriges riksbank.

jämfört med den föregående undersökningen i augusti.¹⁷ De marknadsbaserade måtten i euroområdet har däremot sjunkit något under hösten.

I Sverige har de marknadsbaserade måtten på inflationsförväntningarna varit i stort sett oförändrade under hösten. Inflationsförväntningarna bland penningmarknadens aktörer, enligt Kantar Sifo Prosperas undersökning, har däremot stigit svagt sedan sommaren, även om undersökningen i november visade ungefär oförändrade förväntningar jämfört med i oktober (se diagram 4). De långsiktiga förväntningarna, på 5 års sikt, ligger på cirka 1,8 procent enligt KPI och är mycket nära de nivåer som undersökningarna visade innan pandemin.

Diagram 22. 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 inflationsswappar och avser HIKP. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken.

¹⁷ Mer detaljer kring undersökningen finns på Federal Reserve Bank of Philadelphias hemsida: <https://www.philadelphiafed.org/surveys-and-data/>.

3 En andra våg av pandemin dämpar aktiviteten

Under sommaren förbättrades den ekonomiska utvecklingen i omvärlden mer än väntat. Men ökad smittspridning och nya restriktioner väntas dämpa den ekonomiska aktiviteten på kort sikt. BNP väntas nu minska i euroområdet och BNP-tillväxten dämpas i USA de närmaste kvartalen. I Riksbankens huvudscenario antas att begränsningsåtgärderna ligger kvar på dagens nivå även under det första kvartalet nästa år innan de gradvis lättas. Därefter väntas BNP-tillväxten åter ta fart. Både finans- och penningpolitik väntas stimulera BNP-tillväxten de närmast åren. Inflationen stiger framöver när resursutnyttjandet i den globala ekonomin ökar.

Även den svenska ekonomin återhämtade sig starkt under tredje kvartalet och situationen på arbetsmarknaden stabiliserades. Under oktober ökade åter smittspridningen vilket väntas påverka ekonomin negativt de närmaste kvartalen innan den återigen förbättras. BNP-tillväxten väntas uppgå till i genomsnitt drygt 3 procent per år 2021–2023 och arbetslösheten faller succesivt tillbaka och uppgår till drygt 7 procent mot slutet av prognosperioden. Fallande energipriser och andra mer tillfälliga faktorer har pressat ned inflationen rejält hittills under 2020. Under 2021 väntas inflationen återhämta sig något och i takt med att efterfrågan ökar stiger inflationen långsamt mot målet.

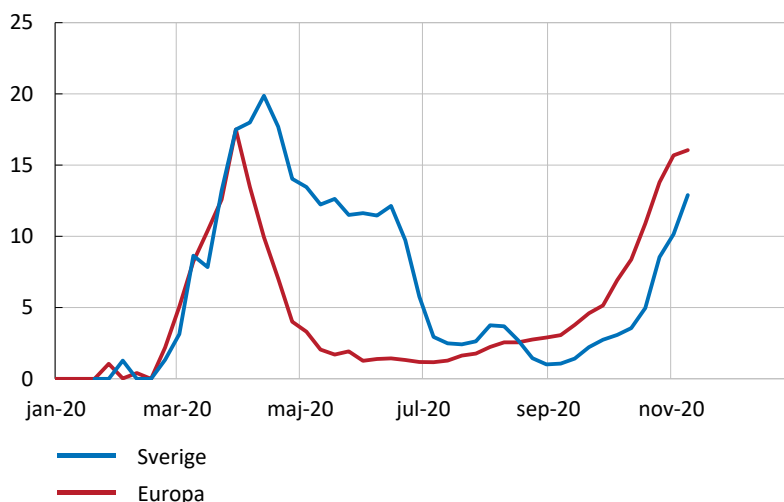
3.1 Ökad smittspridning och utökade restriktioner

Ökad smittspridning bakom ny nedgång i den ekonomiska aktiviteten

Under de senaste månaderna har smittspridningen åter tagit fart i de flesta länder och regioner som är viktiga för svensk ekonomi. Både antalet smittade och andelen smittade av de som testats har ökat tydligt (se diagram 23). I Europa har smittspridningen ökat särskilt mycket i Frankrike, men även i bland annat Spanien, Italien, Storbritannien och Tyskland. Antalet inlagda för intensivvård har i några fall närmast sig nivåerna som gällde i våras och antalet döda har stigit snabbt i många länder. Också i Sverige ökar antalet smittade i snabb takt och även inläggningarna på sjukhus liksom dödsfallen ökar.

Diagram 23. Andel positiva test för covid-19 i Sverige och Europa

Procent av antalet testade



Anm. Serierna visar andel positiva test för covid-19 till och med vecka 46. Serien för Europa inkluderar 30 länder (EEA exklusive Liechtenstein) och är sammanvägda utifrån befolkningsstorlek 2019.

Källor: European Centre for Disease Prevention and Control (ECDC) och Riksbanken.

Den ökade smittspridningen har fört med sig nya restriktioner i ett antal länder (se diagram 24)¹⁸. I Frankrike råder en nationell nedstängning med utgångsförbud med undantag för till exempel arbete och i Spanien gäller utgångsförbud nattetid. I en del länder, till exempel Storbritannien, Österrike och Italien, har de nya restriktionerna varit än mer omfattande. I Sverige har regeringen beslutat om att begränsa deltagarantalet vid allmänna sammankomster till åtta personer och skärpta allmänna råd är införda i samtliga regioner. Råden skiljer sig något åt mellan regionerna men går ut på folk ska minska sina fysiska kontakter.

De nya restriktionerna som införts i Europa är så här långt inte lika omfattande som i våras då fler arbetsplatser stängdes ned helt. Tecknen på nedgång i ekonomin är heller inte lika tydliga. Högfrekventa data har inte sjunkit lika mycket som i våras och industrin ser ännu ut att utvecklas väl. Men åtgärderna och en ökad osäkerhet bedöms ändå tydligt dämpa den ekonomiska aktiviteten de närmaste kvartalen, i både omvärlden och Sverige.

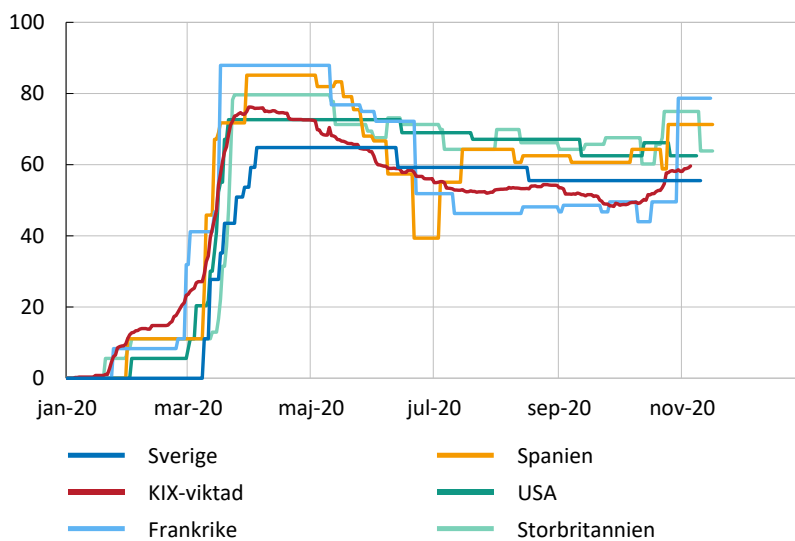
I prognosen för omvärlden och Sverige antas att smittspridningen avtar under det första kvartalet nästa år och att de restriktioner som utökats börjar dras tillbaka under det andra kvartalet. Antagandena är mycket osäkra och detsamma gäller effekterna på ekonomin både på kort och lång sikt. Bedömningen är att BNP sjunker under det

¹⁸ Oxford COVID-19 Government Response Tracker möjliggör gränsöverskridande jämförelser av statliga ingripanden men fångar dock inte hur verkningsfulla restriktionerna är. Genom att mäta en rad indikatorer så minskar risken för att någon indikator får för stort genomslag eller feltolkas i det sammansatta indexet. Men det baseras på starka antaganden om vilken typ av information som ska inkluderas. Under sommaren har många länder valt att angripa kluster av smitta istället för att stänga ned stora delar av ekonomin för att minska de ekonomiska effekterna. Hur väl indexet fångar lokala begränsningar och nationella rekommendationer snarare än förbud kan påverka hur väl detta index kan förklara en kommande ekonomisk nedgång.

innevarande och nästkommande kvartalet i ett antal länder, inklusive Sverige, om än betydligt mindre än i våras och att vissa negativa effekter kvarstår även på lång sikt. Det finns ett antal argument för negativa långsiktiga effekter (se resonemangen i fördjupningen "De långsiktiga ekonomiska effekterna av pandemin är osäkra"). BNP bedöms för de närmaste åren vara lägre i såväl omvärlden som Sverige jämfört med de antaganden som gjordes före pandemin.

Diagram 24. Mått på grad av statliga restriktioner för att dämpa smittspridningen

Index



Anm. Indexet mäter omfattningen av åtgärder för att motverka spridningen av covid-19. Indexet består av nio komponenter som beskriver olika typer av restriktioner, 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. KIX-viktad avser här en sammanvägning av 31 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden.

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

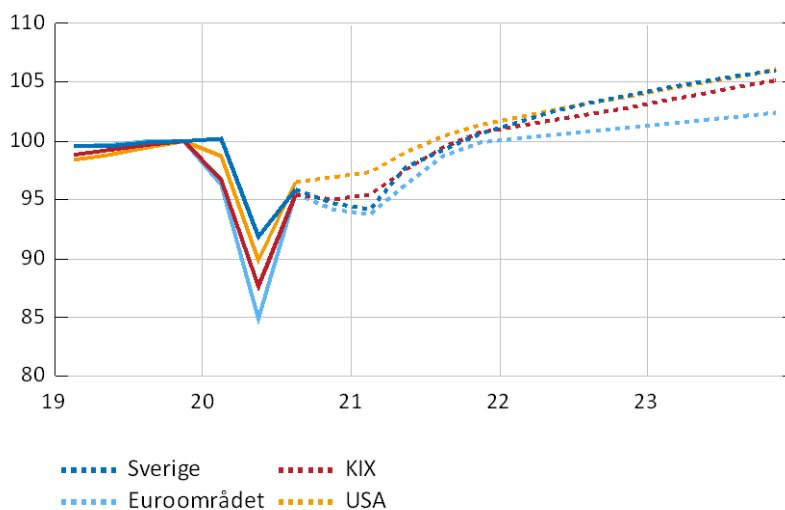
3.2 Ny nedgång i den globala ekonomin de närmaste kvartalen

Dämpning i den globala ekonomin

Efter det stora fallet i den globala ekonomin under våren skedde det en betydande återhämtning under sommaren bland annat till följd av lättnader i restriktioner och ekonomisk-politisk stimulans. Uppgången i BNP det tredje kvartalet var betydligt större än väntat i flera länder, inte minst i Europa. Höstens nya våg av smittspridning och restriktioner bedöms dock innebära att KIX-viktad BNP på nytt faller det fjärde kvartalet och att BNP-tillväxten är svag det första kvartalet nästa år. Även om nedgången inte alls blir lika stor som i våras innebär den att återhämtningen avbryts. I prognosen antas att BNP-tillväxten åter tar fart i omvärlden det andra kvartalet 2021 (se diagram 25).

Diagram 25. 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. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

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

Dämpad ekonomisk aktivitet i euroområdet de närmaste kvartalen

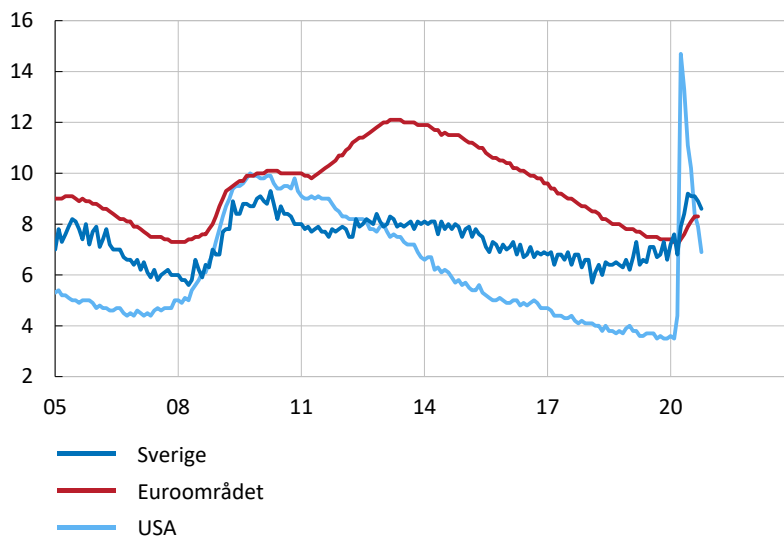
BNP i euroområdet steg det tredje kvartalet med hela 12,6 procent jämfört med det andra kvartalet i år (se diagram 25). Högfrekventa data för den ekonomiska aktiviteten och ett försämrat förtroende bland hushåll och tjänsteföretag indikerar dock att den ekonomiska aktiviteten därefter har dämpats. Riksbanken bedömer att fler restriktioner och ökad osäkerhet leder till att BNP sjunker det fjärde kvartalet samt det första kvartalet 2021. Från och med det andra kvartalet 2021 förutses BNP åter börja stiga.

Arbetslösheten har stigit sedan i början på året och uppgick till 8,3 procent i september (se diagram 26). En viktig förklaring till att arbetslösheten inte har stigit kraftigare är att många regeringar vidtagit åtgärder för att dämpa uppgången, exempelvis genom att införa stöd till korttidspermittningar. Uppgången i arbetslösheten dämpades även av det stora fallet i arbetskraftsdeltagandet i samband med pandemin i våras. I prognosen förutses arbetslösheten dock fortsätta stiga en bit in på nästa år innan den börjar sjunka.

BNP bedöms återhämta sig under nästa år när pandemin avtar och restriktionerna dras tillbaka. Därtill väntas besluten om finanspolitiska åtgärder inom ramen för EU:s "Next Generation EU" (NGEU) börja stimulera ekonomin från och med 2021. Även penningpolitiken antas vara fortsatt expansiv. Marknadsbedömare väntar sig att den europeiska centralbanken (ECB) kommer att sätta in ytterligare penningpolitiska stimulanser vid det penningpolitiska mötet i december.

Diagram 26. Arbetslöshet i Sverige, euroområdet och USA

Procent av arbetskraften, säsongrensade data



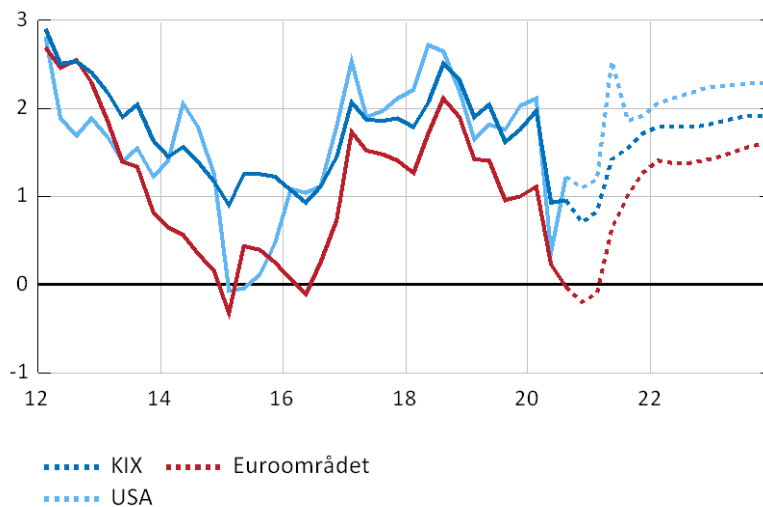
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och SCB.

Sammantaget bedöms BNP falla med omkring 7 procent i år för att sedan stiga med knappt 5 procent 2021. För 2022 och 2023 bedöms BNP-tillväxten gradvis minska och uppgå till i genomsnitt 2,5 procent. Investeringarna stimuleras bland annat av programmen i NGEU, medan hushållen gynnas av en förbättrad arbetsmarknad de kommande åren. BNP-nivån bedöms i början av 2023 vara knappt 3 procent lägre än i Riksbankens prognos i den penningpolitiska rapporten i februari, det vill säga den sista bedömningen före pandemin.

Inflationen har fallit sedan i våras och var mätt med HIKP i oktober $-0,3$ procent (se diagram 27). Sänkta indirekta skatter och en lägre ökningstakt på priser inom branscher som drabbats värst av pandemin har bidragit till nedgången. Priserna har till exempel fallit på flygresor, hotell och paketresor. Kärninflationen, där energi och livsmedel, alkohol och tobak rensas bort, var endast $0,2$ procent. Kärninflationen är låg på grund av den låga efterfrågan i ekonomin och påverkas också av bland annat den momssänkning som genomfördes tidigare i Tyskland. I prognosen förutses kärninflationen stiga långsamt från drygt $0,5$ procent i genomsnitt 2020 till knappt $1,5$ procent under 2023.

Diagram 27. Konsumentpriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

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

Försämrat smittläge och osäkerhet om finanspolitisk stimulans i USA

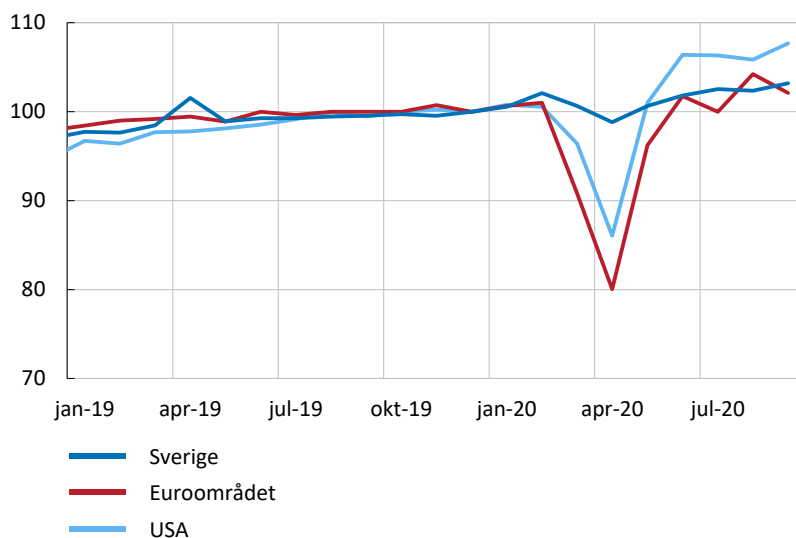
BNP i USA steg det tredje kvartalet med 7,4 procent jämfört med andra kvartalet (se diagram 25). Detaljhandelsförsäljningen har återhämtat sig betydligt sedan i våras och låg i september på en högre nivå än den som rådde innan pandemins utbrott (se diagram 28). Riksbanken bedömer dock att osäkerheten kopplad till ökad smittspridning och frivillig distansering och nya restriktioner inom vissa delstater, bidrar till att dämpa den ekonomiska aktiviteten mot slutet av året och till viss del i början av nästa år.

Arbetsmarknaden har börjat återhämta sig efter de omfattande nedstängningarna under våren som ledde till att arbetslösheten steg kraftigt. I oktober uppgick arbetslösheten till 6,9 procent (se diagram 26). Arbetslösheten bedöms fortsätta att falla framöver, dock i långsammare takt, allt eftersom ekonomin fortsätter att växa. Arbetslösheten bedöms då ligga över såväl nivån före krisen som sin långsiktigt hållbara nivå.

Utfallet av det amerikanska presidentvalet, men även valet till senaten och kongressen, har betydelse för hur finanspolitiken kommer att utformas framöver. I nuläget ser kongressen ut att förbli delad vilket medför att varje politiskt förslag sannolikt kommer att bli förknippat med förhandlingar. I prognosen finns det därför endast en försiktig bedömning av omfattningen av finanspolitiska åtgärder i syfte att mildra de negativa ekonomiska effekterna av pandemin. Dessa finanspolitiska åtgärder kommer, tillsammans med en expansiv penningpolitik, att understödja återhämtningen.

Diagram 28. Detaljhandelsförsäljning i Sverige, euroområdet och USA

Index, december 2019 = 100, säsongrensade data



Anm. Avser fasta priser.

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

Sammantaget väntas BNP i USA falla med 3,7 procent i år, men öka med 4,2 procent nästa år. Därefter dämpas tillväxten gradvis till drygt 2 procent 2023.

Inflationen i USA, mätt med KPI, har stigit efter den kraftiga nedgången i våras och låg i oktober på 1,2 procent (se diagram 27). Mindre negativa bidrag från energipriserna och en ökad efterfrågan på de varugrupper som drabbades negativt i våras ligger bakom att inflationen har stigit. Även kärninflationen, det vill säga KPI rensad för livsmedel och energi, har ökat och låg på 1,6 procent i oktober. I år blir inflationen låg, men inflationstrycket ökar i takt med att den amerikanska ekonomin återhämtar sig och resursutnyttjandet gradvis normaliseras. Riksbanken bedömer att inflationen kommer vara nära 2 procent i slutet av prognosperioden. Den amerikanska centralbanken har mot bakgrund av att inflationen legat under inflationsmålet aviserat att tillåta den att ligga något över inflationsmålet en tid så att inflationen i genomsnitt uppfyller målet på sikt. Penningpolitiken väntas vara expansiv under hela prognosperioden.

Kina fortsatt på väg mot positiv tillväxt 2020

Efter ett kraftigt fall i BNP det första kvartalet har Kina haft en positiv BNP-tillväxt såväl det andra som det tredje kvartalet i år. Det tredje kvartalet växte BNP med knappt 5 procent jämfört med samma kvartal året innan. Sammantaget bedömer Riksbanken att Kinas BNP kommer att växa med 1,6 procent i år. Kinas starka återhämtning har främst drivits av stora statliga investeringar i bygg- och industrisektorn men den senaste tiden har även tjänstesektorn bidragit i allt större utsträckning.

Under våren och sommaren försämrades tonen i handelsrelationen mellan USA och Kina. Det är ännu osäkert vad utgången av presidentvalet i USA betyder för handelspolitiken mellan länderna och därmed vad effekterna blir på den kinesiska ekonomin.

De negativa effekterna från handelskonflikten med USA vägs delvis upp av att Kina signerat ett nytt frihandelsavtal som omfattar Kina, Japan, Sydkorea, Australien, Nya Zeeland och de tio medlemsländerna i den sydostasiatiska organisationen ASEAN. Frihandelsavtalet, Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP), innebär bland annat lägre importtullar och gemensamma handelsregler för medlemsländerna.

Pandemin har slagit hårt mot flera tillväxtekonomier såsom Brasilien, Indien, Turkiet och Ryssland. Betydande restriktioner har införts och många av dessa länder har drabbats negativt av nedgången i global handel. Lägre råvarupriser har dämpat den ekonomiska utvecklingen i råvaruproducerande länder.

3.3 Skakig återhämtning i svensk ekonomi

Ökad smittspridning ger ny nedgång i svensk ekonomi

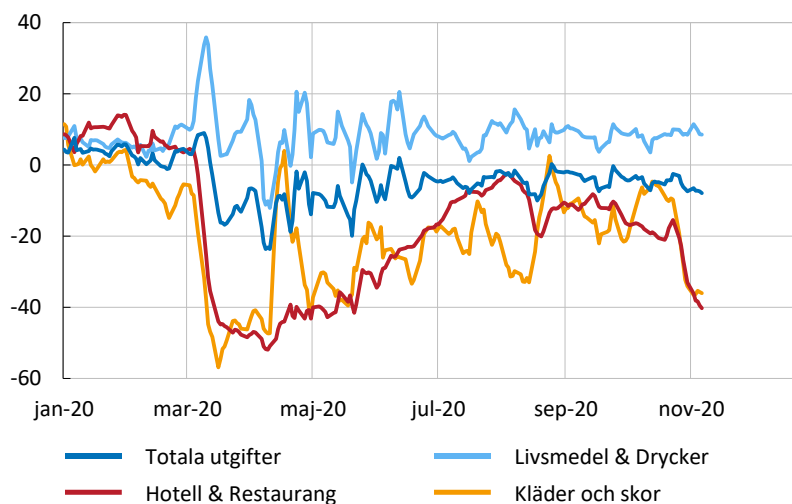
När smittspridningen ökade i våras bidrog restriktioner, flaskhalsar i produktionskedjor och självpåtagna beteendeförändringar hos hushållen till att BNP föll med drygt 8 procent andra kvartalet jämfört med första kvartalet 2020. Den svenska BNP-utvecklingen var därmed historiskt svag, men likväl föll BNP i Sverige något mindre än i många andra länder (se diagram 25). Detta kan förklaras av att de svenska restriktionerna var relativt sett milda och att turistnäringen, som drabbades mycket hårt, är relativt liten jämfört med många andra länder. I takt med att smittspridningen minskade och restriktionerna drogs tillbaka ökade också efterfrågan i omvärlden och Sverige, understödd av en expansiv ekonomisk politik. Månadsindikatorer tyder sammantaget på att återhämtningen har fortsatt under hösten. I takt med att smittspridningen åter har tagit fart och nya skärpta restriktioner har utfärdats finns det dock nu tecken i mer högfrekvent data på att efterfrågan åter börjat sjunka.

Enligt BNP-indikatorn, som är en tidig sammanställning av de kvartalsvisa nationalräkenskaperna, ökade BNP med 4,3 procent tredje kvartalet jämfört med andra kvartalet. Trots detta är BNP fortfarande drygt 4 procent lägre än fjärde kvartalet 2019. Aktivitetsindikatorn, som mäter den månatliga aktiviteten i den svenska ekonomin, bottnade i maj och indikerar, i likhet med månadsstatistiken för hushållens konsumtion och utrikeshandeln, att aktiviteten återhämtade sig snabbt när den första vågen av smittspridningen avtog. Indikatorerna tyder samtidigt på att den mycket snabba återhämtningstakten i juni och juli dämpades något under augusti och september.

Sedan slutet av oktober har smittspridningen i Sverige återigen ökat i en allt snabbare takt. För att motverka en allt för utbredd spridning har nya skärpta restriktioner införts. Högfrekventa indikatorer, som går att följa på dags- och veckobasis, tyder på att aktiviteten i vissa delar av ekonomin nu åter vänder nedåt. Data över korttransaktioner tyder på att konsumtionen i redan hårt drabbade branscher så som kläder och skor samt hotell och restaurang nu åter sjunker (se diagram 29). I Konjunkturinstitutets extramätning, som avser de två första veckorna i november, uppger även något fler företag inom handel och tjänstesektorn att deras omsättning åter sjunker.

Diagram 29. Kortbetalningar

Årlig procentuell förändring, 7 dagars glidande medelvärde

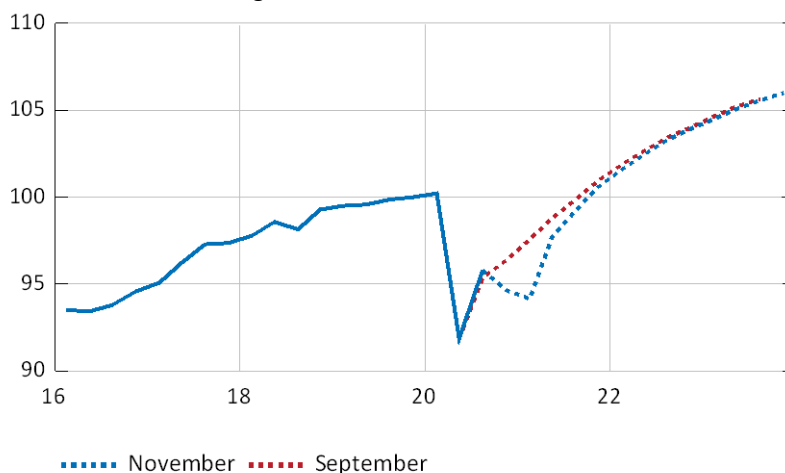


Källa: Swedbank Pay.

Sammantaget bedöms svensk BNP åter sjunka under fjärde kvartalet i år och första kvartalet 2021. Fallet väntas dock vara betydligt mindre än under våren. Det beror på att aktiviteten fortsatt är klart lägre än i början av året, framför allt i branscher som drabbades extra hårt under första vågen. Företag och hushåll har också till viss del lärt sig leva med olika typer av restriktioner och nedstängningarna i omvärlden är mindre drastiska än under våren. Smittspridningen antas nå sin topp under slutet av 2020 för att sedan succesivt avta under första halvåret nästa år och ekonomin väntas då åter börja växa. Det dröjer dock till i slutet av 2021 innan BNP är på samma nivå som före krisen (se diagram 30). Den ökade smittspridningen mot slutet av 2020 fördröjer således återhämtningen, men BNP-tillväxten väntas ändå uppgå till i genomsnitt drygt 3 procent per år 2021–2023.

Diagram 30. BNP i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

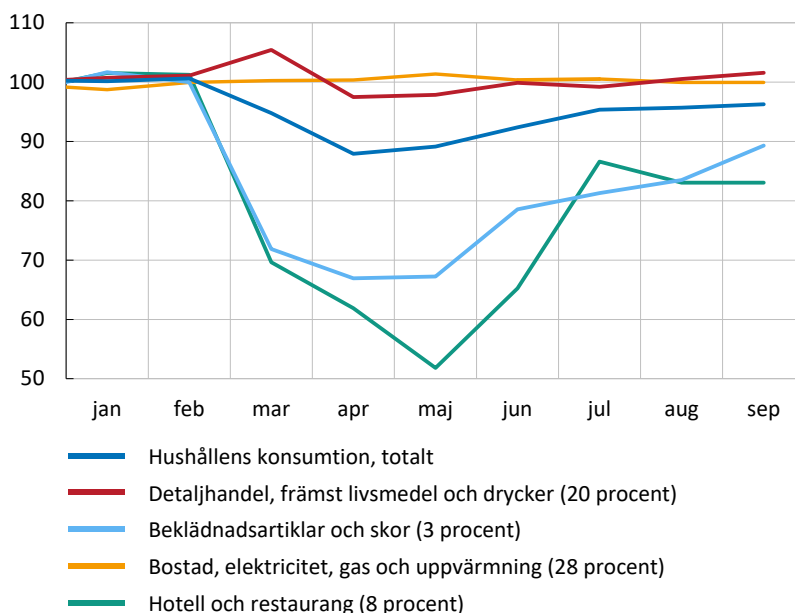
Konsumtionen faller åter när smittspridningen ökar

Under våren tvingades hushållen förhålla sig till både utfärdade restriktioner och den snabbt ökande risken att bli smittad. Tillsammans med den omfattande osäkerhet som präglade utvecklingen innebar detta att hushållen sammantaget konsumerade mycket mindre än vanligt. Konsumtionen föll med nästan 8 procent andra kvartalet och vissa delar av tjänstekonsumtionen mer eller mindre upphörde helt. Hushållen anpassade sig dock snabbt till situationen och i takt med att den första akuta fasen av smittspridningen klingade av mot slutet av andra kvartalet ökade hushållen åter sin efterfrågan.

Hushållens konsumtion fortsatte att stiga i september och att döma av såväl andra månadsindikatorer som mer högfrekventa data över hushållens kortbetalningar fortsatte denna utveckling även under oktober. Tillväxten tycks dock ha bromsat något efter den starka utvecklingen under sommaren. Även om återhämtningen skett i en relativt snabb takt är hushållens förtroende fortfarande betydligt lägre än normalt enligt konjunkturbarometern och konsumtionen är på klart lägre nivå än före krisen. Utvecklingen skiljer sig också åt mellan olika branscher. Till exempel har konsumtionen av varor och tjänster relaterade till hemmet och livsmedel endast påverkats marginellt av pandemin, medan återhämtningen i konsumtionen av till exempel kläder och skor samt hotell och restaurang varit måttlig efter mycket stora nedgångar under våren (se diagram 31).

Diagram 31. Hushållens totala konsumtion samt några utvalda undergrupper

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Anm. Procenttalen inom parentes anger undergruppernas andel av hushållens konsumtionsutgifter (exklusive utlandsposter).

Källa: SCB.

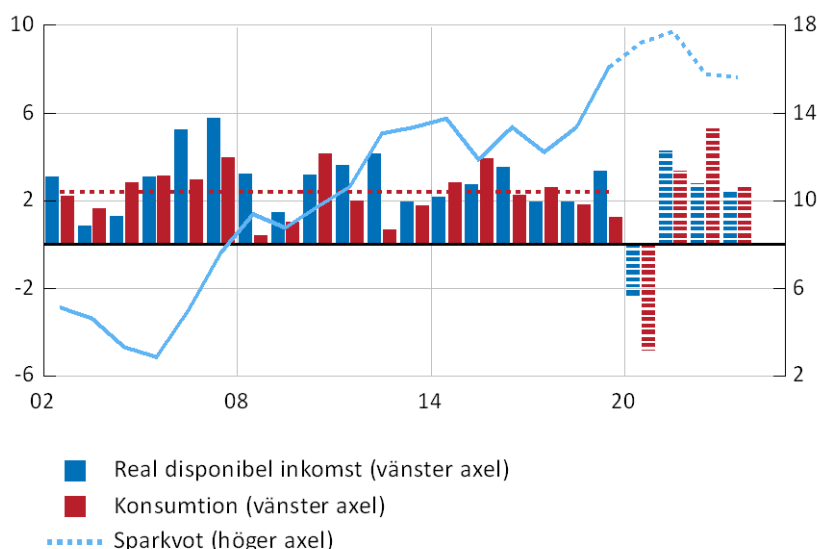
Sammantaget innebär utvecklingen en hög tillväxt i hushållens konsumtion det tredje kvartalet. Från slutet av oktober har den på nytt ökade smittspridningen föranlett

skärpta restriktioner. Dessa antas ligga kvar under fjärde kvartalet i år och sen successivt börja lättas under första kvartalet 2021. De skärpta restriktionerna väntas dämpa konsumtionen av vissa varor och tjänster under den period smittspridningen ökar, vilket sammantaget bedöms föranleda att konsumtionen minskar under fjärde kvartalet i år och första kvartalet 2021. Denna bild får stöd av utvecklingen i korttransaktioner som indikerar en nedgång av framför allt konsumtionen av kläder och skor samt vissa tjänster i början av november (se diagram 29).

Restriktioner fortsätter därefter att hämma vissa delar av konsumtionen och produktionen, då till exempel begränsat resande och inställda kultur- och idrottsarrangemang ger upphov till stora bortfall för storstädernas besöksnäring. Hushållens konsumtion väntas därför inte nå samma nivå som före krisen förrän i början av 2022. Den svaga konsumtionsutvecklingen i spåren av pandemin innebär att hushållen sammantaget sparar en större andel av sina inkomster i år och nästa år. I takt med att smittspridningen antas minska och återhämtningen åter tar fart under 2021 finns därför utrymme för hushållen att konsumera i en snabbare takt och sparkvoten väntas falla tillbaka åren därefter (se diagram 32).

Diagram 32. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad röd linje avser genomsnitt av konsumtionstillväxten 1994–2019. Helt dragen linje och helt dragen stapel avser utfall, streckad linje och streckad stapel avser prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

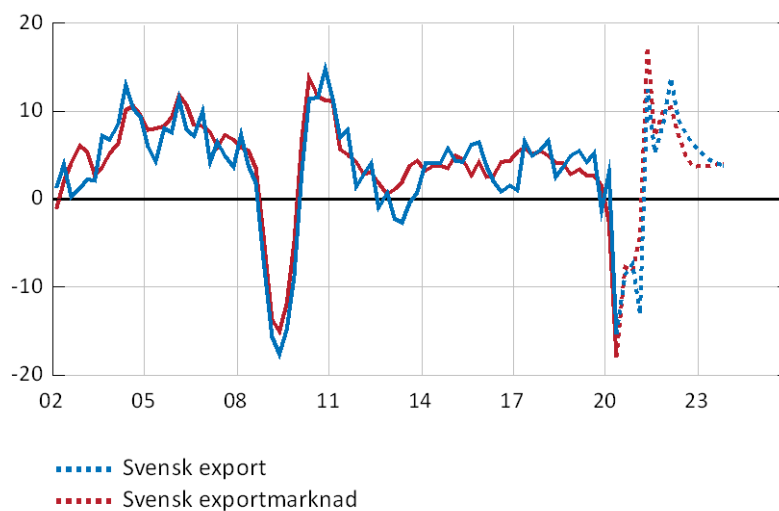
Handeln med omvärlden väntas falla mindre än under våren

Den synkroniserade nedgången i omvärldens efterfrågan under våren ledde till ett massivt fall i världshandeln, och små öppna ekonomier som Sverige drabbades hårt. Svensk export föll med drygt 18 procent andra kvartalet. Stigande global efterfrågan mot slutet av andra kvartalet bidrog dock till en återhämtning i världshandeln. Svensk varuexport har ökat kraftigt sedan maj och är nu nära nivån i december 2019. Såväl

konjunkturbarometern som inköpschefsindex fortsätter också att signalera en stark återhämtning i industrins exportordergång. Den snabbt ökande smittspridningen hos många viktiga svenska handelspartners innebär dock att tillväxten i utländsk efterfrågan stannar av under fjärde kvartalet. Färre produktionsstopp och problem i globala värdekedjor väntas dock bidra till att utvecklingen i världshandeln inte faller lika brant som i våras. I takt med att smittspridningen åter antas avta under första kvartalet 2021 fortsätter återhämtningen och efterfrågan på svenska varor och tjänster bedöms åter öka (se diagram 33). Exporten når dock inte tillbaka till samma nivå som före krisen förrän under andra halvåret 2021.

Diagram 33. 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. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Svag konjunktur, men högt tryck på bostadsmarknaden

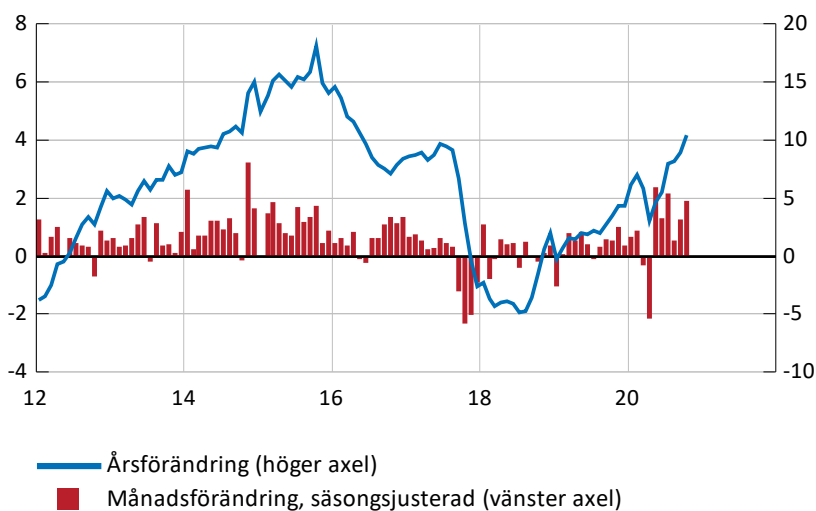
Investeringarna utvecklades svagt redan 2019, då framför allt bostadsinvesteringarna minskade i spåren av den tidigare nedgången i bostadspriserna. Under pandemin har utvecklingen försvagats ytterligare. Nu förklaras utvecklingen främst av näringslivets investeringar exklusive bostäder som föll med knappt 8 procent andra kvartalet 2020. I Riksbankens Företagsundersökning i september uppgav många industriföretag att de återgått till sina tidigare investeringsplaner om än i en något modifierad form. Det osäkra läget med återigen stigande smittspridning bedöms dock innebära att en del investeringar återigen skjuts på framtiden, likt vad företagen uppgav i företagsundersökningarna i våras. Nedgången i produktionen och efterfrågan väntas leda till att investeringarna i näringslivet exklusive bostäder blir drygt 12 procent lägre under första kvartalet 2021 jämfört med motsvarande kvartal i år.

Bostadsinvesteringarna, som utgör ungefär en femtedel av totala investeringar, har hittills stått emot krisen väl och var i det närmaste oförändrade under andra kvartalet

jämfört med kvartalet före. Utvecklingen på bostadsmarknaden, som normalt försvagas vid mer markerade konjunkturnedgångar, har varit oväntat stark under krisen. Bostadspriserna enligt HOX, som visserligen sjönk i mars och april, var i oktober 10 procent högre än samma månad förra året (se diagram 34). Prisuppgångar kan noteras även i många andra länder. Den svagare utvecklingen i hushållens disponibla inkomster talar i sig för att efterfrågan på bostäder ska minska och att utvecklingen på bostadsmarknaden därför dämpas. Samtidigt gynnas sannolikt efterfrågan på bostäder av en rad andra faktorer. Riksdag och myndigheter har genomfört omfattande åtgärds paket för att mildra krisens ekonomiska konsekvenser för hushållen. Ränteförväntningar fortsätter också att vara låga enligt Konjunkturbarometern. Krisens karaktär och en ökad förekomst av distansarbete kan också ha inneburit att hushållen ser över sammansättningen av sin konsumtion och är villig att betala mer för sin bostad. Prisuppgången har dessutom varit som störst för småhus, där nyproduktionen har varit låg sedan 90-talskrisen och dessutom utbudet för närvarande är litet. Även en god utveckling i hushållens finansiella förmögenhet bör understödja en god utveckling av bostadspriser.

Diagram 34. Bostadspriser enligt HOX Sverige

Procentuell förändring



Källor: Valueguard och Riksbanken.

Sammantaget talar den fortsatt höga omsättningen och prisuppgången för att bostadsinvesteringarna inte faller ytterligare i år. Utvecklingen på bostadsmarknaden bedöms dock bli något mer dämpad framöver och bostadsinvesteringarna väntas minska de kommande åren när något färre antal bostäder påbörjas. Bostadsbyggandet väntas dock vara fortsatt högt i ett historiskt perspektiv. Mot bakgrund av historiska prisuppgångar på bostäder och det fortsatt stora tillskottet av nya bostäder, som innebär att fler tar bostadslån, fortsätter hushållens skuldsättning också att öka. Skuldernas andel av hushållens disponibla inkomster, den så kallade skuldkvoten, fortsätter att öka något och uppgår till drygt 200 procent 2023.

Historiskt stora finanspolitiska satsningar

För att lindra konsekvenserna av pandemin har regeringen aviserat och genomfört omfattande finanspolitiska åtgärder. Åtgärderna under 2020 syftade till stor del till att underlätta ekonomiskt för personer med symptom att stanna hemma och att ge ekonomiskt stöd för att begränsa antalet konkurser och uppsägningar. Även om de ekonomiska stödåtgärderna till stor del är tillfälliga bidrar de till att dämpa uppgången i arbetslösheten och till en bättre utgångspunkt för den ekonomiska återhämtningen när de direkta effekterna av pandemin avtar. I budgetpropositionen för 2021 presenterade regeringen åtgärder som försvagar det finansiella sparandet med drygt 100 miljarder kronor i form av bland annat skattesänkningar och ökat stöd till kommuner och regioner. Medan årets åtgärder främst har varit inriktade på att begränsa smittspridningen och konsekvenserna av låg ekonomisk aktivitet, syftar reformerna i budgetpropositionen för 2021 i större utsträckning till att stimulera efterfrågan i ekonomin. I takt med att smittspridning nu åter tagit fart har ytterligare tillfälliga stödåtgärder presenterats. Bland annat har korttidspermitteringarna förlängts, mer pengar går till kommuner och regioner och anslagen till utbyggd testning har utökats. Ett antal av åtgärderna från budgetpropositionen för 2021 är temporära och avslutas under åren 2022–2023. Därmed avtar den finanspolitiska stimulansen gradvis.

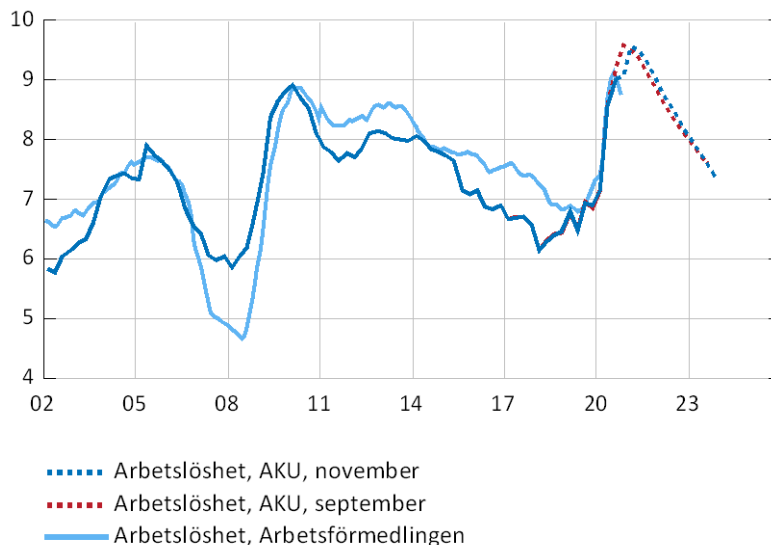
Åtgärderna leder, tillsammans med den makroekonomiska utvecklingen, till att det offentliga finansiella sparandet väntas sjunka till –4,4 procent av BNP i år. De kommande åren väntas underskottet i de offentliga finanserna minska. Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, den så kallade Maastrichtskulden, bedöms öka från 35 procent av BNP 2019 till som mest 42 procent av BNP 2021 för att därefter gradvis minska.

Den försämrade ekonomiska utvecklingen gör avtryck på arbetsmarknaden

Arbetslösheten har stigit kraftigt i spåren av pandemin och under tredje kvartalet var arbetslösheten enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) 2,2 procentenheter högre jämfört med fjärde kvartalet 2019 (se diagram 35). Under de senaste månaderna har arbetslösheten sjunkit något och uppgick i oktober till 8,6 procent enligt säsongsrensade data. Skillnaden mellan branscher och olika typer av arbetstagare har dock varit stor. Nedgången i antal sysselsatta har varit störst inom tjänstesektorn och då framför allt inom hotell- och restaurangnäringen (se diagram 36). Dessa branscher har varit särskilt drabbade av krisen men även det faktum att tjänstesektorn är sysselsättningsintensiv och har många visstidsanställda har bidragit till den stora sysselsättningsnedgången. Tjänstesektorn sysselsätter även många unga och utrikes födda vilket gjort att dess grupper drabbats särskilt hårt.

Diagram 35. Arbetslöshet enligt AKU och Arbetsförmedlingen

Procent av arbetskraften, 15–74 respektive 16–64 år, säsongrensade data

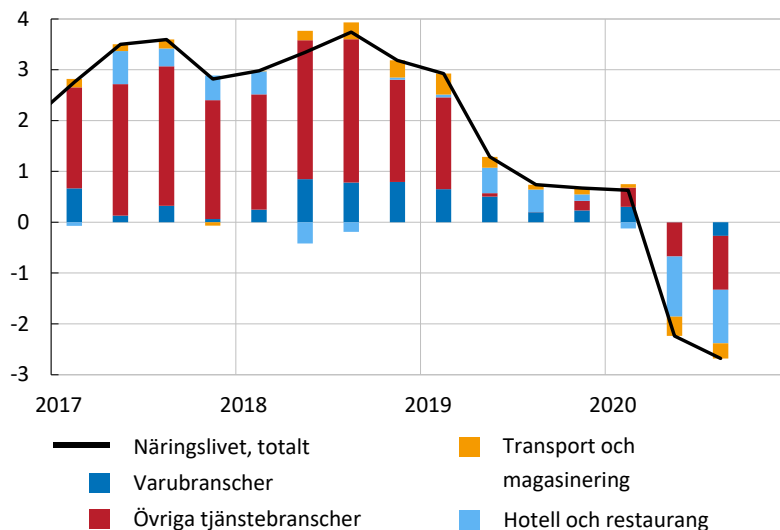


Anm. Arbetslösa enligt Arbetsförmedlingen avser öppet arbetslösa samt deltagare i arbetsmarknadsprogram. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken.

Diagram 36. Förändring i antalet anställda inom näringslivet fördelat på bransch

Årlig procentuell förändring respektive bidrag i procentenheter



Källa: SCB (kortperiodisk sysselsättningsstatistik).

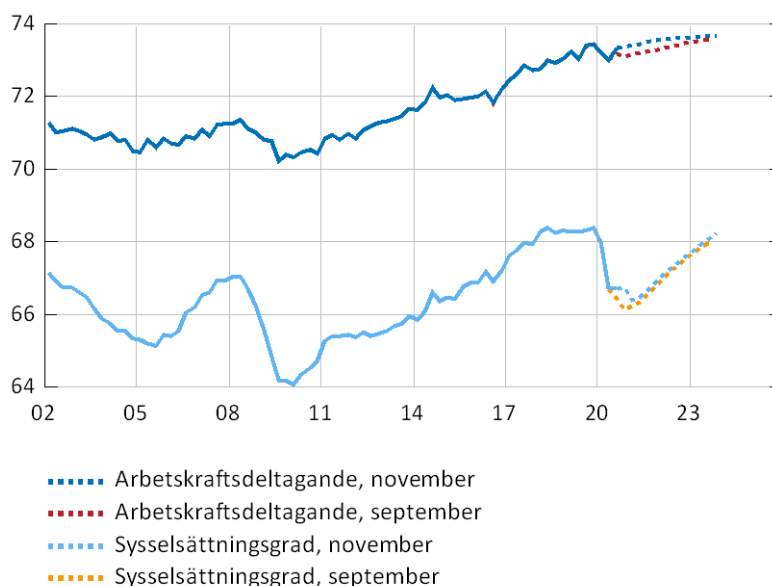
Sedan början på sommaren har efterfrågan i ekonomin ökat, vilket även har syns på arbetsmarknaden där arbetslösheten slutat stiga, både enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) och Arbetsförmedlingens statistik. Även indikatorer bekräftar att arbetsmarknaden har stabiliserats. Antalet varsel är på betydligt lägre nivåer än i våras, antalet nyanmälda lediga platser enligt Arbetsförmedlingen har slutat falla och företagens anställningsplaner har återhämtats. Men trots en viss stabilisering är läget på

arbetsmarknaden fortfarande bekymmersamt. Cirka 6000 personer varslades om uppsägning i såväl september som oktober, vilket är något mer än ett historiskt genomsnitt. Och även om anställningsplanerna har återhämtats, är de fortsatt negativa och indikerar därmed att företagen även under kommande månader väntas dra ner på personal.

Den försämrade ekonomiska utveckling de kommande kvartalen väntas göra avtryck på arbetsmarknaden. Den stigande osäkerheten och lägre efterfrågan bedöms leda till att vissa företag avvaktar med nyrekryteringar och istället säger upp personal. Sysselsättningen väntas därför falla något under de två kommande kvartalen och arbetslösheten stiger (se diagram 37 och 35).¹⁹

Diagram 37. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

Procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Regeringen satte under våren in flera åtgärder för att mildra den svåra ekonomiska situation som drabbat många företag till följd av krisen. När smittspridningen nu åter har tagit fart har regeringen annonserat ytterligare åtgärder. Bland annat har systemet för kortidspermitteringar, som tidigare skulle upphöra vid årsskiftet, förlängts med ett halvår. Det bedöms dämpa nedgången i sysselsättningen och hindra en större ökning av antalet konkurser. Samtidigt innebär det att arbetade timmar i ekonomin

¹⁹ Europaparlamentet har beslutat om en förordning gällande framställning av europisk statistik. Förordningen berör Arbetskraftsundersökningarna (AKU) och förändringarna implementeras i samband med januariutfallet 2021. Statistiken för både sysselsättningen och arbetslösheten väntas påverkas av detta. SCB vet inte på förhand hur stora effekterna kommer att bli och förändringen väntas leda till högre osäkerhet i statistiken ett tag framöver. Till viss del bedömer SCB att modellerna som används vid säsongrensning kommer kunna korrigera för tidsseriebrottet, men korrigeringen lär inte bli perfekt. Det innebär att det kommer bli svårare att bedöma hur arbetsmarknaden förändras under början på 2021. Eftersom det inte går att uppskatta vilka effekter införandet av den nya ramlagen kommer att få på statistiken har det inte beaktats i Riksbankens prognoser.

faller mer än sysselsättningen, eftersom permitterad personal går ned i arbetstid men är fortsatt sysselsatta.

I takt med att ekonomin växer stiger sysselsättningen

Under andra kvartalet 2021 stiger åter den ekonomiska aktiviteten och efterfrågan på arbetskraft börjar öka. Sysselsättningen stiger långsamt under andra kvartalet 2021 och ökningstakten tilltar något mot slutet av året. Arbetslösheten väntas nå sin topp på 9,6 procent första kvartalet, för att därefter gradvis börja sjunka. Då den ekonomiska återhämtningen sker gradvis tar det tid innan sysselsättningen återhämtar sig. I slutet på prognosperioden väntas sysselsättningsgraden vara lägre än före krisen samtidigt som arbetskraftsdeltagandet bedöms ha återhämtat sig (se diagram 37). Det gör att arbetslösheten kommer att vara något högre i slutet av 2023 än före krisen (se diagram 35).

En hög arbetslöshet under lång tid kan få långvarigt negativa effekter på arbetsmarknaden. Det kan leda till att personer med svag förankring på arbetsmarknaden får svårare att konkurrera om jobben och de riskerar då att hamna ännu längre bort från arbetsmarknaden. En del av de som varit arbetslösa under en längre tid riskerar även att förlora kompetens och färdigheter, vilket i sin tur gör det än svårare för dem att få ett jobb och ökar risken för att de ska fastna i långtidsarbetslöshet. Vi ser redan nu att antalet personer som, enligt Arbetsförmedlingen, har varit arbetslösa mer än tolv månader har ökat tydligt jämfört med före krisen. Dessutom är flertalet av de branscher som har drabbats hårdast i krisen branscher med många instegsjobb. Det innebär att inträdet på arbetsmarknaden kan komma att fördröjas, framför allt drabbat detta många unga och utrikes födda. Därmed är det troligt att pandemin får långvarigt negativa effekter på arbetsmarknaden.²⁰

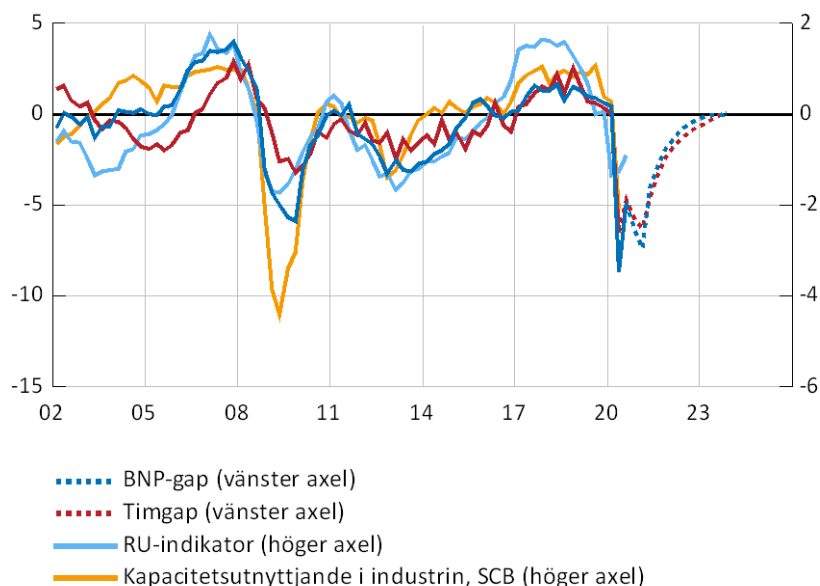
Resursutnyttjandet är lågt

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.

²⁰ För mer information om pandemins långvariga effekter på ekonomin se fördjupningen "Pandemins långsiktiga effekter på produktion och sysselsättning" i Penningpolitisk rapport juli 2020.

Diagram 38. Mått på resursutnyttjandet

Procent respektive standardavvikelser



Anm. Gapen avser BNP:s och antalet arbetade timmars avvikelser från Riksbankens bedömda trender. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. RU-indikatorn och kapacitetsutnyttjandet i industrin är normaliserade så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Resursutnyttjandet steg något tredje kvartalet efter att ha fallit kraftigt kvartalet dessförinnan (se diagram 38). Olika indikatorer ger olika bild av hur lågt resursutnyttjandet är. Enligt samtliga indikatorer är det dock fortfarande mycket lägre än normalt, vilket indikerar att det finns gott om lediga resurser i ekonomin. Två mått på resursutnyttjandet är BNP- och timgapet. Dessa tyder på att resursutnyttjandet kommer att vara mycket lågt under en lång tid och närma sig ett normalläge först mot slutet av prognosperioden (se diagram 38). Det är dock värt att hålla i minnet att pandemin innebär att delar av produktionen tillfälligt mer eller mindre slagits ut. När krisen så direkt påverkar utbudssidan är flera av de traditionella indikatorerna för att bedöma resursutnyttjandet extra svårtolkade.

Låg löneökningstakt i år

En stor del av arbetsmarknaden skulle i våras ha förhandlat om nya löner. Men när coronakrisen bröt ut sköts dessa förhandlingar upp och de gamla avtalen har gällt fram till i höst för de flesta löntagare. De lönerevisioner som i vanliga fall skulle ha ägt rum i april har därmed uteblivit och därför har lönerna hittills i år ökat långsamt enligt preliminär statistik.

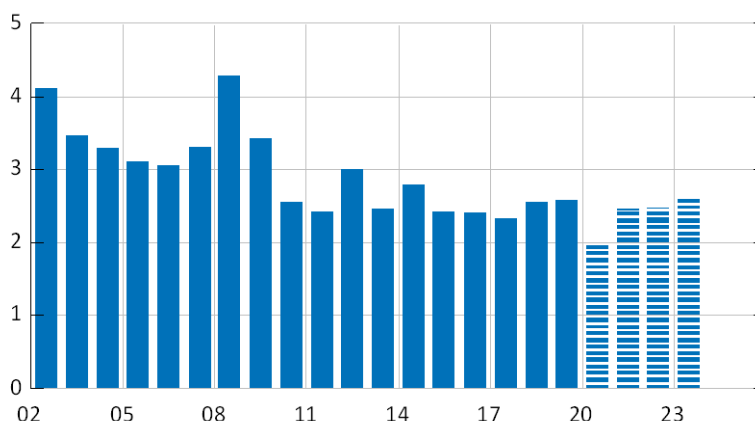
Parterna inom industrin har nu enats om ett avtal som innebär att arbetskostnaderna ökar med 5,4 procent över 29 månader från och med den 1 november i år. Detta innebär en årlig ökning med i genomsnitt 2,2 procent under denna period. En del av denna ökning utgörs av ökade avsättningar till pensioner och löneökningarna ligger runt 5 procent, eller cirka 2 procent per år. Under november har avtal för flera andra

branscher så som handel och hotell och restaurang färdigförhandlats på en nivå i linje med industrins avtal. Även för anställda inom kommuner och regioner finns ett nytt avtal. Avtalet ligger på ungefär samma nivå som industriavtalet men vissa yrkesutbildade har fått något högre avtalade löneökningar. Resterande avtal skall förhandlas klart under slutet av året och väntas följa industrins avtal.

Löneökningstakten bestäms inte bara av de centralt avtalade lönerna utan även av lokala lönerrevisioner. Storleken på dessa påverkas bland annat av hur efterfrågeläget på arbetsmarknaden ser ut. Konjunkturer väntas stärkas de närmaste åren och löneökningarna utöver avtalen väntas vara i linje med de senaste åren. Det är samtidigt troligt att det blir en press uppåt på lönerna inom områden där det har rått brist på arbetskraft under krisen, till exempel inom vården. Löneökningstakten för hela ekonomin bedöms dock bli måttlig. I år väntas den uppgå till cirka 2 procent enligt Medlingsinstitutets konjunkturlönestatistik. Under nästkommande år bedöms lönerna öka med runt 2,5 procent per år (se diagram 39).

Diagram 39. Löner i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken

Årlig procentuell förändring



Anm. Heldragen stapel avser utfall, streckad stapel avser prognos.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken.

Löneökningstakten mäts också i nationalräkenskaperna med lönesumma i förhållande till antalet arbetade timmar. Enligt denna statistikkälla är löneökningstakten i år högre än enligt konjunkturlönestatistiken. Det beror på att olika stödåtgärder som korttidspermitteringar och minskat sjuklöneansvar innebär att de uppmätta lönesummorna i nationalräkenskaperna minskar mindre än antalet arbetade timmar. Företagens kostnader ökar dock långsammare än vad som syns i denna statistik eftersom staten subventionerar korttidspermitteringarna.²¹

Kronan nära sin långsiktiga nivå

Den svenska kronan stärktes betydligt under våren och sommaren. Sedan den penningpolitiska rapporten i september har kronan blivit marginellt starkare än

²¹ Löner och arbetskostnader enligt nationalräkenskaperna speglar i det här läget i högre grad lönesumman utifrån löntagarnas perspektiv än företagens lönekostnader.

Riksbankens prognos. 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 40).²²

Diagram 40. 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. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

Källa: Riksbanken.

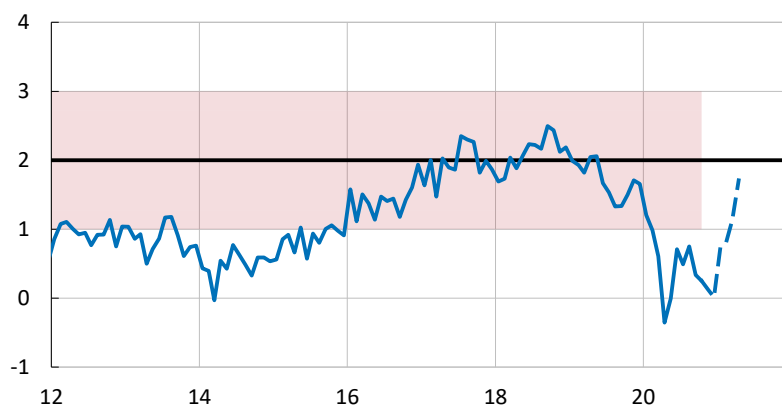
Låg och volatil inflation under 2020

Inflationen har sedan andra halvåret 2019 fallit från nivåer nära 2 procent och har legat mellan 0 och 1 procent under större delen av 2020 (se diagram 41). I oktober var KPIF-inflationen 0,3 procent medan KPIF-inflationen exklusive energi var 1,1 procent. Den tydliga nedväxlingen i inflationstakten har flera förklaringar.

²² För resonemang om den långsiktiga reala växelkursen och hur Riksbanken gör växelkursprognoser se fördjupningen "Kronans utveckling på längre sikt" Penningpolitisk rapport oktober 2018 och E. Askestad, A.M. Ceh, P. Di Casola och A. Ristiniemi "Att göra prognoser för kronan", Ekonomisk kommentar nr 12 2019, Sveriges Riksbank.

Diagram 41. KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring



Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallen sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stora. Helden linje avser utfall, streckad linje avser prognos de närmaste 6 månaderna.

Källor: SCB och Riksbanken.

Den ovanligt milda vintern förra året dämpade efterfrågan på el. Det bidrog till att elpriserna sjönk successivt från och med hösten 2019. I februari 2020 började också oljepriset att sjunka kraftigt, vilket har bidragit till lägre drivmedelspriser. De fallande energipriserna har pressat ned KPIF-inflationen rejält under hela 2020. I samband med utfallet för januari varje år uppdateras vikterna i KPI-beräkningen. För 2020 var effekten av viktjusteringen ovanligt stor och Riksbanken bedömer att detta har dragit ned inflationstakten med drygt 0,2 procentenheter under året. I april började coronakrisen påverka inflationssiffrorna som också har blivit mer volatila sedan dess. En del av prisrörelserna har berott på faktiska prisnedgångar, medan andra har varit ett resultat av tillfälligt ändrade mätmetoder.

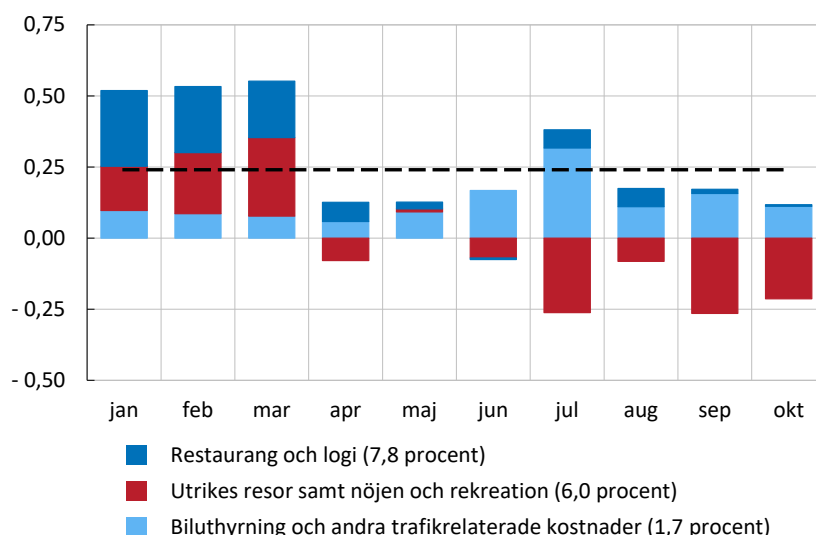
I diagram 42 visas bidraget till KPIF-inflationen från priser som mer eller mindre direkt har påverkats av coronakrisen. Från och med april har inflationsbidragen varit negativa för aggregatet som benämns utrikes resor samt nöjen och rekreation. Konsumtionen av många produkter i dessa grupper har under pandemin varit väldigt låg och tidvis obefintlig. Det har gjort att vissa priser tidvis har behövt imputeras.²³ Några exempel är priser på charterresor och biljetter till olika nöjes- och sportevenemang. Bidraget från restaurang och logi har också varit tydligt lägre sedan i april. Under sommarmånaderna hade högre priser på hyrbilar en motverkande effekt och bidrog positivt till KPIF-inflationen, men den effekten har nu klingat av. Det skiftande konsumtionsmönstret och svårigheten av mäta priset på vissa produkter är något som

²³ Prisinsamlingen som ligger till grund för den månatliga 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. På grund av den ökade smittspridningen finns det en risk att imputeringar åter behöver användas för vissa produktgrupper som exempelvis utrikes resor de närmaste månaderna. Detta skulle i så fall innebära att den uppmätta inflationstakten skulle bli något högre.

kommer ha en effekt på den uppmätta inflationstakten under flera år framöver. Framför allt kommer effekten av viktupdateringen i januari varje år kunna bli större och mer osäker än normalt.²⁴

Diagram 42. Bidrag till KPIF-inflationen från priser som påverkas särskilt under pandemin

Procentenheter



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

Källor: SCB och Riksbanken.

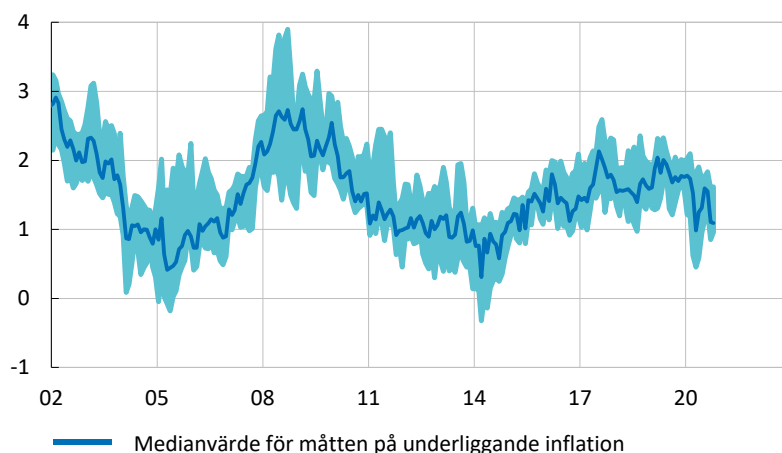
I september och oktober sjönk KPIF-inflationen och blev lägre än förväntat jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i september. Det var främst priserna på livsmedel och charterresor som bidrog till den lägre inflationen. Det finns fortfarande tydliga inslag av tillfälliga effekter i inflationen. Vissa mätproblem kvarstår också vilket medför att enskilda månadsutfall även fortsättningsvis bör tolkas med försiktighet.

Inflationstakten påverkas ofta av tillfälliga prisförändringar som har mindre betydelse för inflationsutvecklingen på sikt. I likhet med andra centralbanker beräknar och publicerar Riksbanken därför olika mått på så kallad underliggande inflation. Dessa mått, som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som tidigare visat sig variera kraftigt, indikerar att den mer varaktiga inflationen har sjunkit under 2020 (se diagram 43). Medianen av måtten var 1,1 procent i oktober. Måtten KPIFPC och UND24, som enligt en tidigare utvärdering tycks spegla det underliggande inflationstrycket väl, har i genomsnitt varit något högre än andra mått under det senaste året. I oktober uppgick båda dessa mått till 1,6 procent.

²⁴ Till följd av de stora konsumtionsförskjutningarna under 2020 kommer SCB nästa år troligen att basera viktunderlaget på ett mer aktuellt konsumtionsmönster än vad de normalt skulle göra. KPIF:s indexkonstruktion är designad för att på sikt fånga upp förändringarna i konsumtionsmönster genom att i efterhand justera för sådana. Detta görs för att prisnivån på sikt skall bli den rätta.

Diagram 43. Olika mått på underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

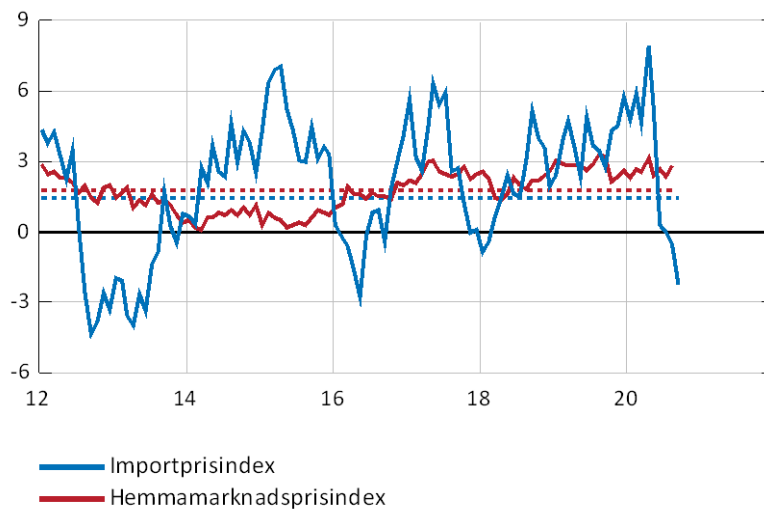
Inflationen blir högre 2021

Näringslivets prisplaner enligt Konjunkturbarometern steg från mycket låga nivåer under andra och tredje kvartalet. För företagen inom detaljhandeln ligger prisplanerna kvar nära ett historiskt genomsnitt. Ökningstakten i de flesta priserna i producentled och i synnerhet importpriserna har fallit tydligt under 2020. Priserna för konsumtionsvaror producerade och sålda i Sverige ökar dock fortfarande snabbare än normalt (se diagram 44).

Inflationen blir låg under slutet av 2020 och något lägre än bedömningen i den penningpolitiska rapporten i september. I december väntas KPIF-inflationen vara nära 0 procent innan den åter stiger. Vid årsskiftet väntas vissa tillfälliga effekter klinga av och därmed stiger inflationen. Den oväntat stora viktjusteringen 2020 faller ur tolv-månadersförändringen i januari 2021, samtidigt som energipriserna kommer att ge ett positivt bidrag till KPIF-inflationen i början av 2021. Andra tillfälliga effekter, mer direkt kopplade till coronapandemin, väntas också minska gradvis och bidra till att inflationen stiger. Riksbankens modellprognos, som sammanfattar information från ett stort antal indikatorer, som prisplaner, producentpriser och växelkurser, pekar också mot att inflationen kommer att bli låg under de närmaste månaderna för att därefter stiga något (se diagram 45). Modellprognosen kan inte fullt ut fånga vissa av faktorerna ovan och är inte heller helt anpassad till ett ändrat säsongsmönster i vissa delindex de senaste åren. Detta gör att Riksbankens prognos för de närmaste månaderna är något högre än modellprognosen.

Diagram 44. Priser på konsumtionsvaror i producentled

Årlig procentuell förändring

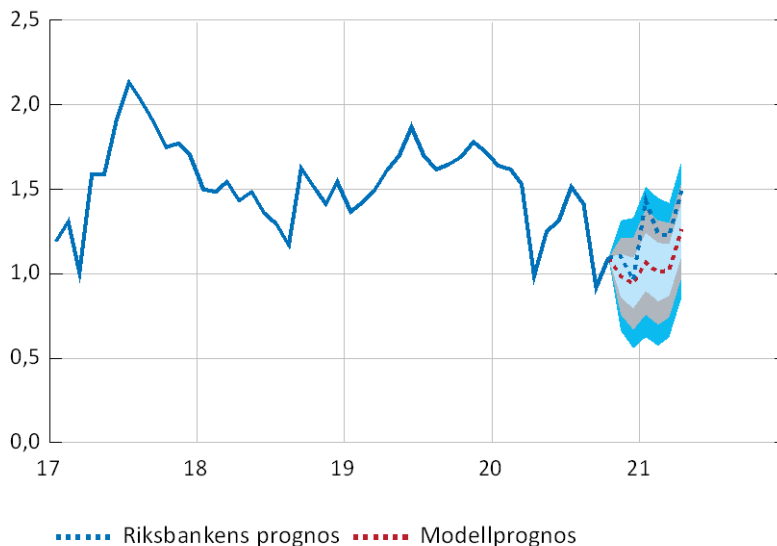


Anm. Importprisindex mäter vad svenska importörer betalar för sina varor vid gränsen. Hemmamarknadspriser mäter vad svenska producenter får betalt vid försäljning i Sverige. Streckad linje avser medelvärde sedan 2000.

Källa: SCB.

Diagram 45. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervall 50, 75 respektive 90 procent, baserade på modellernas historiska prognosfel. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Gradvis stigande inflation de närmaste åren

Inflationen väntas förbli relativt låg under 2021 och början av 2022 för att sedan börja stiga och åter närma sig 2 procent (se diagram 46). Resursutnyttjandet i ekonomin väntas vara betydligt lägre än normalt under de närmaste åren men återhämtar sig

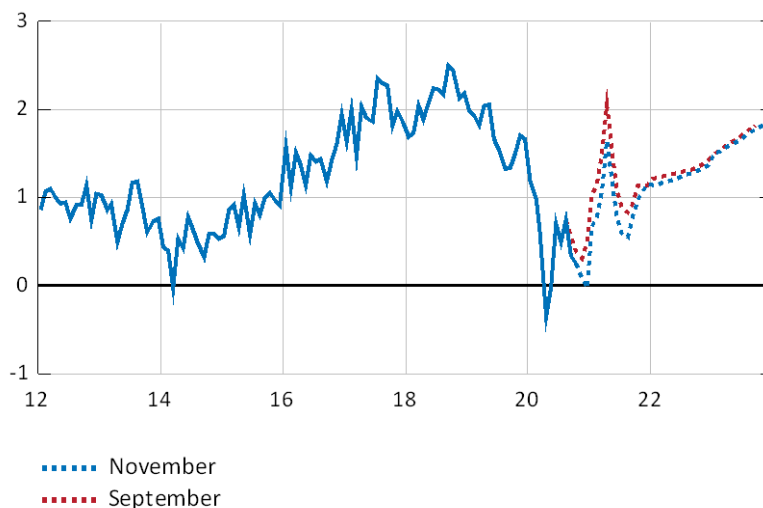
sedan och är nära normalt mot slutet av prognosperioden och ger därmed stöd åt inflationsuppgången. Kronan har stärkts sedan början av året vilket också väntas dämpa inflationen på kort sikt. Framöver väntas dock kronan vara relativt oförändrad och inte längre påverka inflationen i lika stor utsträckning. Även företagens kostnader väntas öka långsamt under de närmaste åren för att sedan närma sig mer normala nivåer mot slutet av prognosperioden.

Det finns även andra faktorer som talar för en högre prisökningar på sikt. Krisen kan leda till ett minskat utbyte av varor och tjänster med omvärlden, vilket kan bidra till en högre inflation.²⁵ Störningar till ekonomins utbudssida kan också leda till en högre inflation, liksom en minskad konkurrens till följd av fler konkurser inom vissa sektorer.

Riksbankens sammanfattande bedömning är att inflationen i Sverige stiger i takt med att efterfrågan stärks, lönerna ökar snabbare och inflationen i omvärlden stiger. Även införandet av en kemikalieskatt på kläder och höjd alkohol- och tobaksskatt bidrar till högre inflationstakt 2022 och 2023.

Diagram 46. KPIF

Årlig procentuell förändring



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i september är KPIF-inflationen något nedreviderad det närmaste året till följd av utfallen i september och oktober. För senare delen av prognosperioden är prognosen i stort sett oförändrad (se diagram 46). Det är dock viktigt att komma ihåg att osäkerheten kring prognosen är extra stor till följd av pandemin. Det följer både av osäkerhet hur den slår mot utbud och efterfrågan, men också av att mätproblemen är ovanligt stora.

²⁵ För en diskussion om sådana faktorer se fördjupning "Inflationsutsikter under coronakrisen" i den penningpolitiska rapporten i juli 2020.

FÖRDJUPNING – Hur påverkar klimatförändringarna Riksbankens arbete?

Klimatförändringarna påverkar den ekonomiska utvecklingen på olika sätt. Detta behöver Riksbanken ta hänsyn till för att upprätthålla prisstabiliteten och ett effektivt och säkert betalningsväsende. För penningpolitikens del kan effekterna av klimatförändringarna på ekonomin innebära nya utmaningar. Riksbanken behöver också delta i den diskussion som förs om huruvida centralbanker kan bidra till att begränsa klimatförändringarna. Riksbanken kan bidra med de medel som faller inom dess mandat och som komplement till annan politik. De mest verkningsfulla åtgärderna för att begränsa klimatförändringarna faller dock inom ramen för andra politikområden.

Jordens klimat blir allt varmare till följd av ökade utsläpp av växthusgaser. Sedan förindustriell tid har den globala medeltemperaturen ökat med runt en grad. Vid de nordliga breddgraderna förväntas uppvärmningen gå ännu fortare.²⁶ I Sverige har till exempel temperaturen ökat med runt 2 grader (se diagram 47). Temperaturen har också ökat i en allt snabbare takt som framgår av de två trenderna i diagrammet. Trenden sedan 1960 (turkos linje) har en brantare lutning än trenden sedan förra sekelskiftet (röd linje).

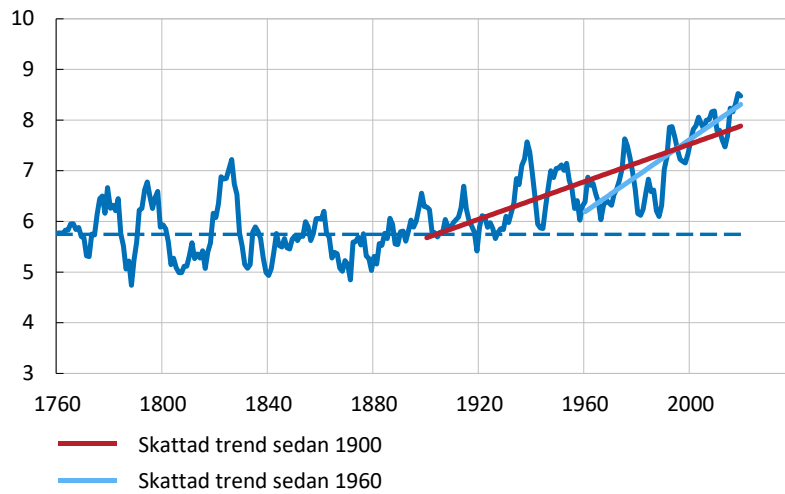
Parisavtalet har som mål att den globala uppvärmningen ska begränsas till 1,5–2 grader. För det krävs att de globala koldioxidutsläppen minskar kraftigt. I Sverige har utsläppen per person stadigt minskat sedan 1970-talet och är nu under det globala genomsnittet (se diagram 48).²⁷ En bidragande orsak till minskningen av utsläppen under 1980-talet var utbyggnaden av kärnkraften som innebar att olja kunde ersättas med fossilfrifri elektricitet. I början av 1990-talet infördes en koldioxidskatt som utgjort basen i den svenska klimatpolitiken och varit en bidragande faktor till minskningen av utsläppen sedan dess.

²⁶ Se Naturskyddsföreningen, "Den globala uppvärmningens konsekvenser" <https://www.naturskyddsforeningen.se/vad-vi-gor/klimat/konsekvenser-global-uppvarmning>.

²⁷ Sverige bidrar även indirekt till de globala utsläppen av koldioxid genom import av varor som orsakar koldioxidutsläpp i andra länder. Detta finns inte med i diagrammet.

Diagram 47. Temperaturen i Stockholm sedan 1760

Grader Celsius, 5 års glidande medelvärde

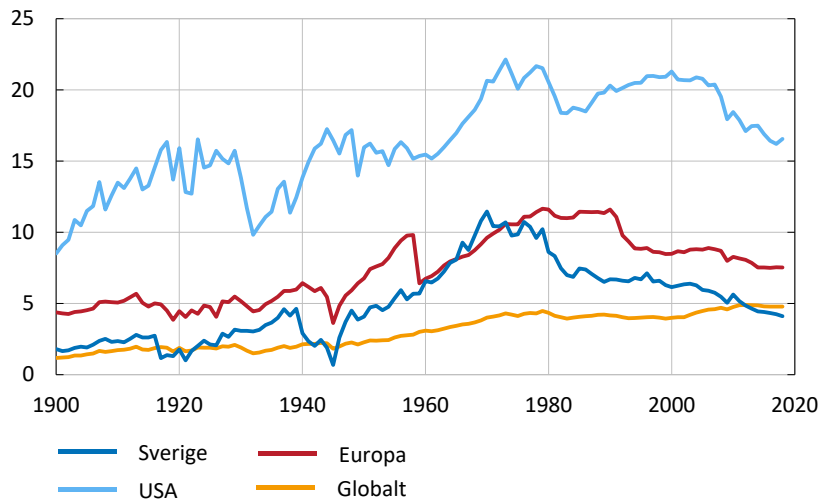


Anm. Den streckade linjen visar medelvärdet från 1760 till 1900.

Källa: Stockholms universitet.

Diagram 48. Koldioxidutsläpp per person i Sverige, Europa, USA och globalt

Ton per person



Anm. Koldioxidutsläppen (CO₂) avser utsläpp från förbränning av fossila bränslen och cementproduktion.

Källa: Our World in Data (OWID).

Den globala uppvärmningen som följer av klimatförändringarna påverkar den ekonomiska utvecklingen. Det behöver Riksbanken ta hänsyn till för att upprätthålla prisstabiliteten och ett effektivt och säkert betalningsväsende.²⁸ Riksbanken behöver

²⁸ Den här fördjupningen handlar först och främst om klimatförändringarnas konsekvenser för penningpolitiken, men klimatförändringarna har också konsekvenser för möjligheten att upprätthålla ett effektivt och säkert betalningsväsende, se Finansiell stabilitet 2020:2, Sveriges riksbank, där några av dessa konsekvenser tas upp.

också delta i den diskussion som förs om huruvida centralbanker kan bidra till att begränsa klimatförändringarna.²⁹

Klimatförändringarnas effekter på ekonomin

Den globala uppvärmningen innebär nya typer av risker som även har konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. Riskerna kan delas in i tre kategorier: **fysiska risker**, **omställningsrisker** och **risker för oåterkalleliga tröskeeffekter**. De fysiska riskerna handlar dels om olika typer av extremväder som torka, översvämningar eller orkaner, dels om effekter från en gradvis uppvärmning som exempelvis minskade skördar eller stigande havsnivåer. Omställningsriskerna är kopplade till övergången mot en mindre fossilbaserad ekonomi. Det kan vara politiska beslut om höjda skatter på koldioxidutsläpp eller ändrade konsumtionsmönster. Risker för oåterkalleliga tröskeeffekter inträffar när klimatförändringarna gått så långt att de inte längre går att återkalla och i stället skyndar på ytterligare förändringar i en självgenererande process. Dessa risker är exempel på så kallade fundamentala osäkerheter – vetenskapen kan inte säga om och när en viss händelse inträffar, men den kan inte heller utesluta att händelsen kommer att inträffa – med potentiellt katastrofala utfall som följd. Det kan exempelvis vara avsmältningen av polarisen i Arktis eller skövlingen av regnskogen i Amazonas.

I ett penningpolitiskt perspektiv är det framförallt viktigt att förstå hur riskerna påverkar:

- Inflationen och inflationsförväntningarna
- Produktionen och sysselsättningen på kort och lång sikt
- Långsiktiga realräntan

Fysiska risker i form av extremväder kan leda till större variationer i matpriser, bostadspriser och energipriser som kan få effekter på inflationen och inflationsförväntningarna. Extremväder kan också medföra att anläggningar och infrastruktur förstörs, avbrott i produktionskedjor et cetera, med negativa konsekvenser för produktion och sysselsättning. Dessa fysiska risker är mestadels kortsiktiga men kan även ha mer långsiktiga effekter. Riskerna från en gradvis uppvärmning innebär ofta långsiktiga och svåröverblickbara konsekvenser för både priser och produktion. Olika tröskeeffekter innebär sannolikt också mer långvariga konsekvenser för ekonomin.

Omställningen till en mindre fossilbaserad ekonomi medför strukturella förändringar i olika delar av ekonomin. Utfasningen av koldioxidintensiva sektorer till förmån för mer miljövänliga sektorer är ett exempel på det, men också mellan företag inom samma sektorer beroende på hur väl de har anpassat sin verksamhet till klimatomställningar. Omställningen kan också medföra snabba och oväntade förändringar i tillgångspriser när exempelvis kol- och oljefyndigheter förblir outnyttjade. Att ställa om till en mindre fossilbaserad ekonomi kan med andra ord få både kortsiktiga och långsiktiga effekter på inflation, produktion och sysselsättning.

²⁹ Se exempelvis A. Breman, "Så kan Riksbanken bidra till klimatpolitiken", tal på Kungliga ingenjörsvetenskapsakademien, Stockholm, 3 mars 2020.

Riskerna från klimatförändringarna kan medföra att den ekonomiska utvecklingen blir mer osäker och att sannolikheten för naturkatastrofer av olika slag blir större. Den långsiktiga tillväxten riskerar också att minska. Dessa faktorer kan medföra att den långsiktiga realräntan blir lägre, men det finns också andra konsekvenser av klimatförändringarna som kan verka i andra riktningen.³⁰

Utmaningar för penningpolitiken

Klimatförändringarna kan innebära nya utmaningar för penningpolitiken (se sammanställningen i diagram 49).³¹ Det penningpolitiska analysarbetet består bland annat av att identifiera vilka förändringar i ekonomin som är tillfälliga respektive strukturella och därmed mer långvariga. Klimatförändringarna kan försvåra detta arbete då den globala uppvärmningen kan ge upphov till förändringar av båda slagen.

Den globala uppvärmningen kan komma att utsätta ekonomin för nya typer av störningar som inte tidigare observerats. Dessa kan vara både oberäkneliga och ha stora ekonomiska konsekvenser.

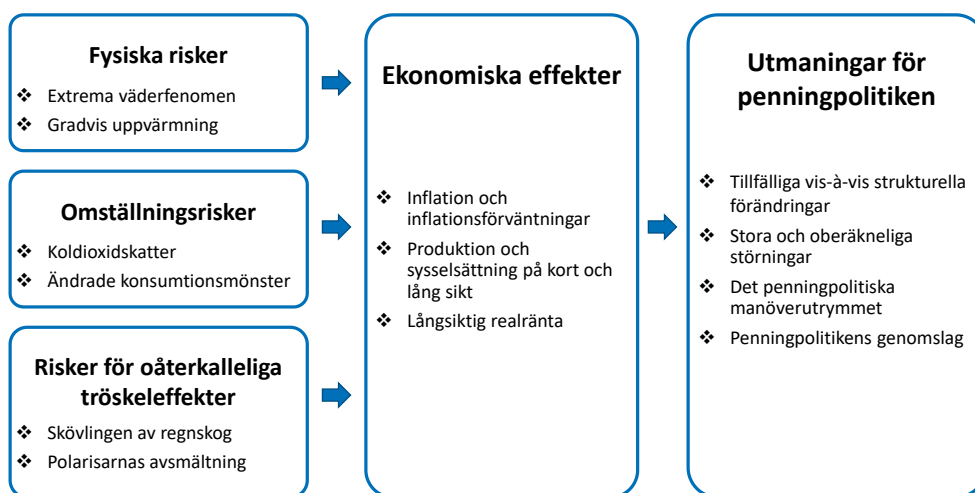
Flera av riskerna från klimatförändringarna kan medföra att den långsiktiga realräntan blir lägre. Om det skulle inträffa kan styrräntan slå i den nedre gränsen oftare och det penningpolitiska manöverutrymmet kan därmed bli mer begränsat.

De finansiella marknaderna har en viktig roll i hanteringen av klimatrisker, vilket kan skapa risker i det finansiella systemet. För bankerna kan värdet på deras säkerheter reduceras och kreditförlusterna stiga. Det kan minska deras kapital, försämra likviditeten och därmed försvaga banksystemets möjligheter att ge krediter. Om det finansiella systemet försvagas kan det också bli svårare att få genomslag för penningpolitiken.

³⁰ Se E. Bylund och M. Jonsson, "Hur påverkar klimatförändringarna den långsiktiga realräntan?", *Ekonomiska kommentarer* 11, 2020.

³¹ För ett mer detaljerat resonemang kring utmaningarna, se "Climate change and monetary policy: Initial takeaways", Network for Greening the Financial System (NGFS), Technical document, juni 2020.

Diagram 49. Klimatförändringarnas effekter på ekonomin som kan medföra nya utmaningar för penningpolitiken



Källor: Network for Greening the Financial System och Riksbanken.

Kan centralbankerna bidra till att begränsa klimatförändringarna?

Klimatkrisen har sin grund i ett marknadsmisslyckande, en så kallad negativ externalitet av att släppa ut koldioxid. När exempelvis ett flygplan förbränner sitt bränsle skapas det koldioxid som bidrar, om än marginellt, till den globala uppvärmningen och därmed till ökade samhällsekonomiska kostnader. När den enskilde flygresenären väljer sitt flygande tar han eller hon inte hänsyn till dessa kostnader, vilket är ett marknadsmisslyckande. För att komma till rätta med detta kan man göra det dyrare att släppa ut koldioxid. Det kan ske på olika sätt. Många ekonomiska studier baserade på ekonomisk teori finner att en global skatt på koldioxidutsläpp är den mest effektiva åtgärden för att minska utsläppen.³² En sådan skatt kan vara en billig försäkring mot framtida stora och osäkra kostnader, men den kan också ha stora fördelningsspolitiska effekter mellan länder, företag och individer.

Frågan om olika sätt att beskatta koldioxid finns högt på den internationella agendan men det verkar, än så länge, vara svårt att nå konkreta förslag på global nivå. Detta i kombination med att de negativa effekterna av klimatförändringar blir allt tydligare har rest frågan om även centralbanker och andra institutioner kan bidra till att begränsa klimatförändringarna. Det är viktigt att komma ihåg att de mest verkningsfulla åtgärderna för att begränsa koldioxidutsläppen faller inom ramen för andra politikområden. Men det hindrar inte att centralbanker kan bidra med de medel som faller inom deras mandat. Riksbanken har ett mandat som innebär att den ska verka för prisstabilitet och ett effektivt och säkert betalningsväsende. Inom ramen för detta mandat kan Riksbanken bidra till att begränsa klimatförändringarna genom att bland annat:

³² Se C. Olovsson, "Den globala uppvärmningen ur ett ekonomiskt perspektiv", Penning- och valutapolitik 1, 2020, sid. 6–23.

- Verka för regleringar av de finansiella marknaderna som minskar riskerna som klimatförändringarna kan innebära för det finansiella systemet. Det kan vara stresstester, rapportering av klimatrelaterade risker eller bankers kapitalkrav.
- Ha ett hållbarhetsperspektiv i sina tillgångsköp, de säkerheter som krävs i de penningpolitiska transaktionerna och i förvaltningen av valutareserven. Vad gäller det sistnämnda har Riksbanken sedan den 1 januari 2019 en ny finansiell risk- och investeringspolicy som bland annat innebär ett hållbarhetsperspektiv i förvaltningen av valutareserven. Riksbanken har också beslutat att ta hänsyn till hållbarhet i köpen av företagsobligationer och att mäta och redovisa koldioxidutsläppen i portföljen av företagsobligationer. Dessutom ska gröna kommun- och statsobligationer inkluderas i tillgångsköpen.
- Medverka i olika nätverk som arbetar med klimatrelaterade frågor, till exempel Internationella valutafonden, Finansiella stabilitetsnämnden, Baselkommittén och Network for Greening the Financial System (NGFS).
- Försäkra sig om att den egna verksamheten är i linje med internationella avtal som Parisavtalet och inte själv i onödan bidra till den globala uppvärmningen.
- Bidra till att öka kunskaperna om klimatförändringarnas effekter på ekonomin genom att stödja och bidra med egen forskning. Riksbanken har tillsammans med andra institut bidragit till forskning om klimatförändringar sedan 2013.

FÖRDJUPNING – Fördelningseffekterna av Riksbankens åtgärder

Penningpolitiken påverkar alltid fördelningen av inkomster och förmögenheter på olika sätt, oavsett om det handlar om förändringar av styrräntan eller om köp av olika tillgångar. Det är samtidigt svårt att avgöra hur stor fördelningseffekten är, bland annat för att den skiljer sig åt på kort och lång sikt. Det är även svårt att bestämma riktningen på effekten – en expansiv penningpolitik bidrar både till stigande tillgångspriser och högre sysselsättning, vilket har motverkande fördelningseffekter. Vilken av dessa effekter som dominerar i praktiken är inte uppenbart. Klart är att utan de stora insatserna från penningpolitiken under coronakrisen hade tillväxten och sysselsättningen sjunkit ännu mer och arbetslösheten hade varit ännu högre. En sådan utveckling hade varit sämre för alla hushåll, särskilt för de med lägst inkomster och förmögenheter. Det är viktigt att följa hur fördelningen av inkomster och förmögenheter förändras framöver. Det kan bland annat påverka effekten som penningpolitiken har på den ekonomiska aktiviteten. Penningpolitiken är inte särskilt väl lämpad att användas för fördelningspolitik och det är heller inte Riksbankens uppgift. Andra politikområden har större möjligheter att vidta riktade åtgärder för att motverka oönskade fördelningseffekter.

Penningpolitiken har hanterat tre kriser på drygt tio år

Under det senaste dryga decenniet har tre dramatiska händelser präglat den globala ekonomin: finanskrisen 2008–09 som övergick i den så kallade eurokrisen 2010–12, samt coronakrisen 2020. De händelserna har inneburit att den ekonomiska politiken runt om i världen i stor utsträckning har varit inriktad på krishantering. Centralbankerna och regeringarna har behövt fokusera på att återställa ordningen på turbulenta finansmarknader så att kreditförsörjningen fungerar och så långt som möjligt minska djupet på den ekonomiska nedgången som kriserna har medfört. Perioden mellan dessa kriser har dessutom innehållit ytterligare utmaningar för penningpolitiken på många håll. Konsekvensen av detta är att centralbankerna har sänkt sina styrräntor till mycket låga nivåer och genomfört stora program för köp av värdepapper för att få en ytterligare press nedåt på ränteläget.

De stora och långvariga insatserna och att åtgärder har genomförts på enskilda marknader för värdepapper har samtidigt inneburit att eventuella sidoeffekter av penningpolitiken har börjat diskuteras i större utsträckning än före finanskrisen, både

i omvärlden och i Sverige. Bland annat har penningpolitikens effekter på fördelningen av inkomster och förmögenheter fått mer uppmärksamhet.³³

Frågan om penningpolitikens fördelningseffekter är en del i en bredare diskussion om varför inkomstfördelningen inom många OECD-länder har blivit mer ojämn sedan 1980-talet.³⁴ Tänkbara förklaringar som har lyfts fram är bland annat strukturella förändringar som globaliseringen, där vinsterna av de ökade handels-, produktions-, teknik- och kapitalflödena mellan länder har tillfallit vissa grupper i större utsträckning än andra. Samtidigt verkar också institutionella faktorer ha varit viktiga, som till exempel avregleringar av marknader, reformer av skatte- och socialförsäkringssystem samt förändringar på arbetsmarknaden och av den demografiska strukturen på befolkningen. Dessa faktorer har dock haft olika stora fördelningseffekter i olika länder.³⁵

Penningpolitiken påverkar fördelningen av inkomster och förmögenheter, men nettoeffekten är osäker

Penningpolitiken påverkar alltid fördelningen av inkomster och förmögenheter på olika sätt. Det gäller oavsett om penningpolitiken framför allt innebär förändringar av styrräntan, som var fallet från 1990-talet fram till finanskrisen, eller om det handlar om köp av olika tillgångar som blivit ett vanligt verktyg på senare tid. Då Riksbanken agerar för att förändra ränteläget genom olika kanaler får det effekter som ändrar förutsättningarna för de ekonomiska aktörernas beslut. I slutändan påverkar detta produktionen, sysselsättningen och inflationen, vilket är syftet med penningpolitiken. Men eftersom hushållen har olika stort sparande, äger olika tillgångar och har olika ställning på arbetsmarknaden, kommer penningpolitiken även att påverka fördelningen av inkomsterna och förmögenheterna.

När man diskuterar hur penningpolitiken påverkar fördelningen är det dock viktigt att ha tidsperspektivet i minnet. Över en längre period, som inkluderar både en låg- och en högkonjunktur, blir den sammantagna effekten mindre, eftersom penningpolitiken först blir mer expansiv och därefter mindre expansiv. Effekterna på inkomst- och förmögenhetsfördelningen kommer då till stor del att ta ut varandra.³⁶

Det blir dessutom inte riktigt rättvisande att jämföra hur fördelningen såg ut före en penningpolitisk åtgärd med hur den ser ut efter det att åtgärden genomförts. Om Riksbanken väljer att **inte** reagera på till exempel en nedgång i den ekonomiska aktivi-

³³ Mer detaljer finns till exempel i talet av H. Ohlsson, "Penningpolitikens fördelningseffekter, 7 april 2017, Sveriges riksbank.

³⁴ Det är dock inte uppenbart att 1980 är den mest rättvisande referenspunkten. Längre jämförelser visar till exempel att spridningen av inkomster nu är ungefär densamma som på 1960-talet, se till exempel A. Lindbeck, "Fenomenet Piketty", Ekonomisk Debatt 7, 11–20, 2014.

³⁵ För mer om detaljer om utvecklingen av inkomstfördelningen globalt och de empiriska beläggen för tänkbara förklaringar, se till exempel B. Keeley, "Income Inequality. The Gap between the Rich and the Poor", OECD Insights, 2015 och F. Bourguignon, "World changes in inequality: an overview of facts, causes, consequences and policies", BIS Working Papers No 654, Bank for International Settlements, 2017.

³⁶ En vanlig utgångspunkt är att penningpolitiken på riktigt lång sikt har små eller inga effekter på tillväxt, sysselsättning och andra delar av realekonomin, dit också inkomstfördelningen hör.

teten kommer även det att medföra effekter på fördelningen av inkomster och förmögenheter. Idealiskt skulle man därför jämföra hur fördelningen ser ut efter en penningpolitisk åtgärd med den hypotetiska situationen där åtgärden **inte** genomfördes, vilket naturligtvis är svårt i praktiken.

Det är således komplicerat att beräkna exakt vilken effekt som Riksbankens åtgärder har haft på fördelningen av inkomster och förmögenheter. Det är inte ens självklart i vilken riktning penningpolitiken har påverkat fördelningen.

Expansiv penningpolitik bidrar till stigande tillgångspriser

Lägre räntor påverkar hushållens kapitalinkomster, sparande i olika tillgångar och deras skulder. Skuldsatta hushåll gynnas av lägre räntebetalningar, allt annat lika. Det gäller särskilt hushåll med stora lån till en rörlig ränta. Samtidigt blir ränteintäkterna lägre, vilket missgynnar hushåll med relativt stort banksparande och de med relativt mycket räntebärande tillgångar. Riksbankens åtgärder för att hålla nere ränteläget, både via styrräntan och via köpen av tillgångar, bidrar samtidigt till att priserna på olika tillgångar ökar. Det gör att värdet på förmögenheterna ökar hos de hushåll som äger tillgångarna och inkomsterna blir också högre när de säljer tillgångarna. På så vis spelar också demografin en roll, bland annat eftersom storleken på sparandet och ägandet av till exempel bostäder har en naturlig koppling till åldersstrukturen.

Generellt sett har kapitalinkomster störst betydelse för hushållen med de högsta inkomsterna, särskilt de i den yttersta toppen av fördelningen. Detsamma gäller förmögenheterna i och med att aktier och liknande finansiella tillgångar är koncentrerade till hushållen med störst förmögenheter.³⁷ Reala tillgångar som villor och bostadsrätter är visserligen jämnare fördelade bland hushållen, men stigande priser på bostadsrätter verkar sammantaget ha bidragit till en mer ojämn förmögenhetsfördelning i Sverige efter finanskrisen.³⁸

Men en expansiv penningpolitik håller också sysselsättningen uppe

Men den expansiva penningpolitiken har inte bara bidragit till stigande tillgångspriser utan har också bidragit till en starkare arbetsmarknad, till en inflation närmare inflationsmålet och – under kriserna – till ett mindre fall i den ekonomiska aktiviteten än vad som annars skulle ha inträffat. Detta skapar också fördelningseffekter. Mer

³⁷ Detta gäller hushållens personliga förmögenheter. Om de fonderade tillgångarna som hushållen äger via pensionssystemen också räknas in är fördelningen jämnare.

³⁸ J. Lundberg och D. Waldenström, "Wealth inequality in Sweden: What can we learn from capitalized income tax data?", *Review of Income and Wealth* 64(3), s. 517–541.

specifikt har en högre sysselsättning och lägre arbetslöshet bidragit till att inkomstfördelningen, och möjligtvis även förmögenhetsfördelningen, blivit jämnare än vad den skulle ha varit om penningpolitiken inte hade varit lika expansiv.³⁹

För de allra flesta hushåll står arbetsinkomsterna för den största delen av inkomsterna, vilket innebär att förändringar av lönerna och antalet arbetade timmar har stor betydelse för inkomstfördelningen. I Sverige är det framför allt skillnaden mellan inkomsterna hos de som har ett jobb och de som inte har det som är betydelsefull, snarare än löneskillnaderna mellan de som jobbar. Hushåll med inkomster från arbetslöshetsersättning, sjuk- och aktivitetsersättning och andra former av ekonomiskt stöd återfinns framför allt i den nedersta delen av inkomstfördelningen. Om man har ett jobb eller inte avgör dessutom hur stor pension man kommer att få från det offentliga pensionssystemet och om man får tillgång till en avtalspension eller inte. Inkluderar man denna typ av pensionstillgångar i hushållens förmögenheter verkar således en expansiv penningpolitik för en jämnare ekonomisk fördelning.

Blandade resultat från forskningen kring penningpolitikens effekt på inkomst- och förmögenhetsfördelningen

Genom olika åtgärder för att förändra ränteläget, vilket i sin tur påverkar ekonomin i stort, påverkar alltså penningpolitiken inkomst- och förmögenhetsfördelningen via olika kanaler. Vissa av dessa kanaler har fördelningseffekter som motverkar varandra, som de via olika tillgångspriser och arbetsmarknaden. Det är därför svårt att på förhand säga vad den samlade effekten blir och det är ytterst en fråga för den empiriska forskningen att avgöra. Att studera effekterna är dock förknippat med flera praktiska svårigheter, bland annat tidsaspekten, som nämndes tidigare. En annan komplikation är att effekterna via flera olika kanaler behöver studeras samtidigt. Det kan också saknas relevanta uppgifter om hushållens inkomster och förmögenheter. Det gäller i högsta grad i Sverige där studier av förmögenhetsfördelningen försvåras av att uppgifter om individuella hushålls tillgångar och skulder inte längre samlas in. Riksbanken har betonat att det är angeläget att denna brist på data åtgärdas snarast, se till exempel Finansiell stabilitet 2020:2.

En genomgång av den forskning som finns kring penningpolitikens fördelningseffekter visar bland annat att det finns relativt få studier som specifikt tar upp effekterna av andra centralbanksåtgärder än förändringar av styrräntorna.⁴⁰ Det är i och för sig inte så konstigt, eftersom till exempel de stora köpen av tillgångar har startat relativt nyligen. De flesta studier fokuserar dessutom bara på ett fåtal av de olika kanaler genom

³⁹ Förändringar av inflationen har också fördelningseffekter, eftersom den påverkar det reala värdet på till exempel tillgångar och skulder. Jämförelsevis var dock detta av större betydelse innan politiken med inflationsmål då inflationen var hög och varierade mycket. Det kunde då ske stora och oväntade omfördelningar mellan till exempel högt skuldsatta hushåll och de med stort sparande från år till år.

⁴⁰ Slutsatserna nedan kommer från genomgången av forskningen i artikeln av A. Colciago, A. Samarina och J. de Haan, "Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey", *Journal of Economic Surveys*, 33(4), s. 1199–1231, 2019.

vilka penningpolitiken påverkar fördelningen. Med tanke på detta, och på att studierna fokuserar på olika länder och använder olika metoder, är det heller inte förvånande att resultaten visar sig vara blandade; vissa studier finner att lägre räntor bidrar till en jämnare inkomstfördelning, medan andra finner det motsatta. Även resultaten från de få studierna av centralbankernas tillgångsköp är blandade där vissa finner att fördelningen blir jämnare, vissa att den bli ojämnare och vissa att den sammantagna fördelningseffekten av tillgångsköpen är nära noll. Detsamma gäller resultaten för penningpolitikens effekt på förmögenhetsfördelningen.

Inkomstfördelningen i Sverige har blivit mer ojämn sedan början av 1980-talet

Även om det är svårt att beräkna effekten av penningpolitiken specifikt är det viktigt att studera på vilket sätt fördelningen av inkomster och förmögenheter utvecklas över tiden. För centralbanker är det bland annat relevant eftersom det kan påverka effekten som penningpolitiken har på den ekonomiska aktiviteten.⁴¹ Det vanligaste sättet att studera fördelningen är via den så kallade Ginikoefficienten, som är ett mått som indikerar hur spridda till exempel inkomsterna är mellan hushållen. Måttet är utformat så att koefficienten är noll om fördelningen är helt jämn, det vill säga om alla hushåll har samma inkomst. Är situationen den motsatta och ett enda hushåll har alla inkomster får koefficienten värdet ett.

Diagram 50 visar hur Ginikoefficienten för de disponibla inkomsterna i Sverige har förändrats sedan 1995, där disponibel inkomst är summan av arbets- och kapitalinkomster och olika typer av transfereringar minus skatter. Diagrammet visar även Ginikoefficienten för de disponibla inkomsterna inklusive kapitalvinster (och förluster), det vill säga vinster av prisstegringar på bostäder, aktier och andra tillgångar som realiserats vid försäljning. Sådana vinster inkluderas ibland i studier av inkomstfördelningen. De är dock förknippade med mätproblem och försvårar jämförelser av inkomsterna över tiden, eftersom vinsterna kan variera kraftigt från år till år.⁴²

Spridningen av inkomster minskade under 1960-talet och framför allt 1970-talet. I början av 1980-talet började dock spridningen att öka. Av diagram 50 framgår att trenden mot en mer ojämn inkomstfördelning har fortsatt de senaste tjugofem åren.⁴³ Utvecklingen har dock varierat en del. Fördelningen var till exempel relativt oförändrad åren direkt efter finanskrisen 2008–09, men 2014 började Ginikoefficienten att öka igen. Utvecklingen bröts dock 2017 då fördelningen var nära

⁴¹ Se referensen i föregående fotnot för mer detaljer.

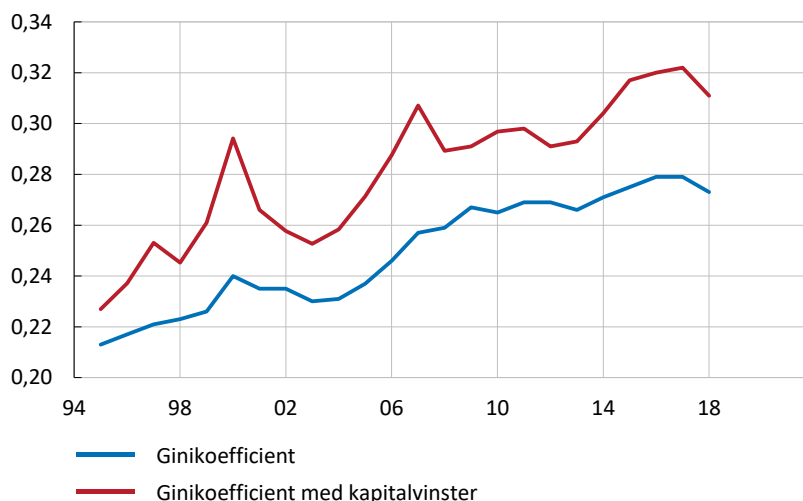
⁴² För mer om mätproblemen med kapitalvinster och betydelsen av kapitalinkomster för inkomstfördelningen i allmänhet, se "Kapitalinkomster och inkomstfördelning", bilaga 3 till Långtidsutredningen 2019, SOU 2019:62. SCB:s officiella inkomststatistik inkluderar realiserade kapitalvinster och de inkluderas även i regeringens fördelningspolitiska redogörelser.

⁴³ Databegränsningar gör det svårt att skapa en sammanhållen serie för Ginikoefficienten före 1995. De data som finns indikerar dock att trenden startade på 1980-talet. Det stöds också av andra fördelningsmått. Mer detaljer om utvecklingen av inkomstfördelningen finns bland annat i Huvudbetänkande av Långtidsutredningen 2019, SOU 2019:65, D. Waldenström, "Perspektiv på den ekonomiska ojämlikheten i Sverige", Ekonomisk debatt 4, 2020 och Fördelningspolitisk redogörelse, bilaga 3 till Budgetpropositionen 2021, Prop. 2020/21:1. Se också artiklarna i "Increasing Income Inequality in the Nordics", Nordic Economic Policy Review 2018.

oförändrad och 2018 – det senaste året som det finns statistik för – minskade skillnaderna i inkomster mellan hushållen.

Diagram 50. Ginikoefficient för hushållens disponibla inkomster

Ginienheter



Anm. Beräkningarna baseras på SCB:s undersökningar Hushållens ekonomi (HEK) 2005–2012 och Inkomster och skatter (IoS) 2013–2018. Beräkningarna tar hänsyn till att hushållens sammansättning varierar.

Källa: SCB.

En av huvudförklaringarna till att spridningen i inkomster har fortsatt att öka är att skillnaderna i inkomsterna mellan de som inte arbetar och de som har arbetsinkomster har blivit större. Det beror bland annat på demografiska förändringar, reformer av inkomstbeskattningen och att transfereringarna inte har ökat i samma takt som de genomsnittliga inkomsterna.⁴⁴ En andra huvudförklaring är att kapitalinkomsterna har ökat i toppen av inkomstfördelningen, särskilt i den yttersta toppen. Det är främst en effekt av stigande inkomster från räntor och utdelningar, särskilt utdelningar i fåmansbolag vilket till viss del kan kopplas till gynnsammare skatteregler för sådana bolag. Inkluderar man kapitalvinster har inkomsterna i toppen av inkomstfördelningen dragit ifrån ytterligare. De senaste åren har dessa vinster till största delen kommit från försäljningar relaterade till fastigheter.

Vad kommer då att hända med inkomstfördelningen framöver? Den senaste Långtidsutredningen, LU 2019, fokuserade på ekonomisk ojämlikhet och redovisade bland annat scenarier för inkomstfördelningens utveckling fram till 2035, givet befolkningsprognoser och antaganden om den ekonomiska utvecklingen i stort. Resultaten varierade något, men alla scenarierna pekade mot att inkomstskillnaderna mellan hushållen kommer att öka framöver. Beräkningarna i Långtidsutredningen gjordes dock av

⁴⁴ Vissa av dessa förändringar har dock sannolikt också bidragit till att öka sysselsättningen och tillväxten under perioden.

naturliga skäl utan kännedom om coronapandemin. Hur den djupa konjunkturedgången har påverkat inkomstfördelningen är inte uppenbart, men den ökade arbetslösheten bidrar i sig till en större spridning av hushållens inkomster.⁴⁵

Utan de penningpolitiska åtgärderna skulle arbetslösheten ha stigit ytterligare

Åren före coronakrisen präglades till stor del av en stark konjunktur där sysselsättningen ökade trendmässigt och arbetslösheten sjönk ned mot den nivå som rådde innan finanskrisen. Sysselsättningen bland personer som enligt Arbetsförmedlingen har en utsatt ställning på arbetsmarknaden, bland annat personer födda utanför Europa, ökade också, om än från låga nivåer. Den expansiva penningpolitiken bidrog till detta, vilket alltså indirekt hade en utjämnande fördelningseffekt som motverkade effekten via de stigande tillgångspriserna.

Under coronakrisen har penningpolitiken handlat om att sätta in åtgärder för att hålla ränteläget lågt och se till att kreditgivningen kan fortsätta att fungera trots konsekvenserna av pandemin. Det bidrar till att mildra effekterna av krisen och skapar förutsättningar för en snabbare ekonomisk återhämtning. Som ekonomin är uppbyggd är det naturligt att penningpolitikens åtgärder riktas mot och går via den finansiella sektorn, även om målet med åtgärderna är att stötta realekonomin under krisen. Klart är att utan de stora insatserna under coronakrisen hade tillväxten och sysselsättningen sjunkit ännu mer och arbetslösheten hade varit ännu högre. En sådan utveckling hade varit sämre för alla svenska hushåll, särskilt för de med lägst inkomster och förmögenheter.

Det är viktigt att följa hur fördelningen av inkomster och förmögenheter förändras. Det kan bland annat påverka effekten som penningpolitiken har på den ekonomiska aktiviteten. Men eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin brett och har fördelningseffekter som delvis motverkar varandra är den i sig dåligt lämpad att användas för fördelningspolitik. Det är inte heller Riksbankens uppdrag, utan sådana överväganden bör göras av folkvalda.⁴⁶ Andra politikområden har större möjligheter att vidta riktade åtgärder för att motverka oönskade fördelningseffekter.⁴⁷ Det är också viktigt att åtgärda strukturella problem som skapar fördelningseffekter där de som är etablerade på till exempel arbets- och bostadsmarknaden gynnas, medan andra grupper som har svårt att ta sig in på dessa marknader missgynnas.

⁴⁵ Se Fördelningsspolitisk redogörelse, bilaga 3 till Budgetpropositionen 2021, Prop. 2020/21:1.

⁴⁶ Se bland annat kapitel 18 i Riksbankskommittén Slutbetänkande "En ny Riksbankslag", SOU 2019:46.

⁴⁷ Diskussioner kring och förslag på sådana åtgärder finns bland annat i L. Calmfors och J. Roine, "Introduction", Nordic Economic Policy Review 2018, s. 6–16 och F. Bourguignon, "World changes in inequality: an overview of facts, causes, consequences and policies", BIS Working Papers No 654, Bank for International Settlements, 2017.

FÖRDJUPNING – De långsiktiga ekonomiska effekterna av pandemin är osäkra

Pandemin har orsakat en djup global lågkonjunktur. Hur den kommer att påverka den globala ekonomin på längre sikt är mycket svårt att säga. Detta beror dels på hur lång tid det kommer att ta innan pandemin är under kontroll, dels på den ekonomisk-politiska responsen men även på hur stora och hur varaktiga förändringar i hushållens och företagens beteenden pandemin ger upphov till. Prognoser är därför just nu mer osäkra än vanligt. I huvudscenariot antas att pandemin i viss utsträckning har varaktiga effekter på ekonomin. För att spegla den stora osäkerhet som omgärdar huvudscenariots utveckling på längre sikt diskuteras här ett par mekanismer som skulle kunna leda till att effekterna på svensk ekonomi blir mer varaktiga.

Tänkbara ekonomiska effekter av pandemin på lång sikt

Det är mycket osäkert hur pandemin kommer att påverka världsekonomins tillväxtmöjligheter på sikt. Krisen har utlöst eller påskyndat många strukturella förändringar och i svallvågorna av försöken att minimera smittspridningen är det inte osannolikt att människors konsumtionsmönster kommer att ändras. Dessa förändringar i konsumtionsmönstren, som kan bli bestående, påverkar ekonomin på många olika sätt.⁴⁸ En direkt effekt är till exempel att många flygplan blir stående på marken eller att fartyg ligger fasttöjda i hamnar, det vill säga att en del kapital blir obrukbart eller överflödigt. Andra effekter är ökad internethandel och ökat arbetande på distans vilket kan förändra efterfrågan på butikslokaler, arbetsplatser och bostäder och därigenom få effekter på fastighetsmarknaden.

Begränsningsåtgärderna och människors ändrade beteende för att minska smittspridningen vid pandemier och rädda människoliv höjer arbetslösheten. Pandemin har särskilt drabbat branscher där många personer får sina första jobb och har en svag förankring på arbetsmarknaden (inom framför allt detaljhandel, hotell och restaurang).⁴⁹ Inträdet på arbetsmarknaden kan därför komma att fördröjas för många vilket riskerar att få varaktigt negativa effekter på arbetsmarknaden. Personer som varit arbetslösa under en längre tid riskerar att förlora kompetens och färdigheter vilket i

⁴⁸ Se J. M. Barrero, N. Bloom och S. J. Davis, "Covid-19 is also a reallocation shock", NBER working paper nr. 27 137, 2020.

⁴⁹ Se t.ex. H. Joo, B. Maskery, A. Berro, L. Rotz, Y. Lee och C. Brown, "Economic impact of the 2015 MERS outbreak on the Republic of Korea's tourism related industries", Health Security 17, s. 100-108, 2019.

sig ökar risken att de fastnar i långtidsarbetslöshet.⁵⁰ Dessutom kan distansundervisning på skolor och universitet för att minska smittspridningen innebära negativa effekter på utbildningen och på människors framtidsutsikter.⁵¹

Människors erfarenheter av pandemin riskerar att få långvariga effekter på förtroendet hos hushåll och företag genom att de förändrar vår bedömning av risken för att allvarliga händelser av det här slaget ska inträffa. Det kan leda till att hushållen för säkerhets skull bygger upp sitt sparkapital och till att företagsinvesteringarna blir varaktigt lägre.⁵²

Under krisen har såväl regeringar som företag upplevt störningar i globala leverans- och produktionskedjor vilket kan leda till att de nu omorganiserar så att viss produktion flyttas från utlandet till Sverige eller närliggande länder, så kallad ”re-shoring”.⁵³ Detta kan medföra ökade produktionskostnader och minska graden av specialisering vilket på längre sikt kan dämpa produktiviteten och höja inflationen när teknologiska landvinningar inte längre sprids lika lätt.

Pandemin behöver dock inte enbart ha negativa långsiktiga effekter på ekonomin. Till exempel behöver inte investeringarna bli lägre om produktivitetstillväxten faller: även lokal produktion förutsätter investeringar, och ökade investeringar behövs för själva omställningen av produktionen. Mer lokal produktion medför också dyrare arbetskraft vilket kan främja teknisk innovation och leda till högre produktivitet. Digitalisering av tjänster gör också att ny teknik kan spridas globalt även om produktionen sker mer lokalt. Denna digitalisering har påskyndats av pandemin med många effektivitetsvinster som följd.⁵⁴ Pandemin har också på kort tid tvingat fram mer effektiva lösningar hos många företag och inom sjukvården med till exempel mer flexibla arbetsplatser och nya forum för möten. De stora ekonomisk-politiska stimulanserna verkar som stöd för konjunkturåterhämtning och kan rätt utformad därutöver underlätta strukturomvandling.

Stor osäkerhet kring de långsiktiga ekonomiska effekterna av pandemin

Om förtroendet hos hushåll och företag skadas mer långsiktigt blir hushållens sparbenägenhet högre och investeringsviljan lägre än i huvudscenariot, med lägre konsumtion och företagsinvesteringar som följd. På kort sikt ökar också produktionskostnaderna som en effekt av att produktionen blir mer lokal. Detta gör att det tar längre tid

⁵⁰ För mer information om pandemins långvariga effekter på ekonomin, se fördjupningen ”Pandemins långsiktiga effekter på produktion och sysselsättning”, Sveriges riksbank, Penningpolitisk rapport, juli 2020.

⁵¹ Mindre lärarledd lektionstid och svårare att få hjälp vid frågor försvarar lärandet särskilt för svagare studenter, se UNESCO, ”COVID-19 Educational Disruption and Response”, <https://en.unesco.org/covid19/educationresponse>, 2020.

⁵² Detta fenomen kallas ibland i litteraturen för ”belief scarring”, se J. Kozlowski, L. Veldkamp och V. Venkateswaran, ”Scarring Body and Mind: The Long-Term Belief-Scarring Effects of COVID-19”, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper 27439, 2020.

⁵³ Se t.ex. Sveriges riksbank, Företagsundersökning, maj 2020.

⁵⁴ Deutsche Telekom AG, ”Impact of Covid-19: Corona as a catalyst for digitalization?”, 2020.

innan BNP-nivån är tillbaka på samma nivå som före pandemin.⁵⁵ Kraftigare effekter av försämrad utbildningskvalitet under pandemin och långvariga arbetslöshetsperioder gör att människors kompetens och arbetslivserfarenhet minskar samt att sysselsättningen faller, och arbetslösheten stiger, mer än i huvudscenariot.

Även om realekonomin utvecklas svagt i ett sådant scenario är det inte givet vilka effekterna på inflationen blir. I omvärlden blir inflationen något lägre men till skillnad från till exempel BNP och arbetslöshet är inte sambandet mellan svensk inflation och inflationen i omvärlden särskilt starkt. Det är därför troligt att individuella länders utbuds- och efterfrågeeffekter kommer att påverka inflationen på olika sätt. Eftersom Sveriges import och export utgör en relativt stor andel av BNP påverkas vi mer än vår omvärld av störningar i globala handelskedjor. Med en sådan utveckling blir konkurrensen bland de företag som överlever mindre än i huvudscenariot och det gör att de kan börja höja sina marginaler mer. Det vill säga, kostnadstrycket stiger om efterfrågan ökar snabbare än utbudet. Dessutom är produktiviteten lägre, vilket medför att det kostar mer för företagen att producera en enhet. Detta bidrar till att den svenska inflationen blir högre än i huvudscenariot. Slutligen skulle lägre arbetskraftstillväxt, på grund av åldrande arbetskraft, troligen leda till sämre offentliga finanser och högre inflation, en utveckling som påskyndas av pandemin.⁵⁶ En snabbare inflationsuppgång skulle dock inte nödvändigtvis vara ett skäl till att på olika sätt göra penningpolitiken mindre expansiv.

Det finns också en möjlighet att pandemin leder till en mer positiv realekonomisk utveckling på längre sikt. Kriser påskyndar ofta strukturreformer i ekonomin. Med rätt förutsättningar kan det skapa högre investeringar. En kombination av expansiv finanspolitik som stimulerar investeringar och strukturreformer skulle kunna leda till högre produktivitet och högre tillväxt på sikt. De reformer som EU har aviserat inom ramen för Next Generation EU har ambitionen att bidra till en sådan utveckling.⁵⁷

Sverige har, tack vare goda statsfinanser, goda förutsättningar att genomföra en expansiv finanspolitik kombinerat med strukturreformer. Investeringar i humankapital och infrastruktur skulle kunna bidra till tillväxt samtidigt som exempelvis en bred skattereform skulle kunna höja ekonomins långsiktiga potential.

⁵⁵ Diskussionen i det här avsnittet baseras på resultat från Riksbankens allmänna jämviktsmodell MAJA, se V. Corbo och I. Strid, "MAJA: A two-region DSGE model for Sweden and its main trading partners", Working Paper Series 391, Sveriges Riksbank, 2020.

⁵⁶ Se diskussionen i: C. Goodhart och M. Pradhan, "The great economic reversal: Ageing societies, waning inequality and an inflation revival", Palgrave Macmillan, 2020. Bokens huvudsakliga budskap är att de tidigare mycket gynnsamma demografiska förhållandena, särskilt i Kina, och stigande grad av globalisering är på väg att ändras. I så fall kommer arbetskraftens möjligheter att förhandla om sina villkor att förbättras vilket medför högre löneökningstakter, högre inflation och större jämlikhet.

⁵⁷ Se European Council, "Conclusions", EUCO 10/20, 2020.

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2020kv3	2020kv4	2021kv1	2021kv4	2022kv4	2023kv4
Reporänta	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

	2019	2020	2021	2022	2023
KPIF	1,7 (1,7)	0,4 (0,5)	0,9 (1,2)	1,2 (1,3)	1,7
KPIF exkl. energi	1,6 (1,6)	1,3 (1,4)	1,2 (1,2)	1,3 (1,2)	1,6
KPI	1,8 (1,8)	0,4 (0,6)	0,8 (1,1)	1,2 (1,3)	1,8
HIKP	1,7 (1,7)	0,6 (0,7)	0,7 (1,2)	1,2 (1,2)	1,6

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

Källa: SCB och Riksbanken.

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2019	2020	2021	2022	2023
Reporänta	-0,3 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0
Statsobligationsränta, 10 års löptid	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,3 (0,4)	0,7 (0,7)	1,0
Växelkurs, KIX, 1992–11–18 = 100	122,1 (122,1)	118,6 (118,7)	113,9 (115,4)	112,7 (114,0)	111,8
Offentligt finansiellt sparande*	0,5 (0,4)	-4,4 (-4,5)	-3,6 (-2,6)	-1,2 (-0,6)	-0,4

* Procent av BNP.

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2019	2020	2021	2022	2023
Euroområdet	0,12	0,49	1,3 (1,3)	-7,1 (-8,5)	4,7 (5,6)	3,7 (3,8)	1,3
USA	0,16	0,08	2,2 (2,2)	-3,7 (-4,3)	4,2 (4,4)	3,4 (3,4)	2,2
Japan	0,04	0,02	0,7 (0,7)	-5,1 (-5,5)	3,1 (2,5)	1,4 (1,4)	1,1
Kina	0,17	0,09	6,1 (6,1)	1,6 (2,0)	9,1 (9,4)	5,7 (5,7)	5,5
KIX-vägd	0,75	1,00	2,1 (2,0)	-5,8 (-6,2)	4,9 (5,6)	3,8 (4,3)	2,3
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	2,8 (2,9)	-4,4 (-3,0)	5,2 (5,8)	4,2 (3,6)	3,8

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	2019	2020	2021	2022	2023
Euroområdet (HIKP)	1,2 (1,2)	0,3 (0,4)	0,7 (1,0)	1,4 (1,4)	1,5
USA	1,8 (1,8)	1,2 (1,2)	1,9 (1,9)	2,1 (2,0)	2,3
Japan	0,5 (0,5)	0,0 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,4 (0,4)	0,4
KIX-vägd	1,8 (1,8)	1,1 (1,2)	1,4 (1,5)	1,8 (1,9)	1,9

	2019	2020	2021	2022	2023
Styrränta i omvärlden, procent	0,1 (0,1)	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,3)	-0,3
Råoljepris, USD/fat Brent	64,1 (64,1)	42,3 (43,4)	42,7 (46,8)	44,8 (48,8)	46,2
Svensk exportmarknad	2,5 (2,5)	-9,1 (-10,2)	7,2 (8,3)	6,5 (7,1)	3,9

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

	2019	2020	2021	2022	2023
Hushållens konsumtion	1,3 (1,3)	-4,8 (-4,5)	3,4 (4,5)	5,3 (3,7)	2,6
Offentlig konsumtion	0,1 (0,1)	0,1 (0,2)	2,3 (2,9)	2,3 (2,1)	1,1
Fasta bruttoinvesteringar	-1,0 (-1,0)	-3,8 (-3,5)	1,2 (2,3)	5,2 (4,0)	2,3
Lagerinvesteringar*	-0,1 (-0,1)	-0,8 (-0,7)	0,1 (0,2)	0,2 (0,0)	0,0
Export	3,3 (3,3)	-6,7 (-7,3)	3,1 (6,5)	9,0 (7,0)	3,9
Import	1,1 (1,1)	-7,1 (-7,8)	3,3 (7,0)	8,4 (6,5)	3,9
BNP	1,3 (1,3)	-4,0 (-3,6)	2,6 (3,7)	5,0 (3,7)	2,2
BNP, kalenderkorrigerad	1,3 (1,3)	-4,2 (-3,9)	2,5 (3,5)	5,0 (3,7)	2,4
Slutlig inhemsk efterfrågan*	0,3 (0,3)	-3,1 (-2,8)	2,4 (3,4)	4,3 (3,2)	2,0
Nettoexport*	1,0 (1,0)	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,1)	0,5 (0,5)	0,2
Bytesbalans (NR), procent av BNP	4,2 (4,1)	4,7 (4,8)	4,6 (4,6)	4,9 (4,8)	4,9

* 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

	2019	2020	2021	2022	2023
Folkmängd, 15–74 år	0,7 (0,7)	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)	0,4
Potentiellt arbetade timmar	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,5 (0,5)	0,5
Potentiell BNP	1,7 (1,7)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	1,7
BNP, kalenderkorrigerad	1,3 (1,3)	-4,2 (-3,9)	2,5 (3,5)	5,0 (3,7)	2,4
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	-0,3 (-0,3)	-4,3 (-4,1)	0,6 (1,9)	3,6 (2,2)	1,6
Sysselsatta, 15–74 år	0,7 (0,7)	-1,5 (-1,8)	-0,3 (-0,1)	1,5 (1,6)	1,4
Arbetskraft, 15–74 år	1,2 (1,1)	0,3 (0,2)	0,7 (0,6)	0,6 (0,6)	0,5
Arbetslöshet, 15–74 år*	6,8 (6,8)	8,4 (8,6)	9,4 (9,2)	8,5 (8,4)	7,7
BNP-gap**	0,9 (0,9)	-4,8 (-4,6)	-4,1 (-2,7)	-0,8 (-0,6)	-0,1
Tim-gap**	0,8 (0,8)	-4,2 (-4,0)	-4,2 (-2,7)	-1,2 (-1,1)	-0,2

* 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

	2019	2020	2021	2022	2023
Timlön, KL	2,6 (2,6)	2,0 (1,7)	2,5 (2,3)	2,5 (2,7)	2,6
Timlön, NR	3,9 (3,9)	4,4 (4,3)	1,0 (0,4)	1,7 (2,5)	2,6
Arbetsgivaravgifter*	0,1 (0,1)	-1,1 (-1,2)	1,0 (0,9)	0,0 (0,0)	0,0
Arbetskostnad per timme, NR	4,0 (4,0)	3,3 (3,2)	1,9 (1,4)	1,7 (2,5)	2,6
Produktivitet	1,6 (1,6)	0,1 (0,2)	1,8 (1,6)	1,4 (1,5)	0,8
Arbetskostnad per producerad enhet	2,5 (2,5)	3,2 (3,0)	0,1 (-0,3)	0,3 (1,0)	1,7

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

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, sociala avgifter och löneskatter (arbetskostnadssumma) dividerad med antal arbetade timmar för anställda. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnadssumma dividerad med BNP i fast pris. Möjligheten att korttidspermitera med statligt stöd innebär att det är möjligt för företagen att minska antalet timmar samtidigt som lönesumman inte kommer minska lika mycket. Detta betyder att den uppmätta ökningstakten i timlön enligt NR och arbetskostnad per producerad enhet stiger i år. Företagens kostnader bedöms dock öka långsammare än vad som kommer att synas i statistiken eftersom staten ger stöd till korttidspermivering.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK

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

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