

Redogörelse för penningpolitiken

2021



Redogörelse för penningpolitiken 2021

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

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

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

Kapitel 1 undersöker måluppfyllelsen 2021, och kapitel 2 redogör för den penningpolitik som bedrivits under året. Kapitel 3 analyserar träffsäkerheten i prognoserna gjorda 2020 medan kapitel 4 går igenom viktiga penningpolitiska frågor. Rapporten innehåller också två fördjupningar, en om effekterna av Riksbankens värdepappersköp under coronapandemin och en om Riksbankens utvecklingsarbete.

Direktionen fattade beslut om Redogörelse för penningpolitiken den 22 mars 2022. Rapporten går att ladda ned i pdf-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

Penningpolitiken i Sverige

Penningpolitisk strategi

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

Beslutsprocessen

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

Presentation av penningpolitiskt beslut

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

Innehållsförteckning

1	Måluppfyllelse	5
1.1	Den ekonomiska utvecklingen och inflationen 2021	5
2	Penningpolitiken 2021	15
2.1	Riksbankens prognoser och den penningpolitiska diskussionen	15
2.2	Penningpolitiska beslut 2021	25
3	Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren	29
3.1	Coronakrisen – kraftig ekonomisk nedgång på kort tid	29
3.2	BNP-utvecklingen i omvärlden fångades relativt väl av Riksbankens prognoser	30
3.3	Inflationen i omvärlden steg oväntat snabbt under 2021 – starkt påverkad av energipriser	33
3.4	Återhämtningen i svensk ekonomi i linje med Riksbankens prognoser	34
3.5	Inflationen i Sverige steg snabbare än väntat under 2021	37
3.6	Penningpolitiken 2020 bidrog till att stabilisera inflationen och realekonomin	39
4	Viktiga penningpolitiska frågor	41
4.1	Syftet med inflationsmålet	41
4.2	Den penningpolitiska debatten	44
4.3	Frågor inför framtiden	49
	FÖRDJUPNING – Coronakrisen och Riksbankens köp av värdepapper	55
	FÖRDJUPNING – Riksbankens utvecklingsarbete	70
	DIAGRAMAPPENDIX	73

1 Måluppfyllelse

Coronapandemin präglade den ekonomiska utvecklingen även under 2021. Det kraftiga fallet i BNP från inledningen av pandemin återhämtades och sysselsättningsgraden steg till samma nivå som före pandemin. KPIF-inflationen steg snabbt under året, främst till följd av högre energipriser. KPIF-inflationen var i genomsnitt nära målet men varierade mer än vanligt och uppgick till mer än 4 procent i slutet av året. Flera mått indikerar att även den underliggande inflationen steg under 2021 och i slutet av året låg medianen av dessa mått nära 2 procent. Penningpolitiken gav under året stöd till den ekonomiska återhämtningen och till en inflation varaktigt nära målet.

1.1 Den ekonomiska utvecklingen och inflationen 2021

Konjunkturläget förbättrades men pandemin fortsatte att prägla utvecklingen

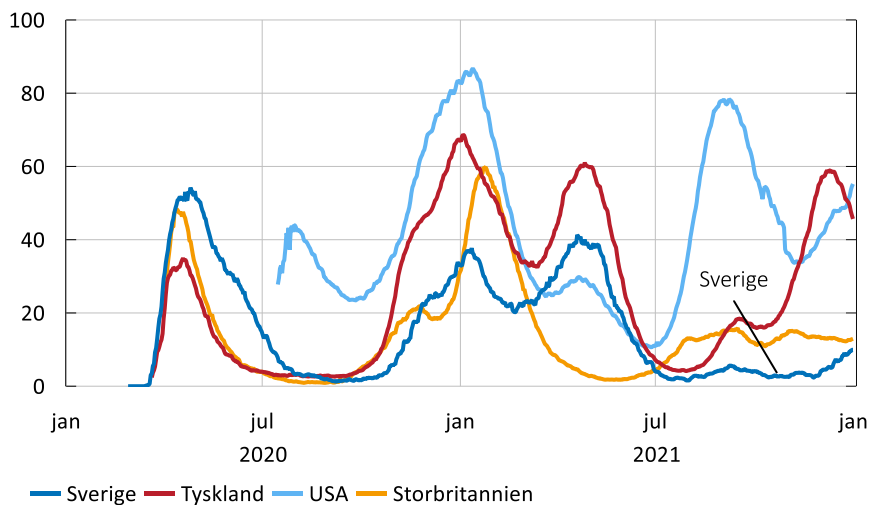
Coronapandemin och dess konsekvenser fortsatte att prägla den ekonomiska utvecklingen i världen även under 2021. I början av året var smittspridningen i Sverige hög och den ekonomiska aktiviteten dämpades av olika restriktioner för att begränsa smittspridningen och hålla nere antalet allvarligt sjuka. Vaccinationer mot covid-19 påbörjades i början av 2021 och i takt med att allt fler blev vaccinerade minskade smittspridningen och antalet allvarligt sjuka fram till sommaren (se diagram 1). Restriktionerna kunde därför börja dras tillbaka. Vaccinernas effekt minskade dock relativt snabbt och nya varianter av viruset ledde till ökad smittspridning och nya restriktioner på många håll i världen under hösten. Samtidigt bedömdes de ekonomiska konsekvenserna av restriktionerna bli mindre än i början av pandemin. När omikronvarianten började spridas i december infördes åter nya restriktioner i Sverige på liknande nivå som under våren 2021. Antalet allvarligt sjuka ökade något i slutet av året, men Folkhälsomyndigheten bedömde att omikronvarianten inte skulle orsaka lika allvarlig sjukdom som tidigare virusvarianter, delvis tack vare de omfattande vaccinationerna.

De kraftiga fallen i BNP från inledningen av pandemin var i stort sett återhämtade i slutet av året både i omvärlden och i Sverige (se diagram 2). Svensk BNP utvecklades något starkare än i omvärlden och återhämtningen var snabbare än väntat. I slutet av 2021 var svensk BNP högre än före pandemin.

Pandemin påverkade den ekonomiska aktiviteten på flera sätt. Efterfrågan på såväl varor som tjänster ökade under året, men det uppstod brist på insatsvaror och fraktbolagen fick problem med att anpassa sitt utbud till den snabbt stigande efterfrågan. Dessa flaskhalsar begränsade produktionskapaciteten inom industrin. Även tjänsteproduktionen påverkades av olika flaskhalsar.

Diagram 1. Antal patienter som vårdas på intensivvårdsavdelning för covid-19

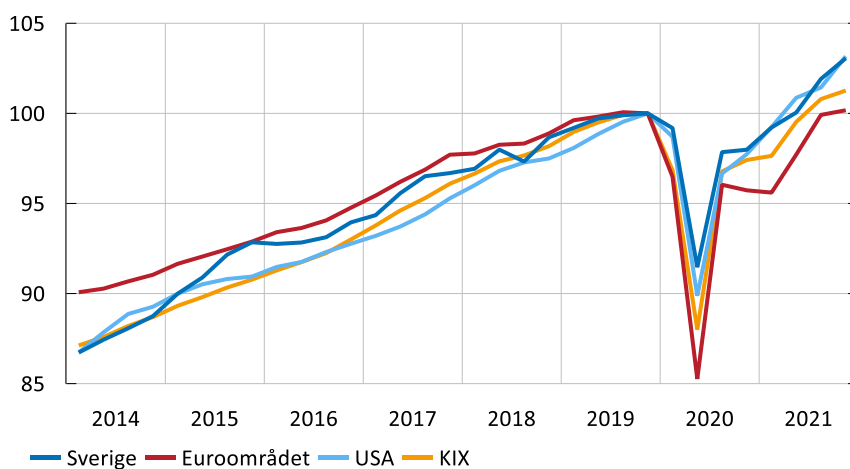
Per en miljon invånare



Källa: Our World in Data.

Diagram 2. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



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

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

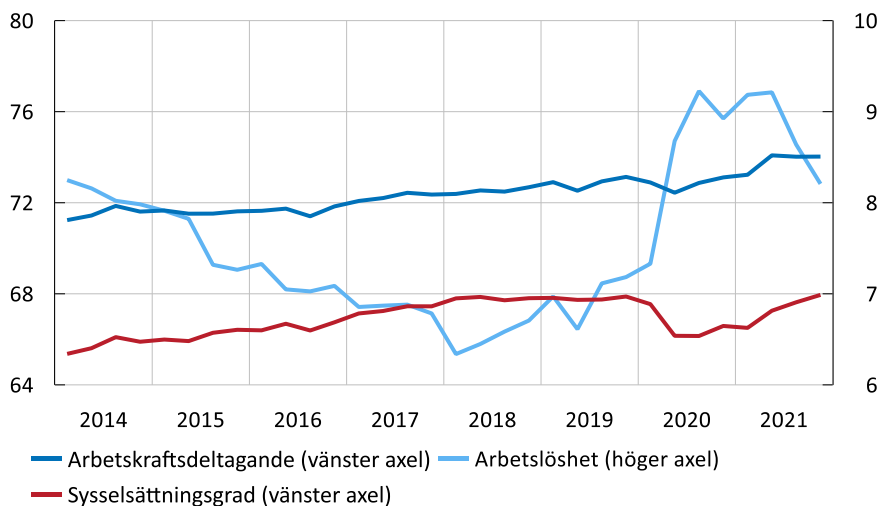
Den ökade efterfrågan i ekonomin ledde till högre sysselsättning, och sysselsättningsgraden återhämtade sig från fallet under 2020 (se diagram 3).¹ Det fanns dock fortsatt stora skillnader i hur långt återhämtningen hade kommit i olika branscher. Även anta-

¹ I januari 2021 anpassades AKU till EU:s nya förordning för arbetsmarknadsstatistik, vilket innebar ett tidsseriebrott i undersökningen. Anpassningen innebär flera förändringar i undersökningen, bland annat en snävare definition av vilka som betraktas som sysselsatta. Dessutom gick SCB över till att använda arbetsgi-vardeklarerationer på individnivå (AGI) istället för den registerbaserade arbetsmarknadsstatistiken (RAMS) som hjälpinformation vid skattningarna. SCB har publicerat länkade serier som ska korrigeras för tidsseriebrottet, men jämförelser före och efter tidsseriebrottet ska göras med försiktighet.

let arbetade timmar i ekonomin steg snabbt. Detta berodde på den ökade sysselsättningen, på att många arbetsgivare avslutade sina korttidspermitteringar och på att sjukfrånvaron minskade. Arbetslösheten enligt SCB:s arbetskraftsundersökningar (AKU) minskade under 2021, men låg kvar på en förhöjd nivå eftersom arbetskraftsdeltagandet var mycket högt i slutet av 2021. Att arbetslösheten inte har återhämtat sig mer från uppgången i början av pandemin beror delvis på tidsseriebrottet i AKU-statistiken.² Arbetslösheten minskade snabbare enligt Arbetsförmedlingens statistik och låg i slutet av året på en lägre nivå än före pandemin. Den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden under 2021 talar för att pandemin får begränsade långsiktiga effekter på sysselsättningen. Men den fortsatt höga långtidsarbetslösheten är ett orosmoment.³

Diagram 3. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet

Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år



Anm. Serier är länkade för att justera för tidsseriebrottet i AKU januari 2021.

Källa: SCB.

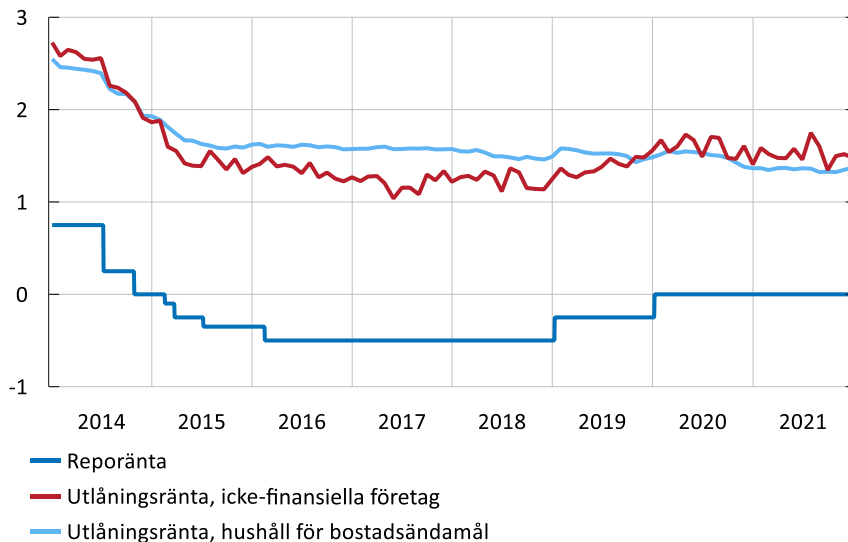
Fortsatt expansiv ekonomisk politik under året har mildrat de ekonomiska konsekvenserna av pandemin och stöttat konjunkturåterhämtningen. Riksbankens åtgärder har hållit räntorna låga för hushåll och företag och säkerställt en fungerande kreditförsörjning (se diagram 4). På så sätt har Riksbanken bidragit till en god ekonomisk utveckling och expansiva finansiella förhållanden. Under hösten 2021 bedömdes de finansiella förhållandena vara så pass stabila att Riksbanken kunde börja avveckla en del av krisåtgärderna (se kapitel 2).

² Det högre arbetskraftsdeltagandet bedöms delvis bero på metodförändringar i AKU. Från och med januari 2021 frågar AKU "har du sökt eller försökt hitta ett arbete de senaste 4 veckorna?". Tidigare ställdes frågan "har du sökt arbete de senaste 4 veckorna?". Förändringen gör att begreppet blir bredare. Även ordningen på frågorna i enkäten har ändrats. Riksbanken bedömer att detta har ökat den potentiella arbetskraften och höjt den långsiktigt hållbara arbetslösheten såsom den mäts enligt AKU. Se även faktarutan i *Penningpolitisk rapport*, april 2021, och fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2021, Sveriges riksbank.

³ Se C. Flodberg, I. Häkkinen Skans och P. Wasén (2022), "Långtidsarbetslösheten i pandemins spår", *Ekonomisk kommentar nr 2*, Sveriges riksbank.

Diagram 4. Reporänta samt genomsnittlig utlåningsränta till hushåll och företag, nya och omförhandlade lån

Procent



Anm. Utlåningsränta är volymviktade medelvärden av monetära finansiella instituts utlåning på samtliga löptider.

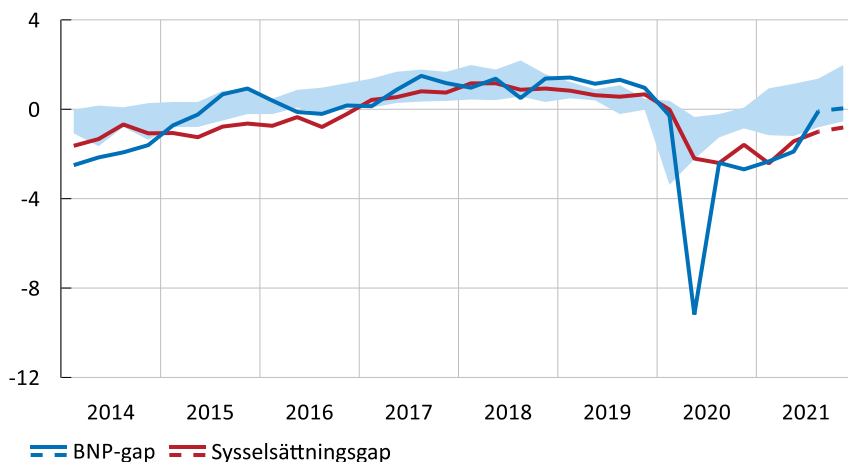
Källor: SCB och Riksbanken.

Resursutnyttjandet ungefär normalt i slutet på 2021

Aktivitetsnivån i ekonomin kan sammanfattas med olika mått på resursutnyttjandet. Det är viktigt för Riksbanken att försöka bilda sig en uppfattning om detta eftersom resursutnyttjandet påverkar hur priser och löner utvecklas. Det kan dock inte mätas exakt och Riksbanken gör därför en bedömning utifrån en mängd olika indikatorer. Exempel på sådana är arbetslöshet, kapacitetsutnyttjande och bristtal. Indikatorerna visar att resursutnyttjandet ökade under 2021 efter att ha minskat kraftigt under föregående år (se diagram 5). Spannet mellan de olika indikatorerna var dock stort. Längst ned i spannet fanns arbetslösheten enligt AKU som pekade på att det fortfarande fanns mycket lediga resurser på arbetsmarknaden, och högt upp i spannet fanns bristtal i näringslivet enligt Konjunkturbarometern. Riksbankens bedömning var att BNP-gapet i slutet av 2021 låg nära noll medan sysselsättningsgapet fortfarande visade lägre resursutnyttjande än normalt. Den sammanlagda bedömningen var att resursutnyttjandet var ungefär normalt i slutet av 2021.

Diagram 5. Mått på resursutnyttjandet

Procent respektive standardavvikelser



Anm. Gapen avser BNP:s och sysselsättningens avvikelse från Riksbankens bedömda trender i Penningpolitisk rapport, november 2021. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet för standardiserade indikatorer över resursutnyttjandet. Inkluderade serier är: Inverterad arbetslöshet enligt AKU; Inverterad arbetslöshet enligt Arbetsförmedlingen; Kapacitetsutnyttjandet inom industrin/tillverkningsindustrin enligt SCB/Konjunkturbarometern; Konjunkturbarometerserier för näringslivet över bristtal, lönsamhetsomdöme samt efterfrågeläget.

Källor: SCB och Riksbanken.

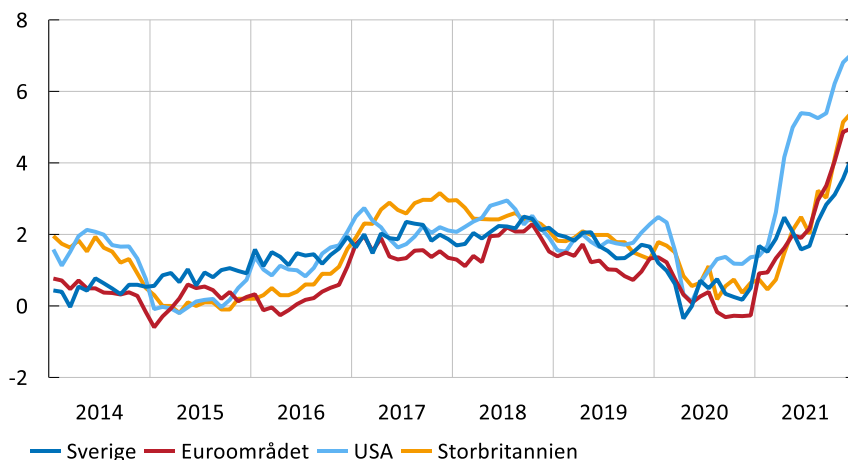
Snabbt stigande konsumentpriser under året

Under pandemin har inflationen varierat mer än vanligt både i Sverige och i omvärlden. Inflationen var låg 2020 men steg snabbt under 2021 (se diagram 6). Inflationen ökade betydligt mer i USA än i Sverige, och även Storbritannien och euroområdet hade något högre inflation i slutet av året än Sverige. Det finns flera gemensamma förklaringar till den ökade inflationen i dessa länder, men också påtagliga skillnader, och storleken på effekterna skiljer sig åt mellan länder.⁴ Högre priser på energi och livsmedel var en viktig förklaring till den högre inflationen i många länder. Men även mått på underliggande inflation, där man bortser från energi och volatila livsmedelspriser, steg kraftigt i vissa länder (se diagram 7). Särskilt i USA och Storbritannien ökade varupriserna och priserna i vissa tjänstebanscher som varit stängda under pandemin påtagligt. I euroområdet förklarades en stor del av den totala prisuppgången 2021 av högre energipriser som i sin tur återspeglades i högre priser på boende och transporter.

⁴ Se fördjupningen "En högre inflation – varaktigt eller tillfälligt?" i *Penningpolitisk rapport*, november 2021, Sveriges riksbank, för en beskrivning av inflationsutvecklingen och drivkrafterna i omvärlden.

Diagram 6. Konsumentpriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring

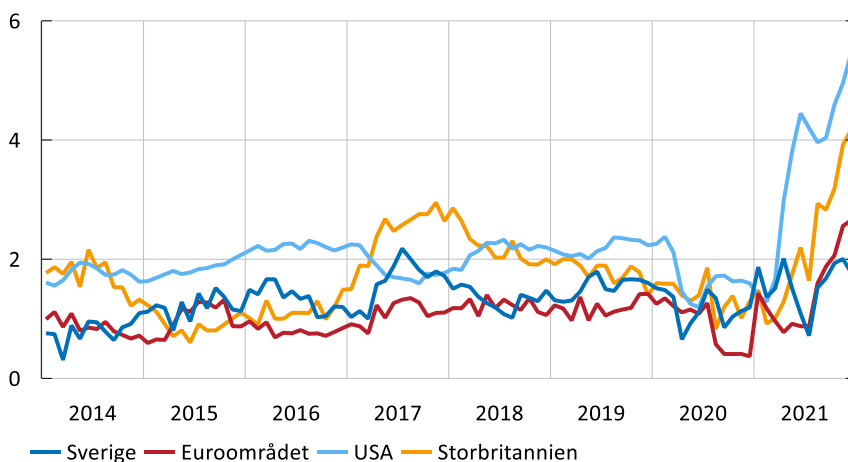


Anm. Konsumentpriser avser KPIF för Sverige, KPI för USA och Storbritannien och HIKP för euroområdet.

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

Diagram 7. Underliggande inflation i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



Anm. Underliggande inflation avser KPIF exklusive energi och mat för Sverige, HIKP exklusive energi och mat för euroområdet, KPI exklusive energi och mat för USA och Storbritannien.

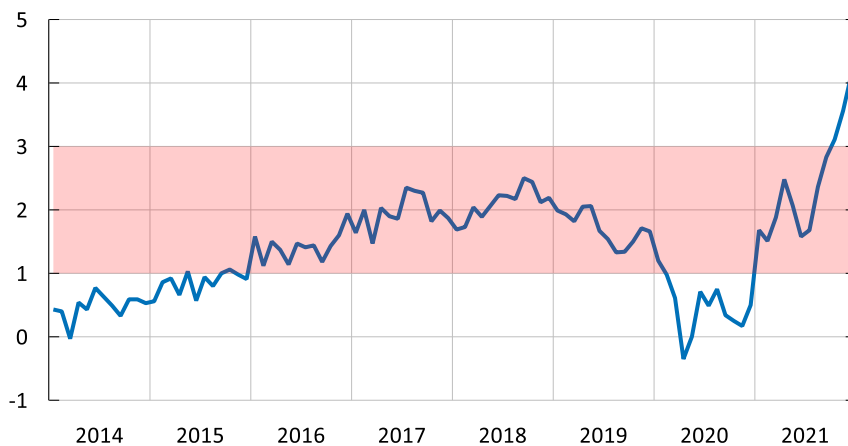
Källor: Eurostat, ONS, SCB, U.S. Bureau of Labor Statistics.

Inflationen i Sverige mätt med KPIF bottnade i april 2020 på $-0,4$ procent, men steg snabbt under 2021. I genomsnitt ökade KPIF med $2,4$ procent under 2021, men inflationen var ovanligt hög i slutet av året (se tabell 1 och diagram 8). KPIF exklusive energi ökade dock betydligt mindre under året och var i genomsnitt $1,4$ procent (se diagram 9). Det är vanligt att inflationen varierar till följd av tillfälliga förändringar i vissa priser, exempelvis de mer volatila energipriserna. För att bättre kunna avgöra hur stor del av utvecklingen i inflationen som är tillfällig följer Riksbanken även andra mått på inflationen. Medianen av flera mått på den underliggande inflationen, som

exkluderar eller minskar betydelsen av kraftigt varierande priser, indikerar att den underliggande inflationen steg under 2021 och låg nära inflationsmålet på 2 procent (se tabell 1). Sammanfattningsvis kan man konstatera att inflationen varierade mer än vanligt under 2021, men att penningpolitiken bidrog till goda förutsättningar för en inflation mer varaktigt nära inflationsmålet. Givet de extraordinära störningar som världsekonomin genomgått under pandemin så får måluppfyllelsen anses vara acceptabel.

Diagram 8. KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 1. Inflationen enligt olika mått

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

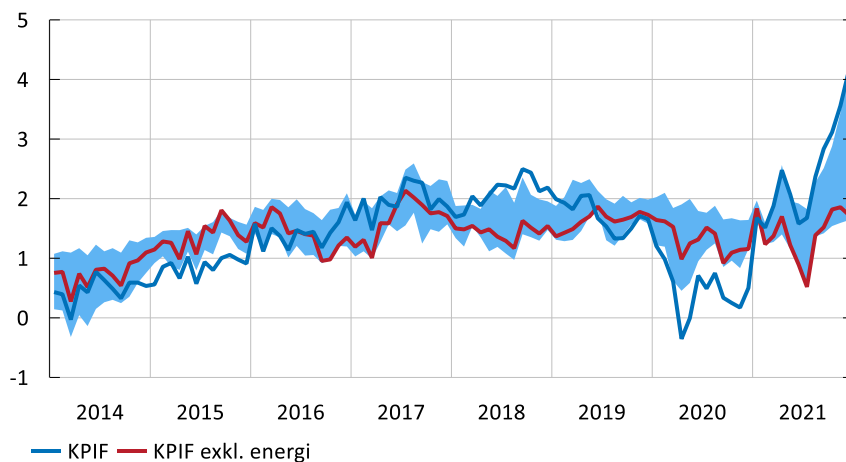
	2019	2020	2021
KPIF	1,7	0,5	2,4
KPIF exklusive energi	1,6	1,3	1,4
Underliggande inflation (median)	1,8	1,4	1,8

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 9. KPIF, KPIF exklusive energi och underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



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

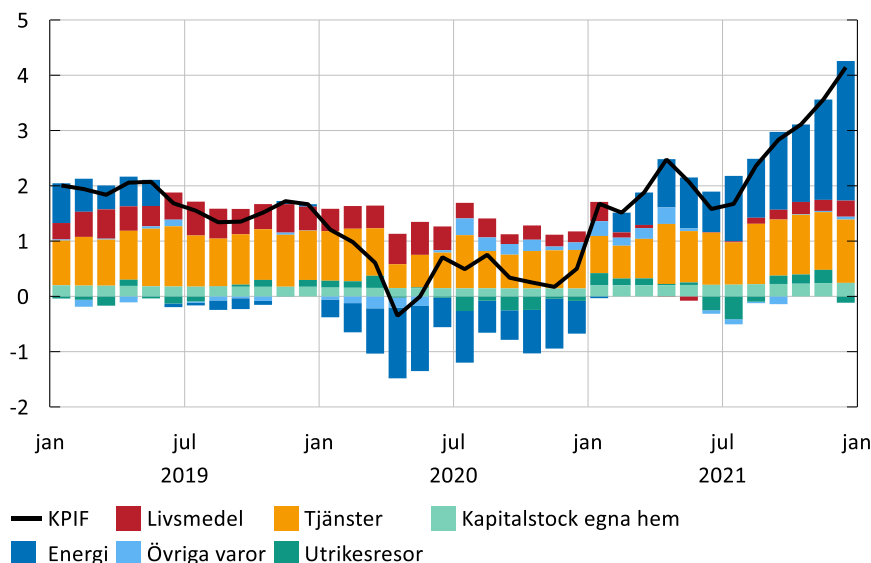
Källor: SCB och Riksbanken.

Den stora variationen i inflationen i Sverige, och den snabba ökningen i slutet av året, berodde främst på snabbt stigande energipriser. Elpriserna steg snabbt under hösten till följd av ovanligt lite blåst, kallt väder, underskott i vattenmagasinen, ökad efterfrågan på el och stigande priser på utsläppsrätter. Elpriserna i södra Sverige påverkades också av de högre elpriserna i andra europeiska länder eftersom elmarknaderna är sammanlänkade. De europeiska elpriserna steg kraftigt på grund av oväntat låga leveranser av naturgas från Ryssland. Även priserna på andra energislag, som olja, ökade snabbt under året eftersom efterfrågan steg och lagren var ovanligt små. Från att ha dämpat inflationen under 2020 blev energipriserna den främsta orsaken till att inflationen ökade under 2021 (se tabell 2 och diagram 10).

Minskad smittspridning och lättade restriktioner ledde till att efterfrågan ökade snabbt under 2021. De flesta komponenter i KPIF, med undantag för livsmedel, ökade snabbare i pris än de gjort i genomsnitt mellan 2000 och 2020 (se tabell 2). Priserna för de tjänster som periodvis knappt kunde konsumeras under 2020, till exempel restaurangbesök och olika typer av nöjen som teater, bio och idrottsevenemang, ökade också relativt snabbt 2021. Producenterna hade svårt att möta den höga efterfrågan och detta i kombination med kraftiga uppgångar i råvaru- och transportpriser, ledde till att producentpriserna steg. Detta påverkade dock inte konsumentpriserna i Sverige i någon större utsträckning.

Diagram 10. Bidrag till KPIF-inflationen

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. Staplarna illustrerar respektive prisgrupps bidrag till ökningstakten i KPIF de senaste tolv månaderna. Bidragen kan tolkas som den årliga ökningstakten i varje grupp multiplicerat med gruppens vikt i KPIF. År 2021 är vikterna de följande, i procent: energi (7,1), livsmedel (18,5), övriga varor (27,8), tjänster (42,8), utrikes resor (0,5) och egna hem (bidrag från kapitalstocksindex) (3,4).

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 2. Utveckling i KPIF och dess komponenter

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	Vikt (procent)	2000-2020	2020	2021
Tjänster	43	1,8	1,4	2,2
Varor exkl. livsmedel	28	-0,4	0,1	0,2
Livsmedel	19	1,9	2,1	0,6
Energi	7	3,2	-9,7	17,0
Kapitalstock	3	5,3	5,6	5,9
KPIF	100	1,5	0,5	2,4

Anm. Vikterna är de som gällde för år 2021.

Källa: SCB.

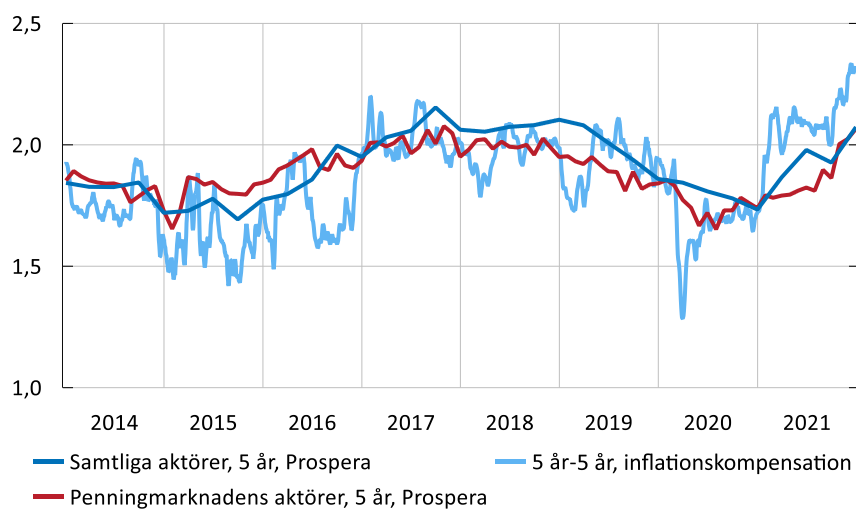
Långsiktiga inflationsförväntningar nära 2 procent

Penningpolitiken siktar på att stabilisera inflationen kring inflationsmålet. Syftet är att skapa stabilitet och förutsägbarhet i pris- och lönebildningen och medverka till en gynnsam ekonomisk utveckling. För att det ska vara möjligt att uppnå målet är det viktigt att aktörerna i ekonomin har förtroende för att Riksbanken med hjälp av penningpolitiken på sikt återför inflationen till målet. Att olika mått på de långsiktiga inflationsförväntningarna ligger nära målet är ett tecken på att aktörerna har en sådan tillit till penningpolitiken.

I början av pandemin föll de långsiktiga inflationsförväntningarna något men de började ganska snart att återhämta sig. I spåren av inflationsuppgången under 2021 har förväntningarna fortsatt att stiga. De långsiktiga inflationsförväntningar som mäts genom marknadsprissättningen på olika finansiella kontrakt låg under året strax över 2 procent (se diagram 11).⁵ De långsiktiga inflationsförväntningarna enligt enkätmätningar steg till 2 procent under året. Den samlade bilden är att de långsiktiga inflationsförväntningarna var väl förankrade nära 2 procent.

Diagram 11. Långsiktiga inflationsförväntningar

Procent



Anm. Inflationskompensationen avser en 5-årig period med start om 5 år, räknad utifrån obligationsräntor (7-dagars glidande medelvärde). Både inflationskompensationen och förväntningarna från Prospera avser KPI.

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken.

⁵ De marknadsbaserade måtten är inte nödvändigtvis rena mått på förväntningarna eftersom de också speglar olika marknadsförhållanden. Detta kan vara en förklaring till att dessa mått ibland skiljer sig från de enkätbaserade måtten.

2 Penningpolitiken 2021

Inflationen mätt med KPIF rörde sig ovanligt mycket under 2021 och i slutet av året blev inflationen dessutom oväntat hög. Utvecklingen berodde i huvudsak på energipriserna som tidvis steg snabbt, men vars effekter på inflationen Riksbanken bedömde vara tillfälliga. Penningpolitiken och den penningpolitiska diskussionen inriktades på att mer varaktigt föra inflationen tillbaka till målet på 2 procent, att stödja den ekonomiska återhämtningen och att analysera hur uppgången i energipriserna skulle komma att påverka inflationen. Det omfattande program för värdepapper som Riksbanken lanserat under 2020 fullföljdes under 2021. Vissa lånefaciliteter som lanserats under pandemin avslutades dock och kraven på de säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken återställdes. Reporäntan låg kvar på noll procent under hela året.

2.1 Riksbankens prognoser och den penningpolitiska diskussionen

Den ekonomiska utvecklingen under 2021 blev något starkare än vad Riksbankens prognoser indikerade i början av året och BNP-prognosen reviderades upp alltfjärtersom under året. Inflationen mätt med KPIF blev oväntat hög under andra halvåret. Det innebar att inflationsprognosen i september reviderades upp förhållandevis mycket jämfört med prognosen i juli. Arbetslösheten blev något högre under första halvåret än vad prognoserna i början av året hade indikerat, men under andra halvåret minskade den i linje med prognoserna. Sammanfattningsvis blev alltså prognoserna ungefär som förväntat, förutom för inflationen som blev oväntat hög.

Den penningpolitiska diskussionen under året handlade framför allt om att mer varaktigt föra tillbaka inflationen till 2 procent, att stödja den ekonomiska återhämtningen och att förstå hur uppgången i energipriserna skulle påverka inflationen.

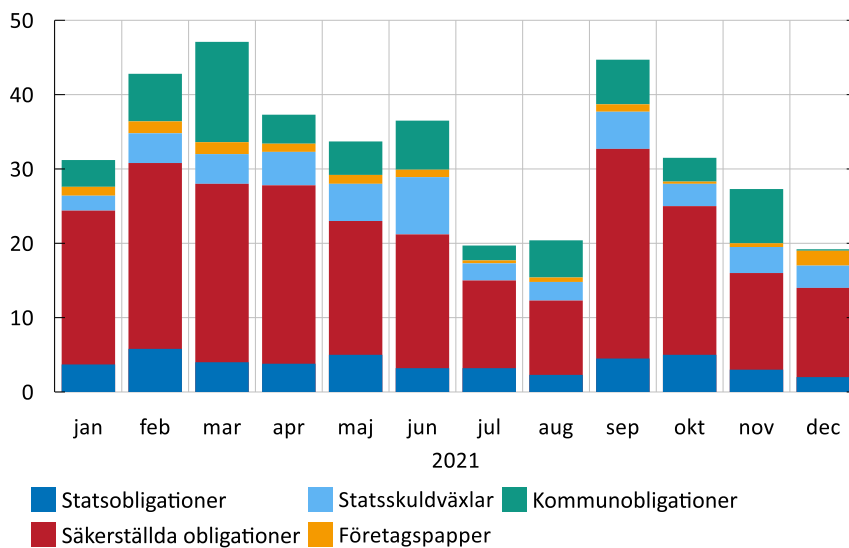
Riksbanken fattade ett första beslut om köp av värdepapper med anledning av pandemin den 16 mars 2020. I beslutet satte Riksbanken en ram för köpen på sammanlagt upp till 300 miljarder kronor fram till december 2020. I juni och november 2020 justerade Riksbanken ramen för programmet och förlängde det för att säkerställa att ekonomin skulle få ett långvarigt och tillräckligt omfattande stöd. Sammantaget utökades ramen så att köp kunde ske upp till 700 miljarder kronor till och med den sista december 2021. Programmet innefattade köp av svenska statsskuldväxlar och statsobligationer, obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i

Sverige AB (kommunobligationer), säkerställda obligationer utgivna av svenska kreditinstitut samt obligationer och certifikat utgivna av svenska icke-finansiella företag.⁶

Diagram 12 visar värdepappersköpen för varje månad under 2021 och diagram 13 visar att Riksbankens och andra större centralbankers balansräkningar har ökat till följd av bland annat de värdepappersköp som gjordes under pandemin.

Diagram 12. Riksbankens köp av värdepapper under 2021

Nominellt belopp, miljarder kronor



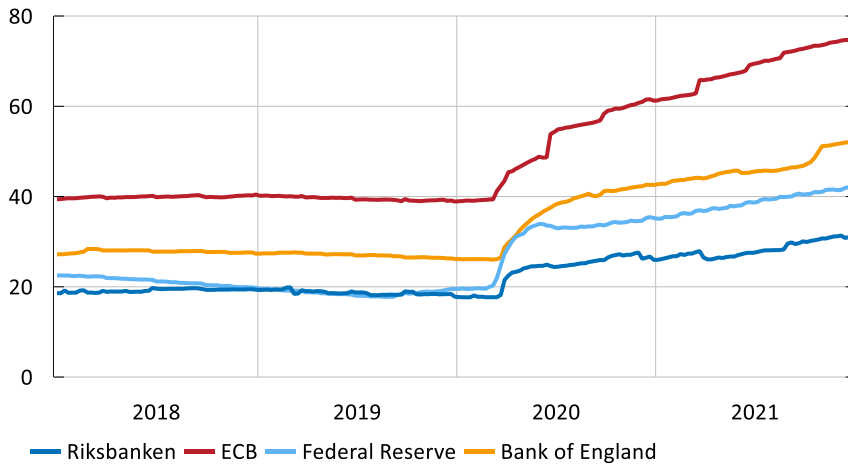
Anm. Företagspapper avser obligationer och certifikat utgivna av icke-finansiella företag.

Källa: Riksbanken.

⁶ Se fördjupningen "Coronakrisen och Riksbankens köp av värdepapper" för en mer ingående beskrivning av värdepappersköpen under pandemin.

Diagram 13. Centralbankers balansomslutning

Procent av BNP



Anm. BNP beräknas som summan av innevarande kvartal och de tre föregående kvartalen.

Källor: Bank of England, ECB, Federal Reserve, nationella källor, SCB och Riksbanken.

Svensk ekonomi mer motståndskraftig under pandemins andra våg

Under slutet av 2020 drabbades flera länder av en andra våg av hög smittspridning och ett flertal restriktioner återinfördes på många ställen. Denna våg drabbade också Sverige, även om effekten på ekonomin inte blev lika stor som under den första vågen. För en stor del av tjänstesektorn var läget ändå fortsatt bekymmersamt trots de omfattande ekonomisk-politiska åtgärderna som hade satts in.

I den **penningpolitiska rapporten i februari** bedömdes att tudelningen mellan tjänstesektorn och industrisektorn skulle bestå under en längre tid, men att det samlade resursutnyttjandet i ekonomin skulle normaliseras under 2022. De närmaste åren bedömdes BNP öka med i genomsnitt strax över 3 procent.

Arbetsmarknaden var motståndskraftig mot pandemins andra våg och en mer tydlig förbättring förväntades under andra halvåret 2021. Arbetslösheten bedömdes dock inte vara tillbaka på nivåerna före krisen förrän mot slutet av prognosperioden.

Inflationen hade varit volatil under 2020 och dessutom pressats av fallande energipriser. Den volatila utvecklingen bedömdes fortsätta under 2021, bland annat på grund av variationer i energipriserna men också på grund av mätproblem och ändrade konsumtionsmönster. Företagens kostnader bedömdes öka gradvis snabbare, i linje med återhämtningen. Detta skapade förutsättningar för en uppgång i inflationen och prognosen indikerade en inflationstakt nära 2 procent mot slutet av prognosperioden. Detta var även i linje med de långsiktiga inflationsförväntningarna som var påfallande stabila och nära 2 procent under 2021 (se kapitel 1).

Vid det **penningpolitiska mötet i februari** noterade direktionen att den svenska ekonomin nu var mer motståndskraftig än tidigare och att de omfattande ekonomisk-po-

litiska stödåtgärderna hade varit av stor betydelse för detta. Den framtida utvecklingen bedömdes dock vara fortsatt osäker och man poängterade att pandemin inte var över. För att stödja återhämtningen och få inflationen att stiga mot målet behövde penningpolitiken vara uthållig och expansiv med låga räntor under en lång tid. Direktionen var vid det penningpolitiska mötet enig om att lämna reporäntan oförändrad på noll procent och om hur köpen av värdepapper skulle fördelas under andra kvartalet 2021. Man planerade dessutom för att utnyttja ramen om 700 miljarder under 2021 och att därefter hålla värdepappersinnehavet ungefär oförändrat under 2022. Reporäntan bedömdes ligga kvar på noll procent under hela prognosperioden.

Fortsatt återhämtning under våren och sommaren

Under våren fortsatte den ekonomiska återhämtningen runt om i världen. Allt fler människor vaccinerades och tack vare betydande finans- och penningpolitiska stöd fanns det goda förutsättningar för att efterfrågan snabbt skulle återvända när restriktionerna väl lättades. Utvecklingen var dock fortsatt osäker och hastigheten i återhämtningen varierade mellan sektorer och länder.

I Sverige hade den ekonomiska utvecklingen blivit något starkare än i prognosen i februari. I den **penningpolitiska rapporten i april** bedömdes återhämtningen därför gå något snabbare än tidigare och den samlade ekonomiska aktiviteten väntades nu närma sig mer normala nivåer i slutet av året. Utvecklingen på arbetsmarknaden var mer svårtolkad på grund av ett tidsseriebrott i SCB:s officiella statistik.⁷ Men indikatorer och kompletterande statistik pekade på att utvecklingen ändå var i linje med tidigare prognoser och utsikterna för en fortsatt förbättring var goda.

Det något starkare resursutnyttjandet innebar endast marginella revideringar av inflationsprognosen. Kostnadstrycket var fortfarande lågt och för att det skulle tillta krävdes en fortsatt expansiv penningpolitik. Det bedömdes dröja till slutet av prognosperioden innan inflationen skulle stabilisera sig nära 2 procent.

På det **penningpolitiska mötet i april** diskuterades den varierande graden av återhämtning mellan olika sektorer och länder, och även inom olika grupper på arbetsmarknaden. Tjänstbranscherna tyngdes fortfarande av restriktionerna och en förutsättning för att produktionen inom dessa branscher skulle kunna ta fart igen var vaccinationsprogrammet mot covid-19. Direktionen lyfte också fram att det skulle kunna bli stora kast i inflationen det kommande året till följd av pandemin och de volatila energipriserna, samt hur viktigt det var att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna fortsatte att vara stabila vid 2 procent.

En fortsatt expansiv penningpolitik bedömdes vara viktig de kommande åren för att ge stöd åt ekonomin och för att inflationen mer varaktigt skulle ligga nära målet. Direktionen var enig om att lämna reporäntan oförändrad på noll procent och om hur värdepappersköpen skulle fördelas under tredje kvartalet 2021. Flera direktionsledamöter pekade på vikten av att, som aviserat, utnyttja hela ramen för värdepappersköp

⁷ Se faktarutan i *Penningpolitisk rapport*, april 2021, och fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2021, Sveriges riksbank.

om 700 miljarder under 2021 och att därefter hålla innehavet ungefär oförändrat under nästa år. Detta då man inte ville riskera en oönskad åtstramning av de finansiella förhållandena.

Penningpolitiken behövde vara fortsatt expansiv

Utfall och indikatorer i början av sommaren tydde på att ekonomin – med hjälp av omfattande ekonomisk-politiska stödåtgärder – hade utvecklats starkt. Återhämtningen gick ännu lite snabbare än tidigare prognoser och prognoserna reviderades därför upp något i den **penningpolitiska rapporten i juli**. Understött av den expansiva ekonomiska politiken väntades resursutnyttjandet fortsätta stiga och konjunkturläget bedömdes vara starkt de kommande åren.

Utvecklingen på arbetsmarknaden var fortfarande svårtolkad på grund av tidsseriebrottet i SCB:s statistik. Den samlade bilden från olika statistikällor visade dock att återhämtningen i antalet sysselsatta hade stannat av under första kvartalet, i linje med prognosen i april. Även om arbetslösheten enligt Arbetsförmedlingens statistik hade minskat sedan förra sommaren var den fortfarande hög. Framåtblickande indikatorer pekade dock på att arbetsmarknadsläget skulle förbättras. Stigande efterfrågan och företagens rekryteringsplaner indikerade att de lediga resurserna förhållandevis snabbt kunde tas i bruk framöver. Den höga tillväxten gjorde att prognosen för arbetslösheten kunde revideras ned något.

Resursutnyttjandet var fortfarande betydligt lägre än normalt inom de branscher som hade påverkats negativt av pandemin. Inträdet eller återinträdet på arbetsmarknaden hade också försvårats för vissa grupper. Skillnaderna väntades visserligen kvarstå ännu en tid, men även de hårdast drabbade branscherna och sektorerna bedömdes i huvudsak ha återhämtat sig mot slutet av året, när restriktionerna mer påtagligt hade mildrats.

Inflationen fortsatte att vara volatil. De kraftiga svängningarna berodde till stor del på energipriserna, men även bortsett från dessa var variationerna i inflationen mätt med KPIF förhållandevis stora till följd av mätproblem och ändrade konsumtionsmönster. Denna utveckling bedömdes fortsätta året ut. Dessutom hade nya konsumtionsmönster under pandemin medfört ovanligt stora förändringar av vikterna i KPI.⁸ Detta hade bidragit till en högre ökningstakt i tjänstepriserna under början av 2021, men beräknades nu få inflationen att falla tillbaka under sommarmånaderna. Kostnadstrycket var fortfarande måttligt och det väntades dröja till nästa år innan inflationen, med hjälp av ett högre resursutnyttjande, skulle stiga mer varaktigt. Samtidigt hade dock priserna på insatsvaror fortsatt att stiga och bristen på halvledare fortsatte att vara ett problem, men uppgången i priset på frakt, råvaror och insatsvaror bedömdes successivt att klinga av. Genomslaget till konsumentpriser från rörelser i till exempel råvarupriser brukar inte heller vara särskilt stort och långvarigt. Rörelserna bedömdes därför bara tillfälligt och måttligt påverka konsumentpriserna.

⁸ Se fördjupningen "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, februari 2021, Sveriges riksbank.

Kronan – som påverkar inflationen med en viss eftersläpning – stärktes under större delen av 2020 och bedömdes dämpa inflationen 2021. Viktiga förklaringar till förstärkningen var bland annat en hög riskvilja och en stark utveckling på de finansiella marknaderna. Den reala växelkursen bedömdes dock fortfarande vara något svagare än normalt när man tog hänsyn till produktiviteten i Sverige relativt omvärlden. Växelkursen hade varit jämförelsevis stabil under första halvåret 2021. I handelsvägda termer bedömdes kronan ligga kvar på ungefär dagens nivå de närmaste åren.

På det **penningpolitiska mötet i juni** bedömde direktionen som tidigare att det skulle dröja ytterligare en tid innan inflationen mer varaktigt skulle vara nära 2 procent. Pandemin var inte över och nya varianter av viruset skulle kunna skapa osäkerhet med risk för bakslag. Stora variationer i energipriserna samt mätproblem och andra effekter som påverkade utvecklingen av inflationen bedömdes vara tillfälliga.

Flera direktionsledamöter pekade på att inflationen väntades vara något över inflationsmålet i slutet av prognosperioden, men menade att detta inte var ett argument för att nu göra penningpolitiken mindre expansiv. Man betonade att det är viktigt med förankrade inflationsförväntningar i linje med inflationsmålet och med tanke på att inflationen under ganska lång tid i genomsnitt understigit målet skulle en inflation tillfälligt över 2 procent kunna bidra till en bättre förankring.

Direktionen var överens om att det krävdes en fortsatt uthållighet i penningpolitiken för att få inflationen att varaktigt ligga på 2 procent och alla ledamöter stod bakom beslutet att behålla reporäntan och reporäntebanan oförändrade på noll procent till tredje kvartalet 2024.

Riskbilden för inflationen blev mer balanserad under hösten

Vaccinationsgraden hade fortsatt att stiga under sommaren och under början av hösten. I många länder och regioner lättade man ytterligare på olika restriktioner, även om utvecklingen skiljde sig åt i olika områden runt om i världen. Till exempel var utvecklingen i USA oroande, vilket innebar att tillväxtutsikterna för amerikansk ekonomi hade dämpats något. Inför den **penningpolitiska rapporten i september** bekräftade utfall och indikatorer att återhämtningen i svensk ekonomi var fortsatt stark. BNP och inflation hade blivit högre än väntat och prognoserna i närtid reviderades upp.

BNP-tillväxten beräknades ta ytterligare fart under tredje kvartalet, vilket stöddes av SCB:s månatliga BNP-indikator som tydde på att tillväxten hade varit hög de senaste månaderna. Senare under året väntades tillväxten gradvis dämpas i takt med att bortfallen i konsumtionen och investeringarna hämtades igen. Indikatorer tydde på en fortsatt stark efterfrågan på arbetskraft. Sysselsättningen bedömdes därför öka jämförelsevis snabbt också under andra halvåret 2021. I takt med att den ekonomiska återhämtningen fortskred väntades sysselsättningen stiga snabbare än arbetskraften och arbetslösheten falla tillbaka. Arbetslösheten bedömdes bli ungefär 7 procent i slutet av prognosperioden.

Inflationsprognosen i september reviderades upp förhållandevis mycket för det närmaste året jämfört med prognosen i juli, framför allt beroende på högre energipriser. Prognosen indikerade att inflationen skulle bli högre än 2 procent det närmaste året.

Den underliggande och mer trendmässiga utvecklingen av inflationen var dock svagare och det bedömdes dröja ytterligare ett par år innan inflationen mätt med KPIF mer varaktigt skulle ligga nära 2 procent. Sammantaget innebar detta att riskbilden för inflationen nu var mer balanserad.

Även om inflationsprognosen låg strax över 2 procent mot slutet av prognosperioden, bedömde Riksbanken att det fanns skäl att fortsätta med en expansiv penningpolitik. Höga energipriser och flaskhalsar i produktionen väntades ha en övergående effekt på inflationen och arbetslösheten var fortsatt hög. Riskerna med att minska stimulanserna för tidigt bedömdes fortfarande vara större än riskerna med att behålla dem för länge. Inflationen har under de senaste decennierna i genomsnitt legat under målet. Om den skulle överstiga målet en tid skulle detta kunna bidra till att pris- och löneförväntningarna tydligare förankras på ett sådant sätt att de är förenliga med en inflation nära målet.

Direktionen var enig på det **penningpolitiska mötet i september** om att inte ändra reporäntan och att behålla reporäntebanan på noll procent till tredje kvartalet 2024. Några ledamöter resonerade kring en räntebana som skulle kunna indikera en höjning i slutet av prognosperioden.

Direktionen beslutade att avsluta vissa av de krisåtgärder som Riksbanken vidtagit i början av pandemin. Det handlade om dels särskilda lånefaciliteter, dels kraven på de säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken. Närmare bestämt avslutades programmet för utlåning till banker för att stödja företagsutlåning samt möjligheten för svenska kreditinstitut som står under Finansinspektionens tillsyn att ansöka om att bli tillfälliga penningpolitiska motparter. Dessa åtgärder sattes in i ett akut skede av krisen för att främja tillgången på likviditet i det finansiella systemet, men sedan en tid hade efterfrågan på dem varit låg. Samtidigt upphävdes Riksbankens beslut från den 19 mars 2020 och den 10 mars 2021 om ändrade begränsningsregler för säkerställda obligationer som säkerhet för kredit hos Riksbanken. De begränsningsregler som gällt före pandemin blev därmed åter gällande.

Stigande konsumentpriser en utmaning för penningpolitiken

Under hösten ökade smittspridningen på många håll och vissa restriktioner återinfördes. De kraftiga fallen i BNP under pandemins inledning var dock i huvudsak återhämtade. Förutsättningarna för en fortsatt god konjunktur de närmaste åren bedömdes i den **penningpolitiska rapporten i november** vara goda – såväl i Sverige som i omvärlden. Den ekonomiska politiken fortsatte att vara expansiv och på många håll sparade hushållen mer än före pandemin, vilket gav utrymme att öka konsumtionen. I länder som är viktiga för Sveriges handel var företagens och hushållens förtroende högt överlag och den höga efterfrågan innebar att världshandeln antogs fortsätta växa. Revideringarna av konjunkturutsikterna var små, särskilt för svensk ekonomi. Den nya informationen sedan den förra penningpolitiska rapporten stödde bilden av att prisstrycket skulle tillta. Utbudsproblemen väntades bli lite större och något mer långvariga och därmed leda till lite högre prisökningstakt under 2022 och 2023.

Inflationsuppgången bedömdes precis som i den tidigare prognosen vara tillfällig och falla tillbaka under 2022. Det huvudsakliga skälet till detta var att energipriserna inte väntades öka lika snabbt framöver. En gradvis bättre balans mellan utbud och efterfrågan bedömdes också bidra till att inflationen skulle avta. Penningpolitiken påverkar ekonomin med viss eftersläpning och bör därför bortse från sådana tillfälliga förändringar i inflationen.

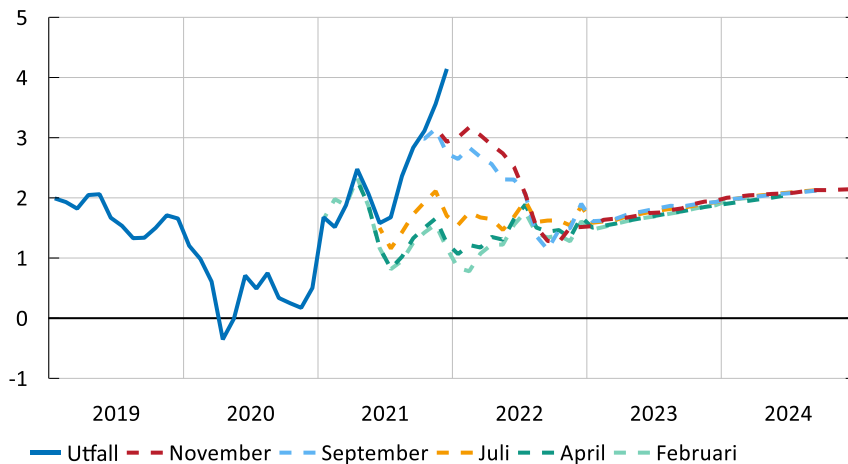
Vid det **penningpolitiska mötet i november** diskuterade direktionen inflationens drivkrafter och om den högre inflationstakten var tillfällig eller mer varaktig. Man konstaterade att inflationen mätt med KPIF enligt prognosen skulle falla tillbaka till en ganska låg nivå under 2022, när bidraget från energipriserna bedömdes minska och balansen mellan efterfrågan och utbud förbättrades. För att inflationen mer varaktigt skulle vara nära inflationsmålet behövdes en mer bestående uppgång i kostnadstrycket och de finansiella förhållandena behövde därför vara fortsatt expansiva.

Direktionen var enig om att reporäntan skulle vara oförändrad på noll procent och att man skulle köpa obligationer under första kvartalet 2022 för att kompensera för kommande förfall. Prognosen för reporäntan indikerade en höjning under den senare delen av 2024. Prognosen för innehavet av värdepapper visade att det skulle vara ungefär oförändrat under 2022 och därefter gradvis minska. Några direktionsledamöter framförde nyanser kring innehavet och ansåg att det skulle kunna bli aktuellt att trappa ner köpen ytterligare under 2022.

De följande diagrammen (diagram 14 till 19) visar prognoserna för inflation, BNP, växelkurs och arbetslöshet som var viktiga faktorer för de penningpolitiska besluten under 2021, samt prognoserna för reporäntan.

Diagram 14. KPIF, prognoser 2021

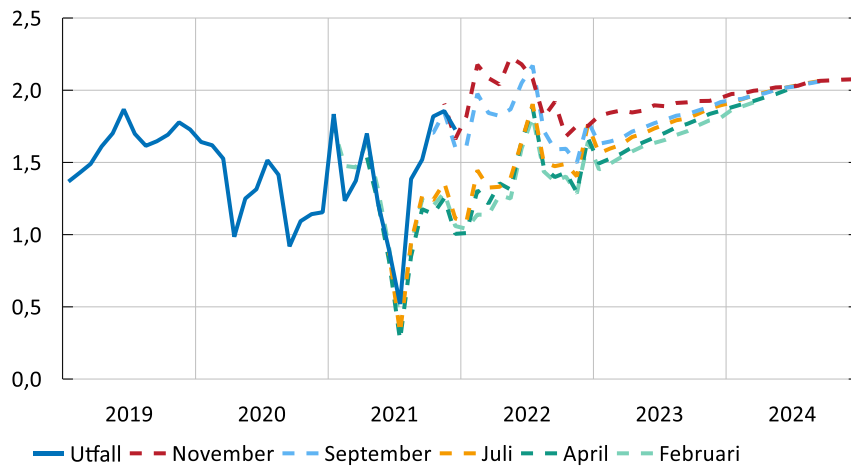
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 15. KPIF exklusive energi, prognoser 2021

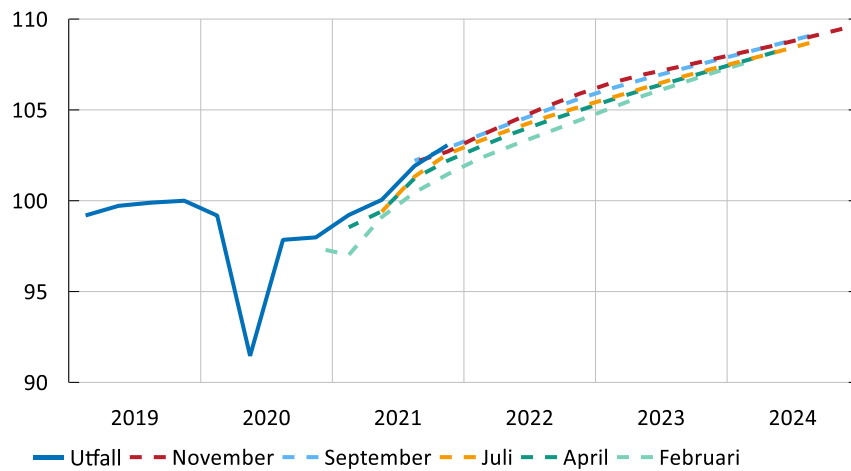
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 16. BNP, prognoser 2021

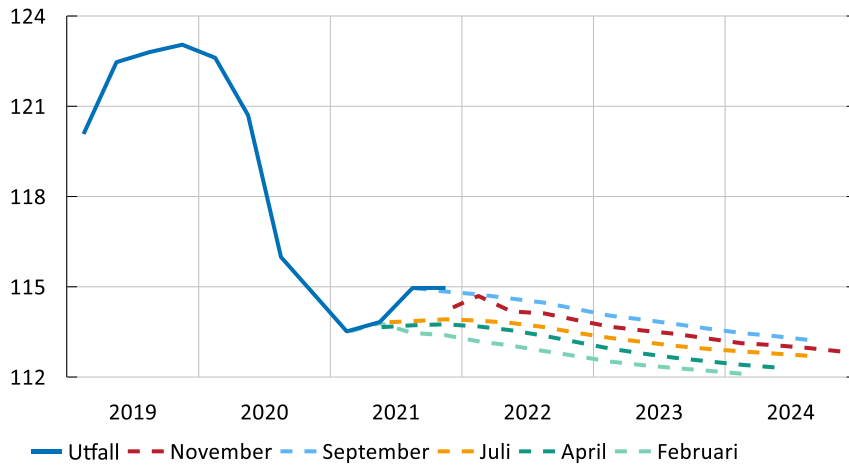
Index, 2019 kv4 =100, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 17. Nominell växelkurs, KIX, prognoser 2021

Index, 1992-11-18 = 100

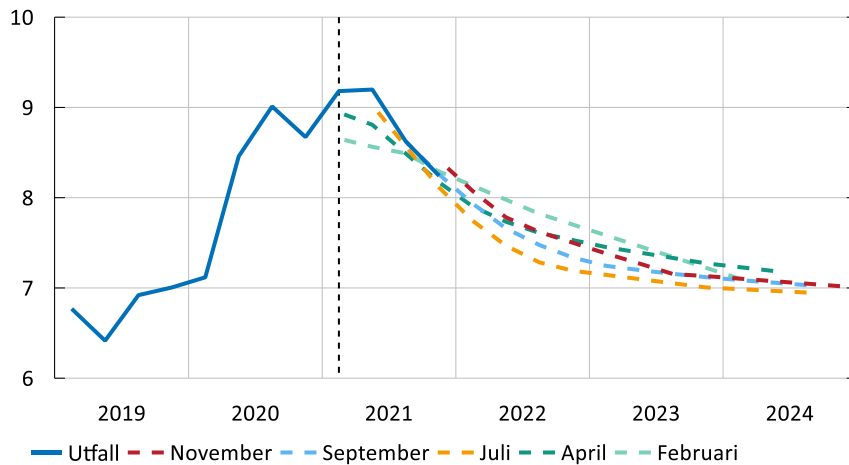


Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

Diagram 18. Arbetslöshet, prognoser 2021

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data

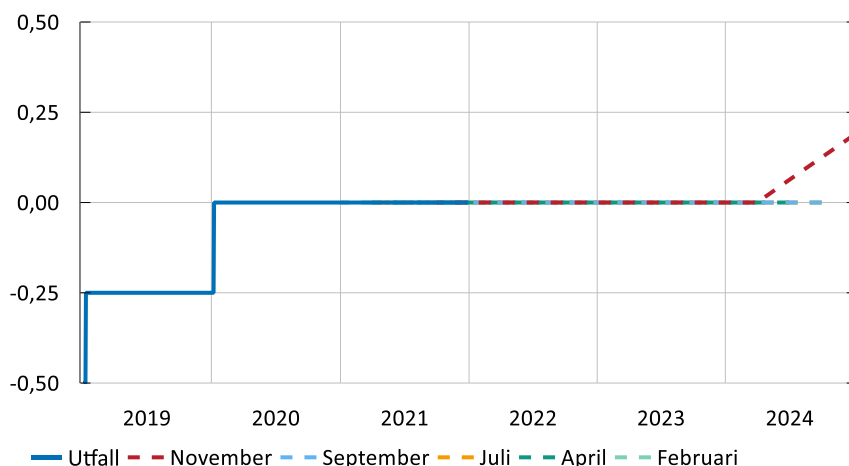


Anm. Streckad vertikal linje markerar tidsseriebrott i AKU i januari 2021. För information om tidsseriebrottet, se kapitel 1 i denna redogörelse och faktarutan i Penningpolitisk rapport april 2021 samt fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i Penningpolitisk rapport februari 2021.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 19. Reporänta, prognoser 2021

Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. Räntebanorna utöver den för november sammanfaller med banan i februari under den redovisade perioden.

Källa: Riksbanken.

2.2 Penningpolitiska beslut 2021

9 februari. Riksbankens direktions beslutade att hålla reporäntan oförändrad på noll procent. Dessutom beslutades att Riksbanken inom ramen för programmet för köp av värdepapper i penningpolitiskt syfte till ett sammanlagt nominellt belopp om upp till 700 miljarder kronor – utöver att erbjuda sig att från penningpolitiska motparter köpa obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag i enlighet med besluten den 30 juni och den 25 november 2020 – mellan den 1 april och den 30 juni 2021:

(a) köpa svenska nominella och reala statsobligationer samt svenska statens gröna obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 12 miljarder kronor,

(b) köpa svenska statsskuldväxlar till ett sådant sammanlagt nominellt belopp att Riksbankens innehav av statsskuldväxlar förvärvat inom ramen för köpprogrammet den 30 juni 2021 uppgår till 20 miljarder kronor,

(c) köpa obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 15 miljarder kronor som även får omfatta köp av gröna kommunobligationer,

(d) köpa säkerställda obligationer utgivna av svenska institut till ett nominellt belopp om 60 miljarder kronor,

(e) erbjuda sig att från penningpolitiska motparter köpa företagscertifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett sådant nominellt belopp att Riksbankens innehav av företagscertifikat förvärvat inom ramen för köpprogrammet vid varje köptillfälle inte överstiger 32 miljarder kronor.

26 april. Riksbankens direktion beslutade att hålla reporäntan oförändrad på noll procent. Riksbanken fortsatte också att köpa värdepapper inom ramen om 700 miljarder kronor och att erbjuda likviditet inom alla de program som lanserades under 2020.

Riksbanken skulle inom ramen för programmet för köp av värdepapper i penningpolitiskt syfte till ett sammanlagt nominellt belopp om upp till 700 miljarder kronor, mellan den 1 juli och den 30 september 2021:

(a) köpa svenska nominella och reala statsobligationer samt svenska statens gröna obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 10 miljarder kronor,

(b) köpa svenska statsskuldväxlar till ett sådant sammanlagt nominellt belopp att Riksbankens innehav av statsskuldväxlar uppgår till 20 miljarder kronor,

(c) köpa obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 13 miljarder kronor som även får omfatta köp av gröna kommunobligationer,

(d) köpa säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor av svenska kreditinstitut till ett nominellt belopp om 50 miljarder kronor,

(e) erbjuda sig att från penningpolitiska motparter köpa obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett nominellt belopp om 2 miljarder kronor,

(f) erbjuda sig att från penningpolitiska motparter köpa certifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett sådant nominellt belopp att Riksbankens innehav av företagscertifikat förvärvat inom ramen för köpprogrammet vid varje köptillfälle inte överstiger 32 miljarder kronor.

Riksbanken skulle, från och med den 3 maj 2021, erbjuda sina penningpolitiska motparter krediter på tre respektive sex månader med full tilldelning inom ramen för månadsvisa marknadsoperationer mot en rörlig ränta som motsvarar vid var tid gällande reporänta.

30 juni. Riksbankens direktion beslutade att hålla reporäntan oförändrad på noll procent. Direktionen beslutade också att Riksbanken under det fjärde kvartalet skulle köpa obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 68,5 miljarder kronor. Detta innebar att ramen för värdepappersköpen på 700 miljarder kronor skulle komma att utnyttjas fullt ut fram till slutet av 2021.

Riksbanken skulle inom ramen för programmet för köp av värdepapper i penningpolitiskt syfte till ett sammanlagt nominellt belopp om upp till 700 miljarder kronor, mellan den 1 oktober och den 31 december 2021:

(a) köpa svenska nominella och reala statsobligationer samt svenska statens gröna obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 10 miljarder kronor,

(b) köpa svenska statsskuldväxlar till ett sådant sammanlagt nominellt belopp att Riksbankens innehav av statsskuldväxlar uppgår till 20 miljarder kronor,

(c) köpa obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 12,5 miljarder kronor som även får omfatta köp av gröna kommunobligationer,

(d) köpa säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor av svenska kreditinstitut till ett nominellt belopp om 45 miljarder kronor,

(e) köpa obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett nominellt belopp om 1 miljard kronor,

(f) erbjuda sig att från penningpolitiska motparter köpa certifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett sådant nominellt belopp att Riksbankens innehav av företagscertifikat förvärvat inom ramen för köpprogrammet vid varje köptillfälle inte överstiger 32 miljarder kronor.

20 september. Riksbankens direktion beslutade att hålla reporäntan oförändrad på noll procent. Köpen av värdepapper fortsatte under återstoden av 2021 enligt tidigare beslut.

Direktionen beslutade också att avsluta vissa lånefaciliteter som lanserades under pandemin och att vid årsskiftet återställa kraven på de säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken, det vill säga avsluta programmet för utlåning till banker för att stödja företagsutlåning (UBF) från och med den 21 september 2021, avsluta möjligheten för svenska kreditinstitut som står under Finansinspektionens tillsyn att ansöka om att bli tillfälliga penningpolitiska motparter från och med den 21 september 2021, upphäva Riksbankens beslut från den 19 mars 2020 och den 10 mars 2021 om ändrade begränsningsregler för säkerställda obligationer som säkerhet för kredit hos Riksbanken från och med den 3 januari 2022, vilket innebär att:

(a) säkerhetsvärdet (marknadsvärdet med värderingsavdrag) för säkerställda obligationer som lämnas som säkerhet för kredit hos Riksbanken får uppgå till högst 60 procent av det totala säkerhetsvärdet för de säkerheter som en motpart ställer till Riksbanken,

(b) säkerhetsvärdet för säkerställda obligationer utgivna av en enskild emittent, eller grupp av enskilda emittenter får uppgå till 50 procent av det totala säkerhetsvärdet för säkerställda obligationer som har lämnats som säkerhet,

(c) Riksbanken inte accepterar säkerställda obligationer som emitterats av motparten, eller av motparten närstående, som säkerhet för kredit i Riksbanken. Riksbanken skulle sluta att erbjuda krediter på tre respektive sex månader från och med den 21 september 2021.

24 november. Riksbankens direktion beslutade att hålla reporäntan oförändrad på noll procent och att under första kvartalet 2022 köpa obligationer för att kompensera för kommande förfall i Riksbankens värdepappersinnehav.

Riksbanken skulle mellan den 1 januari och den 31 mars 2022:

(a) köpa svenska nominella och reala statsobligationer samt svenska statens gröna obligationer till ett sammanlagt nominellt belopp om 12 miljarder kronor,

(b) köpa svenska statsskuldväxlar till ett sådant sammanlagt nominellt belopp att Riksbankens innehav av statsskuldväxlar upprätthålls på en nivå kring 20 miljarder kronor,

(c) köpa obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor som även får omfatta köp av gröna kommunobligationer,

(d) köpa säkerställda obligationer utgivna i svenska kronor av svenska kreditinstitut till ett nominellt belopp om 12 miljarder kronor,

(e) köpa obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett nominellt belopp om 1 miljard kronor som även får omfatta köp av gröna obligationer.

3 Riksbankens prognoser och penningpolitik de senaste åren

Trots den stora osäkerhet som rådde då coronapandemin bröt ut visade sig de prognoser som Riksbanken gjorde under 2020 för BNP i omvärlden och Sverige stämma förhållandevis väl med den framtida utvecklingen. Bakom det döljer sig att pandemin och de åtföljande restriktionerna blev överraskande långvariga, men det kompensades av att restriktionernas effekter på ekonomin blev mindre än väntat. Den mest markanta avvikelserna jämfört med Riksbankens prognoser var att inflationen blev klart högre än väntat mot slutet av 2021. En viktig förklaring till det var de snabbt stigande energipriserna, och den underliggande inflationen hamnade betydligt närmare Riksbankens prognoser. Ett kriterium för att bedöma om penningpolitiken har varit väl avvägd är om den baseras på prognoser som ter sig rimliga i efterhand. Sammantaget fångade de prognoser som låg till grund för de penningpolitiska besluten under 2020 den framtida ekonomiska utvecklingen förhållandevis väl. På så vis bidrog penningpolitiken till att stabilisera inflationen och realekonomin i Sverige.

3.1 Coronakrisen – kraftig ekonomisk nedgång på kort tid

Penningpolitiken påverkar inflationen och den övriga ekonomin med viss fördröjning och baseras därför på prognoser. Normalt anpassar Riksbanken penningpolitiken så att prognosen för KPIF-inflationen hamnar nära målet på ett par års sikt. Pandemin fick så stora effekter på den ekonomiska utvecklingen att penningpolitiken som bedrevs under 2019 inte bedöms ha några betydelsefulla effekter på måluppfyllelsen under 2021. Därför fokuserar det här kapitlet på penningpolitiken under 2020 och de prognoser den baserades på. Även de prognoser som gjordes i februari 2020 inkluderas som en illustration av de stora ekonomiska effekterna av pandemin.

Även om penningpolitiken normalt påverkar ekonomin med fördröjning bör man vara medveten om att vissa effekter av penningpolitiken kan uppstå relativt snabbt. Det gäller till exempel när förändringar av växelkursen påverkar priserna på importerade varor. Den penningpolitik som bedrevs under 2021, och som beskrivs mer utförligt i kapitel 2, kan därför i viss utsträckning också ha påverkat inflationen redan under samma år. Med detta sagt fokuserar återstoden av detta kapitel på Riksbankens prognoser och penningpolitik under föregående år, alltså 2020.

De flesta diagrammen i det här kapitlet visar den faktiska utvecklingen tillsammans med Riksbankens prognoser under 2020 för ett antal centrala variabler. Syftet med diagrammen är att på ett övergripande sätt illustrera Riksbankens syn på framtiden och jämföra den med utfallen. I förra årets redogörelse beskrevs prognoserna och motiven för de penningpolitiska besluten under 2020 mer i detalj.

Februari 2020 – lugnet före stormen

De prognoser som gjordes i februari 2020 har Riksbanken använt som referenspunkt vid många tillfällen för att beskriva pandemins effekter på ekonomin. Vid det tillfället fanns visserligen kännedom om det nya coronaviruset. Men spridningen var i hög grad koncentrerad till Kina, och den ekonomiska effekten var mycket begränsad. Den prognostiserade ekonomiska utvecklingen under de kommande åren framstod som tämligen odramatisk: Bedömningen var att Sveriges ekonomi efter några år av hög tillväxt och stark konjunktur skulle närma sig ett normalt resursutnyttjande, samtidigt som inflationen skulle vara något lägre än målet på kort sikt och nära målet i slutet av prognosperioden (se diagram 25, 27 och 28). Reporäntan förväntades ligga kvar kring noll procent under de kommande åren (se diagram 30).

Krisen bryter ut

Coronapandemin har fått mycket allvarliga konsekvenser för människors hälsa och välbefinnande. Runtom i världen har miljontals människor avlidit. Men pandemin har även fått mycket stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. De dramatiska svängningarna i världsekonomin som följde på pandemins utbrott framgår tydligt av diagram 20 och diagram 25. Produktionen i omvärlden uppvisade ett mycket kraftigt fall på kort på kort tid, vilket också dämpade inflationen påtagligt. I Sverige föll BNP mycket kraftigt, samtidigt som arbetslösheten steg snabbt och inflationen föll. Som ett resultat av pandemin sjösatte Riksbanken en mängd olika penningpolitiska åtgärder, som beskrevs i förra årets redogörelse och som även beskrivs mer ingående i fördjupningen ”Coronakrisen och Riksbankens köp av värdepapper” i denna redogörelse.

Ganska snart efter pandemins akuta fas fanns tecken på att ekonomin i omvärlden och Sverige skulle återhämta sig, samtidigt som fallet i inflationen bromsade upp. I de följande avsnitten beskrivs de prognoser som Riksbanken gjorde under 2020 och hur de förhöll sig till utvecklingen därefter.

3.2 BNP-utvecklingen i omvärlden fångades relativt väl av Riksbankens prognoser

Sverige är en liten öppen ekonomi, vilket betyder att utvecklingen i omvärlden har stor betydelse för den inhemska utvecklingen. För att beskriva omvärldsberoendet väger Riksbanken samman olika länder efter deras betydelse för Sveriges utrikeshandel så som den beräknas i det så kallade kronindexet (KIX). Klart störst betydelse för Sverige har utvecklingen i euroområdet, som har knappt 50 procents vikt i indexet.

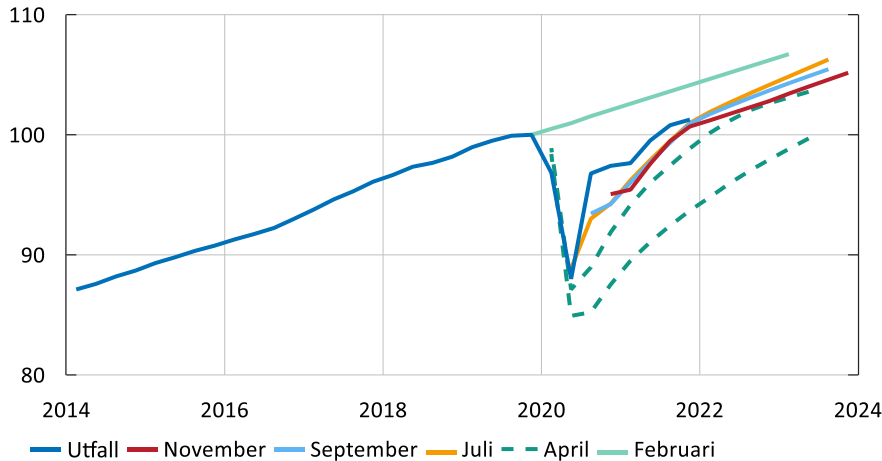
Riksbanken såg under loppet av 2020 att det fanns förutsättningar för en relativt snabb återhämtning av BNP i omvärlden, så att krisförloppet skulle kunna uppvisa en typisk ”V-form” (se diagram 20). För det första hade krisen till skillnad från exempelvis den globala finanskrisen 2008 inte sin orsak i strukturella svagheter i ekonomin.⁹ För

⁹ För en jämförelse mellan finanskrisen 2008 och coronakrisen, se fördjupningen ”Riksbankens åtgärder under coronapandemin” i *Finansiell stabilitet*, 2020:1, Sveriges riksbank.

det andra brukar pandemier vara relativt kortvariga, utifrån historiska erfarenheter. Men det var mycket osäkert när och hur snabbt vändningen kunde ske.

Diagram 20. BNP i omvärlden, utfall och prognoser

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Anm. KIX-viktad BNP. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. I april 2020 publicerades ingen prognos. Istället publicerades två alternativa scenarier.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

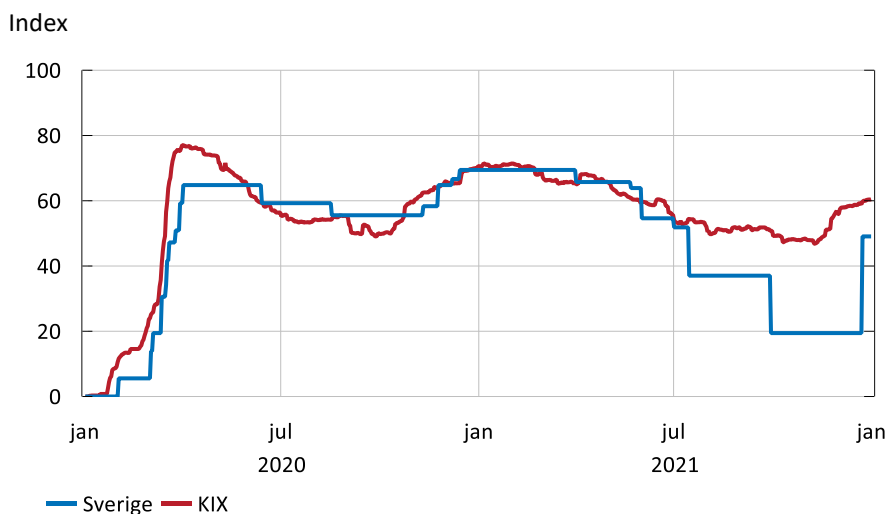
Sambandet mellan pandemin och den ekonomiska aktiviteten visade sig bli svagare än väntat

Riksbankens bedömningar baserades på ett tydligt samband mellan restriktionerna i samhället och den ekonomiska aktiviteten. När smittspridningen minskade skulle begränsningsåtgärder kunna lättas och en ekonomisk återhämtning kunna inledas. BNP-tillväxten i omvärlden visade sig överensstämma förhållandevis väl med Riksbankens bedömning, trots flera vågor av förnyad smittspridning med påföljande restriktioner i många länder (se diagram 21).¹⁰

Hur ska man förstå att återhämtningen i omvärldens BNP fångades så pass väl av Riksbankens prognoser, givet den stora osäkerhet som rådde? En förklaring var de omfattande åtgärder som sattes in av regeringar, centralbanker och andra myndigheter världen över, och som gav ett värdefullt stöd till återhämtningen. Men det visade sig också att restriktionernas negativa effekter på ekonomin blev mindre efter hand, i takt med att aktörerna lärde sig hantera begränsningar i samhällslivet. En illustration av det ges i diagram 22, som visar sambandet mellan BNP och rörligheten i samhället för ett antal länder under den första och andra coronavågen 2020. Sambandet var inte alls lika starkt under den andra vågen, vilket är en indikation på att restriktionerna inte dämpade den ekonomiska aktiviteten lika mycket.

¹⁰ I kapitel 3 i *Redogörelse för penningpolitiken 2020*, Sveriges riksbank, beskrivs alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen som gjordes under 2020. Det framgick att trots att smittspridningen utvecklades i linje med Riksbankens mest pessimistiska scenarier blev BNP-utvecklingen i linje med de mest optimistiska scenarierna.

Diagram 21. Mått på grad av statliga restriktioner för att dämpa spridningen av covid-19

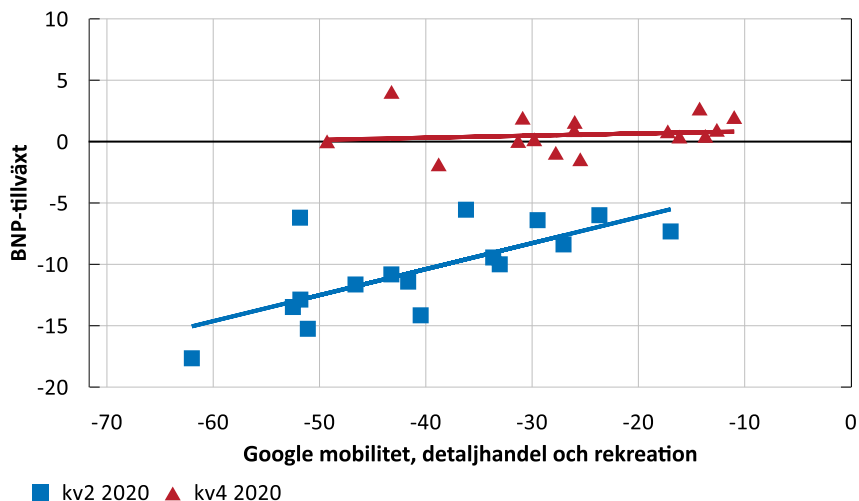


Anm. Indexet mäter omfattningen av åtgärder för att motverka spridningen av covid-19. Indexet består av nio komponenter som beskriver olika typer av restriktioner, stängning av skolor, reseförbud, etc. För varje komponent finns vanligtvis en tregradig skala motsvarande "ingen åtgärd", "någon slags uppmaning" och "ett förbud". Indexet motsvarar genomsnittet av samtliga komponenter. KIX-viktad avser här en sammanvägning av 31 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden för 2021.

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

Diagram 22. Samband mellan rörlighet i samhället och BNP

Procentuell förändring jämfört med föregående kvartal



Anm. Diagrammet visar sambandet mellan kvartalsförändringen i Google data vad gäller detaljhandel och rekreation ("retail and recreation") och BNP för ett stort antal länder under andra och fjärde kvartalet 2020.

Källor: Google mobility, nationella källor och SCB.

Sammantaget måste prognoserna för omvärldens BNP betraktas som relativt träffsäkra, mot bakgrund av den stora osäkerhet som rådde då de gjordes (se diagram 20).

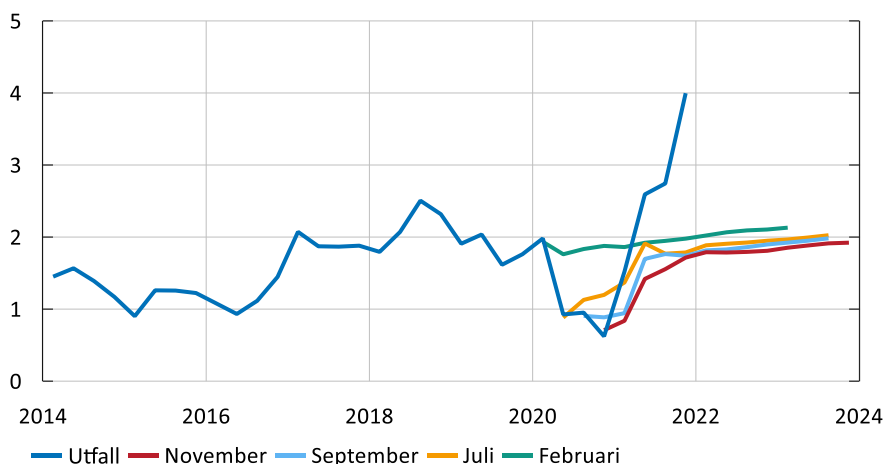
Bilden av att det snabba BNP-fallet skulle följas av en kraftig återhämtning visade sig stämma i stora drag.

3.3 Inflationen i omvärlden steg oväntat snabbt under 2021 – starkt påverkad av energipriser

Riksbanken förväntade sig under 2020 att inflationen i omvärlden skulle tillta efter den inledande nedgången, i takt med den ekonomiska återhämtningen. I samband med det förväntades också energipriserna börja stiga igen, efter det stora fallet i inledningen av pandemin. Även om utvecklingen under en period fångades väl av Riksbankens prognoser som gjordes 2020, blev inflationen i omvärlden klart högre än väntat mot slutet av 2021 (se diagram 23). En mycket kraftig uppgång i energipriserna bidrog till att inflationen under andra halvan av 2021 nådde den högsta nivån på flera decennier i många länder. I länder som USA och Storbritannien steg även den underliggande inflationen kraftigt, vilket indikerade en bred spridning av prisökningarna.¹¹

Diagram 23. Inflation i omvärlden, utfall och prognoser

KIX-vägd, årlig procentuell förändring



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

Kronan stärktes efter hand när den finansiella oron lade sig – i linje med Riksbankens bedömning

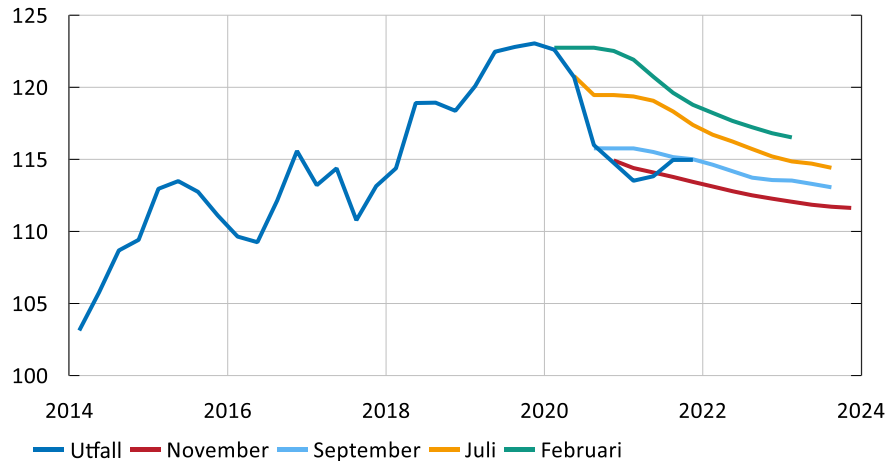
En länk mellan inflationen i omvärlden och Sverige är utvecklingen av kronans växelkurs. I och med att kronan är en liten valuta på världsmarknaden brukar den försvagas i samband med ekonomiska kriser. Försvagningen i samband med coronakrisens utbrott blev dock kortvarig och begränsad i ett historiskt perspektiv. När den inledande finansiella oron under mars–april 2020 hade lagt sig förstärktes kronan igen, och Riksbankens prognoser indikerade att förstärkningen skulle fortsätta (se diagram 24).

¹¹ I kapitel 1 ges en mer ingående beskrivning av inflationsutvecklingen under 2021.

Prognoserna som Riksbanken tar fram innebär överlag en gradvis anpassning till en långsiktig nivå under prognosperioden.¹² Även om förstärkningen under 2020 blev något kraftigare än väntat visade sig den övergripande bedömningen att kronan skulle stärkas efter krisens mest intensiva fas stämma förhållande vis väl med den framtida utvecklingen.

Diagram 24. Nominell växelkurs, KIX, utfall och prognoser

Index, 1992-11-18=100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av kronans växelkurs mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källa: Riksbanken.

3.4 Återhämtningen i svensk ekonomi i linje med Riksbankens prognoser

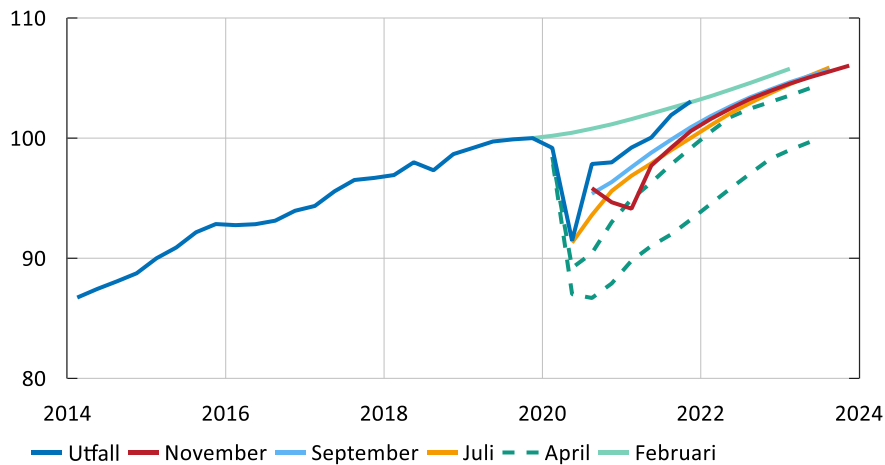
Eftersom coronakrisen i mångt och mycket påverkade världens ekonomier samtidigt och på liknande sätt fanns det goda skäl att förvänta sig en återhämtning av den svenska produktionen enligt ungefär samma förlopp som i omvärlden (se diagram 20). Under förutsättning att pandemins grepp lättade successivt fanns det därmed anledning att även i Sverige förvänta sig en "V-form" i BNP-utvecklingen (se diagram 25). Men det fanns ett par faktorer som tydde på att nedgången inte skulle bli lika djup i den svenska ekonomin. För det första var restriktionerna i Sverige under den första coronavågen inte lika omfattande som i många andra länder. För det andra står besöksnäringen för en relativt liten del av den svenska ekonomin jämfört med länder i exempelvis Sydeuropa.¹³

¹² Se fördjupningen "Riksbankens växelkursprognoser" i *Redogörelse för penningpolitiken 2019*, Sveriges riksbank, för en ingående beskrivning av Riksbankens tankar kring växelkursprognoser.

¹³ Se Y. Akkaya, C.-J. Belfrage, V. Corbo och P. Di Casola, "BNP-utvecklingen i Sverige relativt omvärlden i spåren av Covid-19", *Ekonomisk kommentar* nr 5, 2020, Sveriges riksbank.

Diagram 25. BNP, utfall och prognoser

Index, 2019 kv4=100, säsongrensade data



Anm. I april 2020 publicerades ingen prognos. Istället publicerades två alternativa scenarier.

Källor: SCB och Riksbanken.

Precis som i omvärlden blev sambandet mellan restriktioner och ekonomisk aktivitet svagare än väntat

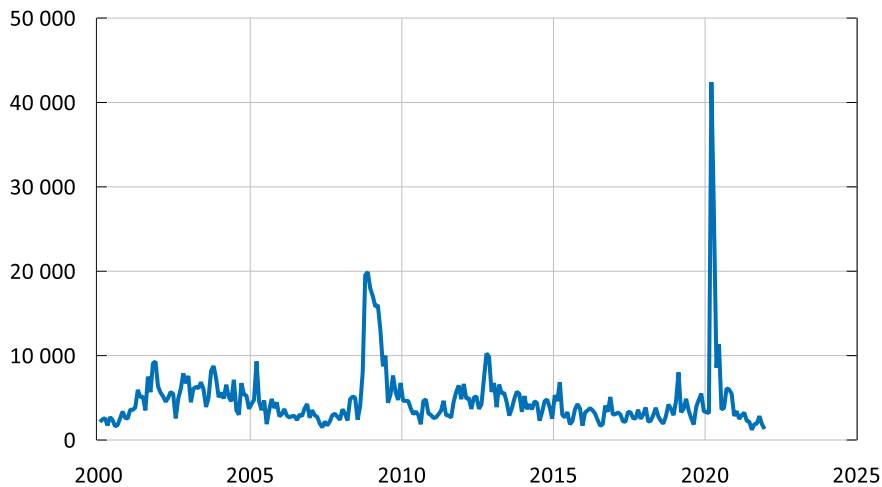
Liksom i omvärlden sattes pandemins förlopp i tydligt samband med den fortsatta ekonomiska utvecklingen. Men den svenska ekonomin fortsatte att växa, trots flera nya vågor av smittspridning och åtföljande restriktioner (se diagram 21 och diagram 25). Förklaringarna var, precis som i omvärlden, att stödet från den ekonomiska politiken bidrog starkt till återhämtningen, samtidigt som ekonomins aktörer blev allt bättre på att hantera begränsningarna som restriktionerna innebar. På så sätt blev de negativa effekterna på ekonomin mindre.

Ljusningen på svensk arbetsmarknad fångades i Riksbankens bedömningar

Utvecklingen på arbetsmarknaden släpar som regel efter BNP, men under första halvan av 2020 syntes försämringarna på den svenska arbetsmarknaden extremt snabbt, precis som i omvärlden. Varseltalen steg till historiskt höga nivåer, långt över dem som rådde vid den globala finanskrisen 2008, vilket fick Riksbanken att befara en kraftig uppgång i arbetslösheten (se diagram 26).

Diagram 26. Varsel om uppsägning

Antal per månad



Källa: Arbetsförmedlingen.

Tack vare omfattande ekonomisk-politiska åtgärder, bland annat i form av regeringens stöd till korttidsarbete, kunde fallet i efterfrågan på arbetskraft i hög grad hanteras genom permitteringar. Ökningen av varseltalen blev därför mycket kortvarig. Därmed blev uppgången i arbetslösheten inte så stor som befarat, även om den ändå steg snabbt i en historisk jämförelse (se diagram 27). Riksbanken förutsåg dock att arbetsmarknaden i Sverige skulle stärkas i takt med att utvecklingen av produktionen vände. Därför indikerade prognoserna som gjordes under 2020 att arbetslösheten skulle sjunka tillbaka efter en tid (se diagram 27). Utvecklingen som följde under 2021 blev till och med starkare än i Riksbankens bedömningar.

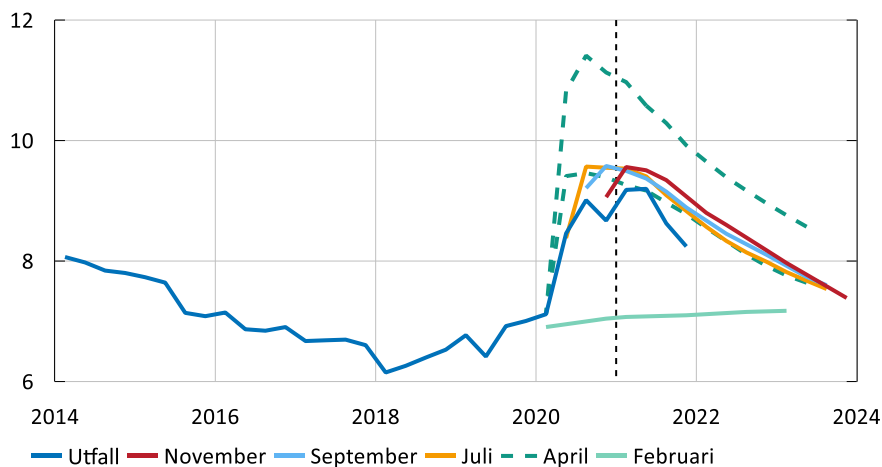
Utvärderingen försvåras av mätproblem

En utvärdering av Riksbankens bedömningar av den framtida arbetslösheten försvåras väsentligt av att SCB under perioden gjorde förändringar i sina arbetskraftsundersökningar (AKU), vilket påverkar den officiella arbetsmarknadsstatistiken. Arbetsförmedlingens statistik över arbetslösheten har därför kommit att utgöra ett ännu viktigare komplement till AKU-statistiken i Riksbankens analyser av den svenska arbetsmarknaden.¹⁴

¹⁴ Se kapitel 1 i denna redogörelse och faktabutten i *Penningpolitisk rapport*, april 2021, samt fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 27. Arbetslöshet, utfall och prognoser

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Anm. I april 2020 publicerades ingen prognos. Istället publicerades två alternativa scenarier. Streckad vertikal linje markerar tidsseriebrottet i AKU i januari 2021. För information om tidsseriebrottet, se kapitel 1 i denna redogörelse och faktarutan i Penningpolitisk rapport april 2021 samt fördjupningen "AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning" i Penningpolitisk rapport februari 2021.

Källor: SCB och Riksbanken.

3.5 Inflationen i Sverige steg snabbare än väntat under 2021

Det fanns anledning att tro att många av de faktorer som höll tillbaka den svenska inflationen under 2020 skulle avta i styrka, i takt med den allmänna ekonomiska återhämtningen. Därför bedömde Riksbanken att inflationen skulle stiga successivt. Drivkrafterna bakom den svenska inflationsutvecklingen var i stort sett desamma som i omvärlden. Men det fanns många osäkra faktorer i bedömningen, bland annat de stora svängningarna i hushållens konsumtionsmönster som gjorde det svårt att mäta inflationen på ett korrekt sätt.¹⁵ Trots det fångades återhämtningen i inflationstakten länge förhållandevis väl av de prognoser som Riksbanken gjorde under 2020 (se diagram 28). Men en oväntat stor uppgång i inflationen ägde rum under andra halvåret 2021. Som beskrevs tidigare kunde det även observeras i flera andra länder under den här perioden, men vad som drev utvecklingen skilde sig delvis åt mellan de olika länderna. För svensk del var det framför allt högre energipriser som påverkade inflationen.

Den höga KPIF-inflationen mot slutet av 2021 berodde främst på energipriserna

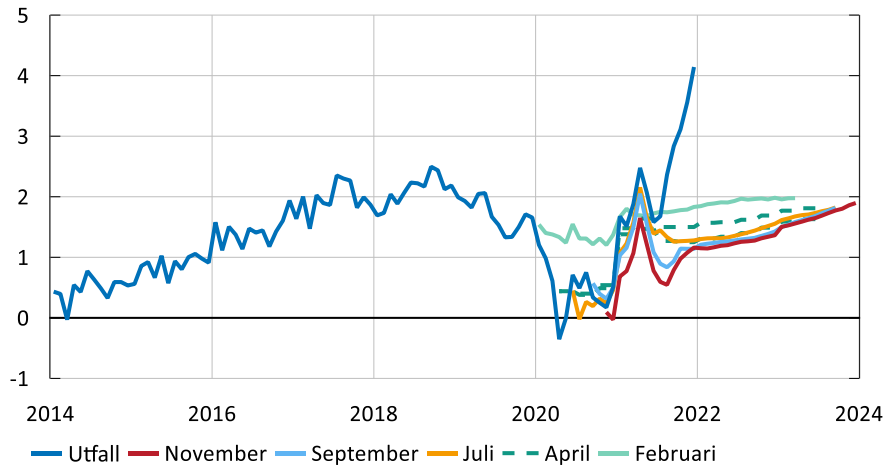
De kraftigt stigande energipriserna fick inflationen i Sverige att stiga snabbt, från under 2 procent i juli till över 4 procent i december. Denna utveckling överraskade både Riksbanken och andra bedömare, och inflationen blev klart högre än förväntat (se

¹⁵ Se fördjupningen "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen", fördjupning i Penningpolitisk rapport, februari 2021, Sveriges riksbank.

diagram 28). Att energipriserna drev en stor del av utvecklingen syns tydligt om man jämför inflationsprognoserna gjorda under 2020 och den faktiska utvecklingen enligt måttet KPIF exklusive energi (se diagram 29). Även om inflationen mätt på detta sätt också blev oväntat hög i slutet av 2021, hamnade den betydligt närmare Riksbankens prognoser gjorda under 2020.

Diagram 28. KPIF, utfall och prognoser

Årlig procentuell förändring

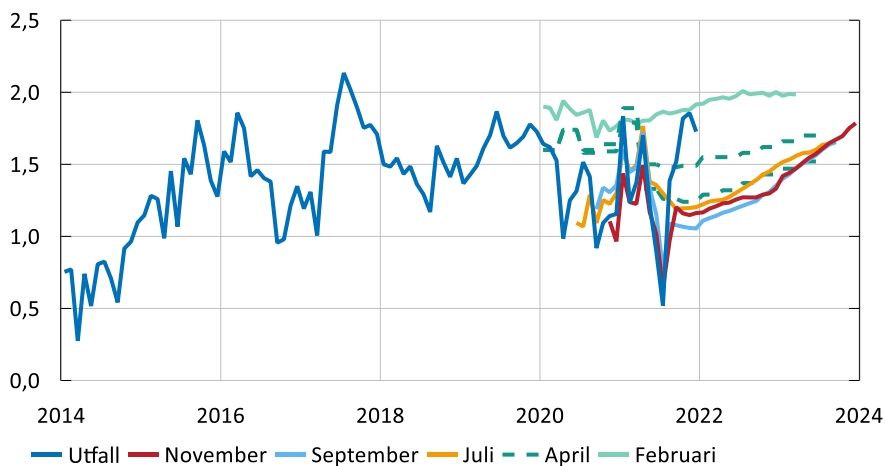


Anm. I april 2020 publicerades ingen prognos. Istället publicerades två alternativa scenarier.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 29. KPIF exklusive energi, utfall och prognoser

Årlig procentuell förändring



Anm. I april 2020 publicerades ingen prognos. Istället publicerades två alternativa scenarier.

Källor: SCB och Riksbanken.

3.6 Penningpolitiken 2020 bidrog till att stabilisera inflationen och realekonomin

Hur den ekonomiska utvecklingen skulle se ut när coronakrisen väl brutit ut var mycket osäkert. Sammantaget kan man ändå säga att de bedömningar om den framtida ekonomiska utvecklingen som Riksbanken gjorde 2020 – en ”V-formad” BNP-utveckling i omvärlden och Sverige, en successiv förstärkning av kronans växelkurs och en tilltagande svensk inflationstakt – i efterhand framstår som rimliga i stora drag.

Sambandet mellan pandemins utveckling och den ekonomiska aktiviteten blev svagare än vad Riksbanken hade förväntat sig. Det förklarar att avvikelserna mellan prognoserna och utfallen för BNP i omvärlden och Sverige blev förhållandevis små, trots att smittspridningen och åtföljande restriktioner utvecklades mer ofördelaktigt än väntat.

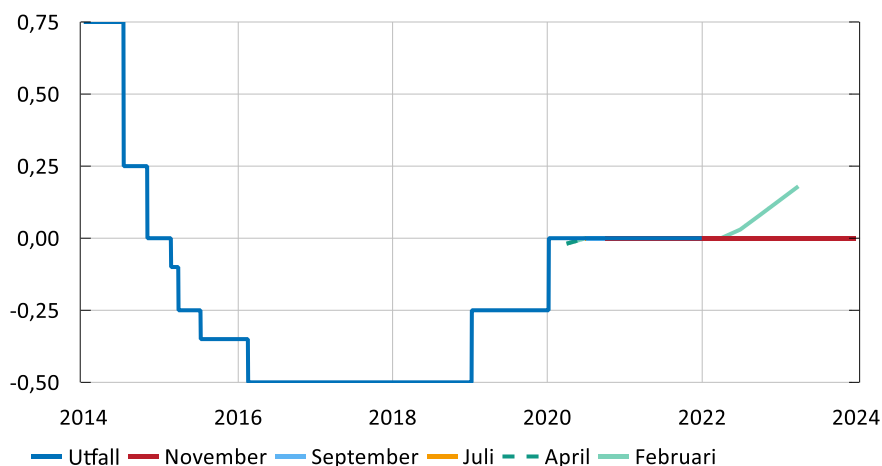
En tydlig avvikelse mellan Riksbankens prognoser och de framtida utfallen rör den kraftiga uppgång i inflationen som visade sig i stora delar av världen, liksom i Sverige, under andra halvåret 2021. Men framför allt i Sverige drevs uppgången till stor del av energipriserna, vilket avspeglas i att den underliggande inflationen, mätt som KPIF exklusive energi, hamnade betydligt närmare Riksbankens prognoser gjorda 2020.

Det kan framstå som överraskande att den reporänteprognos som gjordes strax innan pandemin bröt ut – i februari 2020 – visade sig stämma exakt med det framtida utfallet på reporäntan, med tanke på den dramatiska ekonomiska utveckling som följde (se diagram 30). Men bakom denna observation döljer sig tre viktiga faktorer. För det första introducerade Riksbanken många andra penningpolitiska åtgärder i inledningen av pandemin, som bidrog till att göra penningpolitiken mer expansiv.¹⁶ För det andra gjorde krisens karaktär – där många restriktioner förhindrade delar av hushållens konsumtion – att en sänkning av reporäntan inte bedömdes få samma positiva effekt på efterfrågan som annars. För det tredje var reporäntan redan på noll och kunde inte sänkas särskilt mycket, även om det hade ansetts lämpligt.

¹⁶ Se fördjupningen ”Coronakrisen och Riksbankens köp av värdepapper”.

Diagram 30. Reporänta, utfall och prognoser

Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. I april 2020 publicerades ingen prognos. Istället publicerades ett scenario för reporäntan ett år framåt.

Källa: Riksbanken.

Riksbankens penningpolitiska respons på krisen tog form i snar anslutning till dess utbrott, på extrainsatta penningpolitiska möten och i en turbulent ekonomisk miljö där det inte var möjligt att göra sedvanliga prognoser för svensk ekonomi.¹⁷ Åtgärderna hade karaktären av akut krishantering och syftade ytterst till att säkerställa kreditgivningen i ekonomin, bibehålla det låga ränteläget till hushåll och företag och begränsa risken för en finansiell kris, som skulle ha förvärrat läget ytterligare i den reala ekonomin. Relativt snart återgick penningpolitiken till att följa normala beslutsprocesser och baseras på ekonomiska prognoser.

Ett kriterium för att avgöra om penningpolitiken har varit väl avvägd är om de prognoser som den baserats på visat sig stämma överens med utfallen. En samlad bedömning är att den makroekonomiska utvecklingen under 2021 i stora drag visade sig följa de prognoser som Riksbanken gjorde under 2020, även om sambandet mellan pandemin, restriktionerna och den ekonomiska aktiviteten inte följde ett förväntat mönster. Att inflationen steg kraftigt mot slutet av 2021 berodde huvudsakligen på att energipriserna steg, vilket var en utveckling som var mycket svår att förutse under 2020.¹⁸ Den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi hamnade i slutet av 2021 betydligt närmare prognoserna.

Penningpolitiken under 2020 baserades alltså på prognoser som i stora drag visat sig rimliga i efterhand. En sammantagen bedömning är därför att penningpolitiken fick avsedd effekt och bidrog till att stabilisera inflationen och realekonomin i Sverige.

¹⁷ Mellan den 12 mars och 21 april 2020 höll Riksbanken fem extrainsatta penningpolitiska möten.

¹⁸ För en diskussion av orsakerna till energiprisernas uppgång under 2021, se kapitel 1 och "En högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, november 2021, Sveriges riksbank.

4 Viktiga penningpolitiska frågor

Riksbankens främsta penningpolitiska uppgift är att säkra förtroendet för inflationsmålet. Ett skäl till att detta är så viktigt är att det är en förutsättning för att penningpolitiken även i framtiden ska kunna motverka lågkonjunkturer med hjälp av räntesänkningar. Den externa penningpolitiska debatten under året handlade bland annat om köpen av privata värdepapper, penningpolitikens fördelningseffekter och hurvida det behövs en ändrad rollfördelning mellan penningpolitiken och finanspolitiken. Exempel på andra frågor som är viktiga att analysera är hur den nya riksbankslagen kommer att påverka Riksbankens sätt att arbeta, hur penningpolitiken och andra politikområden bäst bör samspela och vilka konsekvenser klimatomställningen kan få för penningpolitiken.

4.1 Syftet med inflationsmålet

Penningpolitikens främsta uppgift är att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet på 2 procent. Det finns ett brett politiskt stöd för detta mål och det kan ses som ett av Sveriges samhällsekonomiska mål.¹⁹ Målet innebär inte att inflationen alltid ska ligga på exakt 2 procent. Detta är inte heller möjligt eftersom det hela tiden sker förändringar i ekonomin som gör att inflationen varierar på ett sätt som inte går att förutsäga med tillräcklig precision och inte heller att motverka på kort sikt. Det viktiga är att hushåll och företag har förtroende för att avvikelser från målet inte blir alltför långvariga.

Gemensamma förväntningar bidrar till gynnsam ekonomisk utveckling

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

Det finns goda ekonomiska skäl till att målet är just 2 procent och inte lägre. Ett skäl är att det blir svårare att via lönebildningen effektivt fördela resurserna i ekonomin när den genomsnittliga inflationen är alltför låg. Anledningen är att det i praktiken är svårt att sänka nominella löner. Om inflationen är låg och de nominella lönerna inte kan sänkas blir det svårt att anpassa de relativa lönerna mellan olika yrken, företag och branscher. Detta gör det svårare att locka arbetskraft till de delar av ekonomin

¹⁹ För en mer utförlig genomgång av den roll det politiska systemet spelade vid inflationsmålets tillkomst och det politiska stöd målet har haft sedan dess, se kapitel 4 i *Redogörelse för penningpolitiken 2019*, Sveriges riksbank.

där de gör störst nytta. I förlängningen kan detta medföra både högre arbetslöshet och sämre produktivtetsutveckling.

Inflationsmålet skapar utrymme för att motverka lågkonjunkturer

De senaste åren har också en annan funktion hos inflationsmålet blivit allt mer tydlig: Att inflationsmålet upprätthålls är en förutsättning för att penningpolitiken ska kunna motverka lågkonjunkturer med hjälp av räntesänkningar.

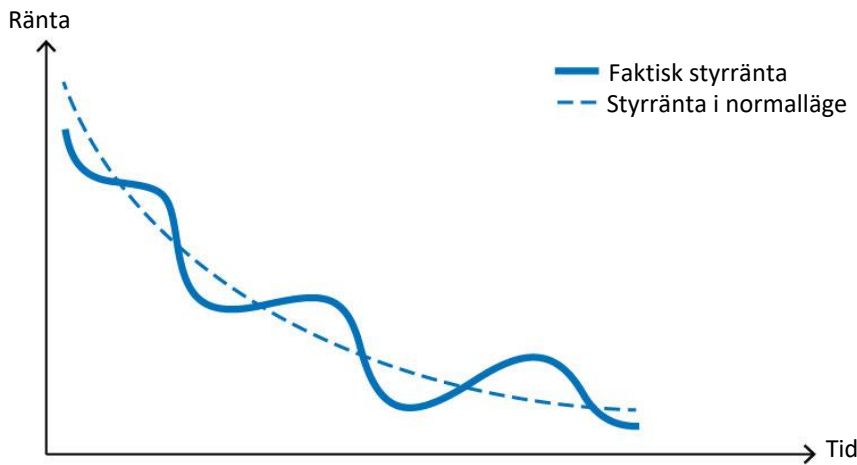
Grundproblemet är att det allmänna, globala realränteläget i världen har fallit och nu är historiskt lågt. Uttryckt med nationalekonomisk terminologi har den globala reala jämviktsräntan fallit. Drivkrafter bakom denna utveckling som ofta lyfts fram är demografiska faktorer och ett högt globalt sparande, det vill säga förhållanden som penningpolitiken inte kan påverka.²⁰ De låga realräntorna innebär att alla räntor, inklusive centralbankernas styrräntor, har fallit parallellt och i genomsnitt nu också är historiskt låga.²¹

Diagram 31 illustrerar schematiskt hur förutsättningarna för penningpolitiken därmed har förändrats. Den streckade linjen visar styrräntan i normalläget, eller i genomsnitt, som har följt den reala räntan nedåt. Inom nationalekonomin brukar den streckade linjen ofta kallas den neutrala styrräntan. När centralbanker bedriver penningpolitik via styrräntan så ändrar de den på ett sätt som kan illustreras med den heldragna linjen. En ränta som är lägre än normalläget stimulerar efterfrågan och inflationen, medan en ränta som är högre har motsatt effekt.

Det är en utbredd uppfattning att centralbanker bestämmer det allmänna ränteläget i ekonomin, och att dagens låga räntor endast beror på att centralbankerna bedriver en expansiv penningpolitik. Men det allmänna ränteläget bestäms alltså i grunden av faktorer som centralbankerna inte råår på. Centralbankerna sätter sina styrräntor i relation till detta underliggande allmänna ränteläge.

²⁰ Se till exempel H. Lundvall (2020), "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", *Penning- och valutapolitik* nr 1, Sveriges riksbank.

²¹ Jämfört med läget för ett antal decennier sedan är också inflationen lägre, vilket har inneburit att de nominella räntorna har fallit, utöver vad nedgången i realräntorna har medfört.

Diagram 31. När det allmänna ränteläget faller behöver styrräntan följa med

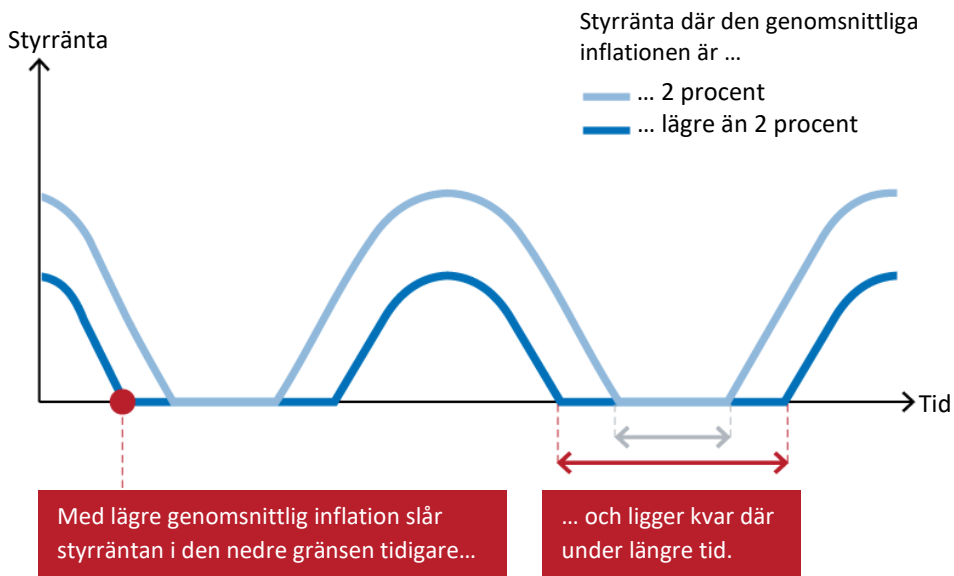
Källa: Riksbanken.

Eftersom det allmänna ränteläget idag är historiskt lågt krävs att centralbankens styrränta är mycket låg för att få en expansiv effekt. Det är därför som styrräntan i många länder idag ligger på eller nära en nedre gräns för den nominella räntan. Ett förhållande som är centralt här är att den genomsnittliga nominella räntenivån (oavsett om det gäller centralbankernas styrräntor eller det allmänna globala ränteläget) påverkas av hur hög inflationen är i genomsnitt. Om den genomsnittliga inflationen är mycket låg, säg nära noll, i stället för att i genomsnitt ligga på inflationsmålet på 2 procent, då blir också räntorna i genomsnitt ungefär 2 procentenheter lägre.²²

Det innebär i sin tur att om inflationen och inflationsförväntningarna skulle falla och varaktigt ligga under målet så kommer också utrymmet att sänka räntorna att minska (se diagram 32). Styrräntan kommer då att tidigare slå i den gräns där den inte kan sänkas mer och behöver ligga kvar där under längre tid. Det blir därmed ännu svårare att göra penningpolitiken så expansiv som den skulle behöva vara för att motverka lågkonjunkturer. Det är bland annat sådana farhågor som ligger bakom de strategiförändringar som den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, gjorde i augusti 2020 och den europeiska centralbanken, ECB, gjorde i juli 2021.

²² Sambandet beskrivs av den så kallade Fisherekvationen, namngiven efter den amerikanske ekonomen Irving Fisher, känd bland annat för sina arbeten om ränteteori och skuldeflation under de första decennierna på 1900-talet. Fisherekvationen brukar skrivas $i = r + \pi$, där i är den nominella räntan, r den reala räntan och π (den förväntade) inflationen.

Diagram 32. Svårare att driva expansiv penningpolitik med lägre genomsnittlig inflation än målet



Källa: Riksbanken.

Under den allra senaste tiden har inflationen stigit runt om i världen (se avsnittet "Den höga inflationen under året" nedan) och på många håll ligger inflationen nu över målet. På kort sikt har risken för en inflation varaktigt under målet därmed minskat.

En utveckling som skulle öka det penningpolitiska handlingsutrymmet vore om det reala globala ränteläget skulle stiga. Detta skulle göra att styrräntan i normalläget, den streckade linjen i diagram 31, skulle vända uppåt och avståndet till styrräntans nedre gräns öka. Det mesta av den forskning som gjorts kring detta pekar dock på att det globala reala ränteläget under lång tid framåt kommer att förbli lågt i ett historiskt perspektiv och till och med kan komma att sjunka ytterligare under en tid framöver.²³

4.2 Den penningpolitiska debatten

Viktigt att ha syftet med inflationsmålet i åtanke

Under året har frågan om huruvida Riksbanken bedriver en alltför expansiv politik fortsatt att diskuteras, och olika möjliga negativa sidoeffekter av politiken lyfts fram. Den kritik som framförts tar dock inte alltid hänsyn till att eventuella sidoeffekter

²³ Se till exempel A. Auclert, H. Malmberg, F. Mertenet och M Rognlie (2021), "Demographics, wealth, and global imbalances in the twenty-first century", *NBER Working Paper* 29161 och J. Platzer och M. Peruffo (2022), "Secular Drivers of the Natural Rate of Interest in the United States: A Quantitative Evaluation", WP/22/30, International Monetary Fund. Det finns dock även forskning som indikerar att demografiska faktorer kommer att bidra till att det reala ränteläget kommer att stiga framöver, se C. Goodhart och M. Pradhan (2017), "Demographics will reverse three multi-decade global trends", *BIS Working Papers* No. 656.

måste vägas mot de fördelar som ett trovärdigt inflationsmål innebär, samt att sidoeffekterna ibland inte ens är en följd av den förda penningpolitiken utan beror på det låga globala reala ränteläget.

Det är givetvis möjligt att anse att trovärdigheten för inflationsmålet hade kunnat upprätthållas även med en mindre expansiv politik, att sidoeffekterna är så stora att trovärdigheten för målet blir mindre viktig eller att inflationsmålet borde vara annorlunda formulerat. En förutsättning för en konstruktiv diskussion är att det i så fall framgår vilken av dessa bedömningar resonemangen är baserade på.

Ett argument i debatten har varit att Riksbanken lägger för stor vikt vid inflationsmålet och "jagar tiondelar" av inflationen, särskilt sedan 2014 då penningpolitiken lades om i mer expansiv riktning. Men syftet med den mer expansiva politiken har varit att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet, av de skäl som diskuterades i föregående avsnitt. I mars 2014 var ökningstakten i KPIF 0 procent och genomsnittet 2014–2021 uppgick till 1,4 procent. Med en mindre expansiv penningpolitik hade inflationen varit ännu lägre under denna period.

Den höga inflationen under året

Under 2021 steg inflationen snabbt runt om i världen (se kapitel 1). Det berodde till stor del på att priserna på energi, råvaror, elektroniska komponenter och transporter steg kraftigt. Vissa tjänstepriser steg också i pandemirabbade sektorer när efterfrågan snabbt kom igång efter pandemins mest akuta fas.

Energipriser är volatila och den snabba ökningstakten under vintern har lett till höga prisnivåer. Bedömningen var att den delen av uppgången i inflationen blir övergående och att inflationen kommer att dämpas under 2022 när energipriserna inte längre driver upp den samtidigt som utbudsproblemen löses upp och efterfrågan blir mer normal.

Men det finns också en risk för att inflationsförväntningarna påverkas mer påtagligt och att inflationen därmed blir mer varaktigt hög.²⁴ Det gäller i synnerhet i länder där inflationen stigit mycket, som i USA, medan risken sannolikt är mindre i euroområdet och Sverige där uppgången inte är lika stor. Konsekvenserna av kriget i Ukraina skulle också, via både effekter på energipriserna och ett större antal andra priser, kunna bli att inflationen internationellt och i Sverige blir ännu högre och mer varaktig. En del tyder nu på det, men stor osäkerhet gör att det för stunden är svårt att dra några mer tydliga slutsatser. Hur inflationen i slutänden utvecklas beror på hur penningpolitiken anpassas.

Penningpolitikens fördelningseffekter

En diskussion som har fortsatt under året är den om penningpolitikens fördelningseffekter. En del debattörer menar att Riksbankens penningpolitik har ökat ojämlikheten,

²⁴ Se till exempel fördjupningen "Höga energipriser – hur stora blir spridningseffekterna?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2021, Sveriges riksbank.

främst genom att den fått tillgångspriser som aktier och bostadspriser att stiga, vilket antas ha ökat spridningen i förmögenheter.

En svårighet med att studera förmögenhetsfördelningen är att det sedan förmögenhetsskatten avskaffades 2007 inte längre finns någon heltäckande statistik över individers tillgångar och skulder. Detta gör att det är svårt att säga hur fördelningen har förändrats sedan dess.²⁵

Några slutsatser förefaller man ändå kunna dra, åtminstone sett i ett lite längre, internationellt perspektiv. På många håll i västvärlden har man haft ungefär samma utveckling som i Sverige med kraftiga prisökningar på bostads- och finansmarknaderna. Trots det förefaller förmögenhetsjämligheten, mätt som de rikaste hushållens andel av förmögenheten, ha förändrats endast marginellt under de senaste decennierna.²⁶ Detta beror sannolikt på att en stor andel av hushållen äger både bostäder och kapital i pensionsfonder och därför har hängt med väl i värdeökningarna.²⁷ Däremot har avståndet till grupper som inte äger sådana tillgångar ökat.

När man diskuterar penningpolitikens effekter på fördelningen i samhället är det viktigt att ha i åtanke den utveckling som beskrivs avsnitt 4.1: Det reala ränteläget i världen har fallit under ett par decennier och är idag historiskt lågt.²⁸ Så länge det långsiktiga reala ränteläget är lågt kommer även styrräntorna att i genomsnitt förbli låga, sett över konjunkturcykeln (se diagram 31). Över konjunkturcykeln bör effekterna på fördelningen av just penningpolitiken till stor del ta ut varandra. Det låga reala ränteläget är sannolikt en viktig förklaring till att tillgångspriser, sett i ett lite längre perspektiv, har stigit och idag är höga. Det gäller inte minst bostadspriserna. Därmed handlar dessa fördelningseffekter inte i grunden om penningpolitiken utan om strukturella faktorer som pressar ner räntor globalt.

Fördelningspolitik är normalt inte en uppgift för centralbanker; den sköts bättre inom ramen för finanspolitiken där åtgärderna kan riktas på ett helt annat sätt. Men det kan ändå finnas skäl att fråga sig vilka konsekvenserna skulle kunna bli om centralbanken trots detta skulle föra en mindre expansiv penningpolitik i syfte att försöka åstadkomma en jämnare fördelning av förmögenheter.

Om centralbanken höjer styrräntan skulle tillgångspriserna visserligen kunna bromsas, även om räntan då sannolikt skulle behöva höjas relativt mycket. Men detta skulle i så fall ske till priset av en lägre efterfrågan i ekonomin och därigenom högre arbetslöshet. Även om det sammantagna slutresultatet skulle kunna bli en jämnare fördelning

²⁵ En statlig utredning har påbörjat en analys av hur sådan statistik skulle kunna börja samlas in igen, se Dir. 2021:4, Statistik över hushållens tillgångar och skulder.

²⁶ Se till exempel D. Waldenström (2020), "Perspektiv på den ekonomiska ojämlikheten i Sverige", *Ekonomisk Debatt* nr 4. Riksbanksutredningen drar liknande slutsatser, se kapitel 18.10.3 i En ny riksbankslag (SOU 2019:46). En genomgång av den empiriska litteraturen görs också i B. Andersson, M. Apel och I. Häkkinen Skans (2021), "10 frågor och svar om fördelningseffekterna av penningpolitiken", *Ekonomisk kommentar* nr 11, Sveriges riksbank.

²⁷ Se till exempel H. Ohlsson, "Den glömda förmögenheten", anförande vid LO, 12 april 2021, Sveriges riksbank.

²⁸ Se till exempel H. Lundvall (2020), "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", *Penning- och valutapolitik* nr 1, Sveriges riksbank.

av förmögenheter så skulle läget i praktiken förvärras för redan svaga grupper. En sådan politik skulle alltså resultera i en jämnare *relativ* fördelning men samtidigt innebära att svaga grupper får det sämre i *absoluta* termer.

Försök att åstadkomma en jämnare fördelning skulle också riskera att överbelasta penningpolitiken och kunna komma i konflikt med de mål centralbankerna redan har, inte minst målet om prisstabilitet. Efter finanskrisen 2008–2009 har många centralbanker haft svårt att uppfylla sina inflationsmål. En stramare penningpolitik i syfte att åstadkomma en jämnare fördelning skulle, förutom att minska sysselsättningen, också dämpa inflationen ytterligare och göra det ännu svårare att uppfylla inflationsmålet. Problemen med en sådan utveckling har förklarats i avsnitt 4.1: Om inflationen varaktigt skulle ligga under målet så blir det också mindre utrymme att sänka räntorna. Styrräntan kommer då att tidigare slå i den gräns där den inte kan sänkas mer och penningpolitiken få svårare att mildra ekonomiska nedgångar som slår mot sysselsättningen.

Köpen av värdepapper

Under året har Riksbankens köp av värdepapper diskuterats i den penningpolitiska debatten. Diskussionen har framför allt gällt köpen av privata värdepapper, det vill säga säkerställda obligationer, företagsobligationer och företagscertifikat. Riksbanken började för första gången köpa sådana värdepapper under den finansiella oron vid pandemiutbrottet våren 2020.

En del debattörer har varit kritiska till att Riksbanken har fortsatt att köpa privata värdepapper även under 2021, bland annat eftersom detta antas ha bidragit till att bostadspriserna stigit ytterligare. Det har också funnits en diskussion på ett mer allmänt plan om det lämpliga i att över huvud taget köpa privata värdepapper, dels eftersom dessa är mer riskfyllda än statspapper, dels eftersom köpen skulle kunna påverka resursfördelningen i ekonomin.

Det är vanligtvis inte särskilt svårt att avgöra när det finns skäl att *börja* köpa privata värdepapper. Som framgår i fördjupningen "Coronakrisen och Riksbankens köp av värdepapper" inleddes köpen när riskpremierna för privata värdepapper hade stigit kraftigt under våren 2020. Syftet var att hålla det allmänna ränteläget nere och bidra till en fungerande kreditförsörjning. Köpen skedde enligt principen om marknadsneutralitet och det var alltså inte fråga om något riktat stöd direkt till enskilda företag.

Det är svårare att avgöra hur länge köpen bör fortgå och när innehaven ska börja avvecklas och i vilken takt. Det optimala är att köpen, när de inleds, dämpar en akut oro på de finansiella marknaderna, fortgår så länge de fungerar stabiliserande och att innehaven slutligen kan avvecklas utan att detta ger upphov till några märkbara effekter.

En möjlighet hade varit att upphöra med köpen av privata värdepapper så snart den mest akuta fasen i pandemikrisen föreföll vara över och marknaderna hade stabiliserats. Men mot slutet av 2020 ökade smittspridningen igen i en andra våg. Riksbanken beslutade därför att utöka värdepappersköpen och förlänga dem till den 31 december 2021 för att hålla penningpolitiken expansiv. Även under 2021 var det fortsatt oklart

hur pandemin skulle utvecklas. Riksbanken bedömde dessutom att det av förtroendeskäl fanns ett värde i att fullfölja de planer som kommunicerats. Att under 2021 snabbt avsluta köpen och i stället börja trappa ned innehaven skulle ha skapat ryckighet i politiken om nya problem hade uppstått och riskerat att så tvivel om Riksbankens beslutsamhet och vilja att motverka liknande situationer i framtiden.

Köpen av privata värdepapper ska ses som en åtgärd som var nödvändig i ett exceptionellt läge och som enligt Riksbankens bedömning behövde fortsätta så länge som osäkerheten kring pandemins fortsatta utveckling förblev stor. Riksbanken beräknar idag att hålla innehavet av värdepapper ungefär oförändrat 2022 för att därefter gradvis minska det. Det råder således inte delade meningar om att den ökning i Riksbankens balansomslutning som köpen inneburit är att betrakta som huvudsakligen tillfällig. Däremot råder det delade meningar om hur snabbt en normalisering bör ske.

Marknaden för säkerställda obligationer utgör den dominerande delen av obligationsmarknaden i Sverige. Köpen av säkerställda obligationer bidrog till att hålla bostadsräntorna låga under pandemin, vilket var viktigt för att undvika återverkningar även på bostadsmarknaden i ett redan osäkert läge.

Bostadspriserna steg under pandemin trots att bostadsräntorna i stort sett var oförändrade. Detta talar för att annat än den expansiva penningpolitiken påverkade utvecklingen.²⁹ Även i många andra jämförbara länder steg bostadspriserna, trots en svag ekonomisk utveckling. De viktigaste förklaringarna hänger troligen samman med pandemins ovanliga ekonomiska effekter. Det utbredda hemarbetet fick sannolikt hushållen att önska sig en större bostad och att lägga mer pengar på sitt boende. Restriktionerna innebar också att hushållen ofrivilligt sparade mer än vanligt och detta frigjorde utrymme för konsumtion av bostäder. Krisens negativa effekter på arbetsmarknaden berörde inte heller i någon större utsträckning hushåll med fast anställning, som normalt har lättare att få bolån.

Behövs en ändrad rollfördelning i den makroekonomiska politiken?

Under året har det också diskuterats vilka roller penningpolitiken och finanspolitiken bör ha i den makroekonomiska politiken. Ett antal debattörer lyfte frågan om huruvida det finanspolitiska ramverket borde modifieras och finanspolitiken börja spela en mer aktiv roll än vad som varit fallet de senaste decennierna.³⁰ Ett skäl till detta är det problem som tas upp i avsnitt 4.1, det vill säga att de låga globala realräntorna har gjort det svårare för penningpolitiken att stimulera ekonomin.

Däremot blir det lättare att bedriva finanspolitik. Det blir mindre kostsamt att genomföra offentliga investeringar och strukturella reformer som skulle göra att ekonomin på sikt fungerar bättre. Om ekonomin dessutom växer i tillräckligt hög takt behöver den offentliga skulden inte öka som andel av BNP.

²⁹ Se fördjupningen "Snabbt stigande bostadspriser trots coronakris" i *Penningpolitisk rapport*, april 2021, Sveriges riksbank.

³⁰ Även företrädare för Riksbanken tog upp denna fråga, se P. Jansson, "Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?", anförande den 8 december 2021, Sveriges riksbank.

I Sverige finns goda förutsättningar att bedriva en mer aktiv finanspolitik när penningpolitikens möjligheter är begränsade, utan att hållbarheten i de offentliga finanserna för den skull äventyras. Den offentliga skulden är låg i en internationell jämförelse och det finns ett ramverk med starka institutioner, en kontrollerad budgetprocess och noggranna granskningar och utvärderingar. Diskussionen om rollfördelningen i den makroekonomiska politiken är viktig och kommer med stor sannolikhet att fortsätta.

4.3 Frågor inför framtiden

Klimatomställningen och penningpolitiken

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

Klimatförändringarna som sådana kan komma att påverka penningpolitiken.³¹ Men även den omställning som kommer att krävas för att bromsa klimatförändringarna kan komma att få konsekvenser för penningpolitiken.

Högre energipriser och avveckling av gammal teknik

En viktig del i strategin för att begränsa den globala uppvärmningen är att öka relativpriset på varor och tjänster som orsakar utsläpp av växthusgaser jämfört med varor och tjänster som inte gör det. På kort sikt kan detta leda till högre priser på energi rent allmänt och på produkter där energi är en viktig input.³² Världens energiförsörjning kommer till stor del från förbränning av fossila bränslen, som kol. När kostnaden för den typen av energiproduktion ökar så kan priset öka även på energi som framställs utan större utsläpp av växthusgaser, som till exempel vattenkraft. Detta är en konsekvens av att de delar av energimarknaden som handlar med fossila bränslen i hög grad är internationell och att priset bestäms av förhållandet mellan utbudet och efterfrågan. Svensk elproduktion är i hög grad fossilfri, men elen handlas i viss utsträckning på en marknad integrerad med övriga Europa, där inslaget av fossil elproduktion oftast är större.

När priserna på energi och på energiintensiva produkter ökar så finns en risk för att detta sprider sig även till andra priser. Detta kan leda till en bredare uppgång i konsumentpriserna, krav på högre löneökningar och stigande inflationsförväntningar.³³

³¹ Se *Redogörelse för penningpolitiken 2020*, Sveriges Riksbank.

³² Se till exempel I. Schnabel, "Looking through higher energy prices? Monetary policy and the green transition", anförande vid "Climate and the Financial System" vid the American Finance Association 2022 Virtual Annual Meeting, 8 januari.

³³ Se fördjupningen "Höga energipriser – hur stora blir spridningseffekterna?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2022, Sveriges riksbank.

När det blir dyrare att använda teknik som baseras på fossila bränslen blir den allt mindre lönsam och börjar avvecklas. Hur snabbt detta sker beror på i vilken takt det blir dyrare att använda den. Avvecklingen av den gamla tekniken leder till att utbudet i ekonomin minskar. Detta innebär att aktiviteten i ekonomin minskar och att priserna samtidigt stiger. Om den inledande ökningen av energipriserna redan har gett en inflationsimpuls som börjat få fäste kan inflationstrycket därmed komma att förstärkas ytterligare.

Introduktion av ny teknik

Efter hand kommer ny teknik att introduceras och ersätta den gamla. Teknisk utveckling tenderar att fokusera på de delar som det är mest lönsamt att spara in på, i det här fallet fossil energi. På kort sikt och för en given produktionsteknik kan det dock vara svårt att ersätta fossil energi med andra energislag. På längre sikt, när även tekniken förändras är möjligheterna betydligt större. Ekonomisk forskning tyder på att oljeprischockerna under 1970-talet gav en skjuts åt den tekniska utveckling som hade målet att minska behovet av fossil energi.³⁴

Inledningsvis kommer investeringarna i ny teknik att öka efterfrågan i ekonomin, vilket kommer att pressa priserna uppåt. Efter hand som den nya tekniken fasas in och ersätter den gamla ökar det långsiktiga utbudet, vilket dämpar priserna. En möjlighet är att den nya tekniken kommer att kunna införas mer eller mindre parallellt med utfasningen av den gamla. Om så blir fallet kommer den sammantagna effekten på utbudet – den negativa effekten från avvecklingen av den gamla tekniken och den positiva från införandet av den nya – att bli relativt liten och därmed ge begränsade effekter på inflationen.

Större effekter när stora länder ställer om?

I Sverige har vi länge haft energi- och klimatskatter, som också har höjts vid olika tillfällen. Exempelvis infördes en koldioxidskatt redan 1991. Men trots att energipriserna under långa perioder har stigit snabbare än andra priser, delvis till följd av detta, har inflationen mätt med KPIF inte varit särskilt hög under 2000-talet.³⁵ Om något har inflationen tenderat att ligga i underkant av målet på 2 procent.

En förklaring till det är att producenter och konsumenter kontinuerligt strävat efter att framställa och köpa produkter och teknik som sparat in på den allt dyrare energin, som exempelvis bergvärme och bränslesnåla bilar, eftersom detta har varit lönsamt för båda parter. Energibesparande teknisk utveckling är således en process som hela tiden pågår, om än i varierande takt.

Den fortsatta klimatomställningen kommer att innebära att förbränning av fossila bränslen blir dyrare även för större länder, som har större betydelse för världsekon-

³⁴ Se J. Hassler, P. Krusell och C. Olovsson (2021), "Directed technical change as a response to natural resource scarcity", *Journal of Political Economy* vol. 129, no. 11, som också utvecklar en tankemodell kring teknisk utveckling som ekonomins svar på ändliga naturresurser – "endogen" teknisk utveckling.

³⁵ Under 2000-talet har energipriserna i KPIF ökat med i genomsnitt 3,9 procent per år samtidigt som KPIF exklusive energi har ökat med 1,4 procent.

min och som i många fall är mer beroende av dessa. Omställningen kommer nu dessutom att ske mer eller mindre samtidigt i flera länder, under en relativt kort tidsperiod. Det skulle kunna innebära att effekterna blir större och mer märkbara för världsekonomin som helhet.

Avvägningar för penningpolitiken

Det är således rimligt att förvänta sig att energipriserna ökar under omställningen och att det uppstår negativa effekter på det aggregerade utbudet i ekonomin när koldioxidintensiv teknik avvecklas. Investeringar i ny teknik ger sedan positiva effekter på efterfrågan och när den nya tekniken tas i bruk får det positiva effekter på det aggregerade utbudet. Ett möjligt scenario är att inflationstrycket stiger framför allt i början av omställningen.³⁶

I så fall blir den huvudsakliga utmaningen för penningpolitiken att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet till så låga kostnader, i form av lägre efterfrågan, produktion och sysselsättning, som möjligt. En specifik utmaning är att försöka avgöra i vilken utsträckning inflationen kommer att öka mer varaktigt. Om de långsiktiga inflationsförväntningarna inte stiger, det vill säga om ekonomins aktörer ser prisökningarna som mer övergående, kan penningpolitiken lättare bortse från dem och avstå från att motverka dem med en stramare politik. Att bedöma hur högre energipriser och negativa utbudseffekter på sikt påverkar inflationen är i sig ingen ny utmaning, utan något som penningpolitiken alltid har behövt hantera från tid till annan. Analysen av hur klimatomställningen framöver kan komma att påverka förutsättningarna för penningpolitiken kommer givetvis att fortsätta i Sverige och omvärlden.

Olika politikområden behöver samspela

I en situation där ränteläget är lågt och styrräntan inte kan sänkas mer är det särskilt viktigt att diskutera och analysera hur samspelet mellan penningpolitiken och andra politikområden bör se ut för att svensk ekonomi ska utvecklas på bästa sätt. Rollfördelningen mellan penningpolitiken och finanspolitiken har redan nämnts. Men det är också viktigt att undersöka vilket samspel som behövs mellan penningpolitiken och andra politikområden.

Makrotillsynen, de finansiella regelverken och bostadspolitiken

Det behövs bland annat ett samspel mellan penningpolitiken och politiken för att upprätthålla finansiell stabilitet. Det låga ränteläget beror till stor del på att de globala realräntorna är historiskt låga. Det är också en av förklaringarna till att olika tillgångspriser idag är höga, även om den expansiva penningpolitiken har bidragit till att de har stigit ytterligare. Om tillgångspriserna alltför länge stiger på ett sätt som är frikopplat från utvecklingen i resten av ekonomin kan detta leda till finansiella obalanser och i förlängningen till en finansiell kris.

³⁶ Detta ska ses som en partiell analys som fokuserar på tänkbara effekter från just klimatomställningen. Samtidigt kan givetvis andra saker inträffa som påverkar inflationen, men som inte är relaterade till omställningen.

Mycket tyder på att de globala realräntorna kommer förbli låga under ganska lång tid. Eftersom det reala ränteläget styr hur mycket centralbankerna kan höja sina styrräntor så kommer även dessa att förbli låga i ett historiskt perspektiv, även när de har en åtstramande inverkan på efterfrågan i ekonomin. De låga realräntorna kommer alltså att fortsätta att stimulera tillgångspriser. Under dessa omständigheter är det svårt för centralbankerna att med ränteverktyget motverka risken för finansiella obalanser. Den här risken måste därför hanteras av makrotillsynen och de finansiella regelverken. Här gäller det exempelvis att försäkra sig om att bankerna är välkapitaliserade, hanterar sina likviditetsrisker på ett bra sätt och är noggranna i sina kreditprövningar.

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

Lönebildningen

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

När inflationsmålet infördes i början av 1990-talet var ambitionen att försöka förhindra att inflationen steg trendmässigt till följd av pris- och lönespiraler uppåt. Sedan ungefär ett decennium tillbaka har problemet varit det omvända och i stället handlat om att minska risken för en självförstärkande process mellan priser och löner åt andra hållet, som gör att inflationen permanentas på en för låg nivå. Om så skulle bli fallet skulle penningpolitiken få ännu mindre utrymme att med räntan motverka lågkonjunkturer och recessioner i framtiden.

Den senaste tiden har inflationen stigit runt om i världen och ligger i många länder väl över inflationsmålet. Den bedömning svenska prognosmakare har gjort är att inflationen relativt snart kommer att röra sig tillbaka mot målet. Men osäkerheten är stor och inflationen kommer förmodligen att utvecklas lite olika i olika länder. Utvecklingen visar ändå att inflationen inte alltid kommer att ligga i underkant av målet, såsom fallet varit det senaste decenniet, utan ibland också överstiger det. Detta kan

bidra till att stärka tilltron till målet hos arbetsmarknadens parter och ekonomins aktörer i stort och förhindra att inflationen permanentas på för låg nivå. Det är givetvis penningpolitikens uppgift att se till inflationen inte heller varaktigt blir högre än målet.

En eventuell e-krona

Användningen av sedlar och mynt minskar i samhället. Samtidigt pågår en snabb teknisk utveckling när det gäller elektroniska pengar och betalningssätt. Sverige tillhör idag de länder där digitala betalningar tar över snabbast i världen.

Riksbanken har i uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende, ett uppdrag som kan bli svårare om kontanter i framtiden inte längre används som betalningsmedel av flertalet hushåll och företag. Som ett svar på kontanters minskande roll undersöker Riksbanken om det är möjligt och önskvärt att ge ut ett digitalt komplement till kontanter, e-kronor.

En e-krona skulle erbjuda allmänheten fortsatt tillgång till statliga pengar, utgivna av Riksbanken, men i digital form. Den skulle vara bättre anpassad till vårt digitala samhälle än vad kontanterna är, och den skulle kunna användas i situationer där det i dag inte är möjligt att betala med kontanter.

Även i många andra länder, där kontanter används i större utsträckning, undersöker centralbankerna om de bör introducera en digital centralbanksvaluta. Digitala centralbanksvalutor kommer med stor sannolikhet att i framtiden finnas på olika håll i omvärlden, vilket Sverige behöver förhålla sig till.

För att testa hur en e-krona skulle kunna se ut och fungera har Riksbanken startat ett arbete, en e-kronapilot, för att bygga en möjlig teknisk plattform för e-kronan. Projektets mål är att Riksbanken ska lära sig mer om hur en teknisk lösning för en e-krona skulle kunna fungera. Genom att testa denna tekniska lösning kan Riksbanken lära sig mer om lösningens möjligheter men även använda den som bas i jämförelser med andra tekniska lösningar och modeller för en eventuell e-krona.

En statligt utgiven digital krona kommer att på olika sätt beröra hela samhället. Även förutsättningarna för penningpolitiken kan komma att påverkas, beroende på vilken utformning en eventuell e-krona kommer att få.³⁷ Huruvida Sverige ska införa e-kronor eller inte är i slutändan ett politiskt beslut. Det pågår en utredning om statens roll på betalningsmarknaden och behovet av digitala centralbankspengar, som förväntas vara klar senast den 22 november 2022.

Den nya riksbankslagen

I maj 2021 fattade regeringen beslut om att inhämta lagrådets yttrande över ett förslag till ny riksbankslag. I juni 2021 kom lagrådet med sitt yttrande och detta beaktade

³⁷ För en diskussion om hur en e-krona skulle kunna påverka möjligheterna att bedriva penningpolitik och den makroekonomiska utvecklingen i stort, se H. Armelius, P. Boel, C.A. Claussen och M. Nessén (2018), "E-kronan och makroekonomin", *Penning- och valutapolitik* nr 3, Sveriges riksbank.

sedan regeringen i den proposition som lämnades över till riksdagen i början av november 2021.³⁸ Lagförslagen i propositionen grundade sig på de förslag som den parlamentariska Riksbankskommittén, med representanter för samtliga politiska partier i riksdagen, lämnade i slutet av 2019. I propositionen ingick också de grundlagsförslag som är nödvändiga för den nya riksbankslagen. Lagen föreslås träda ikraft den 1 januari 2023.

Den nya lagen syftar till att avgränsa Riksbankens mål, uppgifter och befogenheter i fråga om bland annat penningpolitik, det finansiella systemet och betalningsmedel, samt hur Riksbankens ansvarsområden förhåller sig till varandra och till Finansinspektionens och Riksgäldskontorets ansvarsområden.

Exempel på förändringar i förhållande till den nuvarande lagen är att målet för penningpolitiken definieras som låg och stabil inflation, i stället för den nuvarande formuleringen om att Riksbanken ska upprätthålla ett fast penningvärde, och att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, ska bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Det senare var något som tidigare enbart framgick av den nuvarande lagens förarbeten. Nivån på inflationsmålet ska också godkännas av riksdagen efter förslag från Riksbanken.

Riksbanken analyserar nu vilka förändringar i Riksbankens sätt att arbeta den nya lagen kan komma att medföra.

³⁸ "En ny riksbankslag", Prop. 2021/22:41.

FÖRDJUPNING – Coronakrisen och Riksbankens köp av värdepapper

När coronapandemin bröt ut på våren 2020 försämrades det ekonomiska läget snabbt, förhållandena på finansmarknaderna förvärrades och framtidsutsikterna tedde sig mycket osäkra. Riksdagen och regeringen, Riksbanken och andra myndigheter genomförde på kort tid en rad åtgärder för att motverka att den ekonomiska nedgången blev ännu djupare och för att stötta ekonomin under återhämtningen. Riksbankens program för köp av värdepapper var en del av Riksbankens krishantering. Denna fördjupning beskriver motiven till köpen och summerar erfarenheterna så här långt. Givet målsättningen med programmet är Riksbankens bedömning att köpen har fyllt sin funktion och att de har bidragit till att begränsa pandemins skadeverkningar på den svenska ekonomin.

Coronapandemin – en ovanlig kris på flera sätt

För två år sedan, i mars 2020, ordnade riksdagens finansutskott en utfrågning om penningpolitiken, som vanligt vid den tiden på året. Trots att utfrågningen skedde bara en månad efter det att en ny penningpolitisk rapport hade publicerats kunde Riksbanken konstatera att bedömningarna i rapporten redan var överspelade. Spridningen av coronaviruset som skett i världen sedan dess hade förvärrat läget betydligt och sjukdomen samt åtgärder för att begränsa smittspridningen medförde fall i efterfrågan och störningar på utbudssidan. Det stod klart att svensk ekonomi skulle komma att drabbas, men med vilken kraft och i hur stor omfattning visste ingen i det läget. Skulle produktionen falla snabbt för att sedan stiga lika snabbt och på så vis få ett förlopp som liknade ett V? Eller skulle den snarare utvecklas som ett U eller, i värsta fall, ett L?

Djup men kortvarig ekonomisk nedgång

Två år senare har vi visserligen inte facit, eftersom pandemin inte riktigt är över ännu, men vi har ändå en tydlig bild av dess ekonomiska effekter. När länder under våren 2020 stängde ned stora delar av samhället för att minska smittspridningen ledde det till kraftiga fall i produktionen och stigande arbetslöshet. I Sverige och de länder som är viktigast för svensk handel startade sedan en återhämtning under sommaren 2020. I flera av dessa länder var mycket av eller hela nedgången i produktionen återhämtad redan under 2021, trots nya vågor av ökad smittspridning.³⁹

³⁹ Återhämtningen har dock gått långsammare i andra delar av världen där många ekonomier fortfarande tyngs av pandemin.

För svensk del var nivån på BNP i slutet av 2021 i linje med Riksbankens prognos före pandemins utbrott (se diagram 25 i kapitel 3). Arbetslösheten i Sverige har samtidigt sjunkit tillbaka och närmar sig nivån före krisen. De långsiktiga inflationsförväntningarna liksom den underliggande inflationen var kring 2 procent i slutet av 2021.⁴⁰ Så här långt verkar således de ekonomiska skadorna av krisen ha varit tillfälliga, vilket är ovanligt jämfört med till exempel den globala finanskrisen och inte minst den svenska 1990-talskrisen.⁴¹ Det finns flera förklaringar till det. Två viktiga sådana är de omfattande ekonomisk-politiska stöd som genomfördes i Sverige och runt om i världen och de program med vaccinationer mot covid-19 som kunde sätts i början av 2021.

Pandemi grundorsaken till krisen

En viktig skillnad mellan coronakrisen och tidigare kriser är att grundorsaken den här gången var just en pandemi som tillsammans med åtgärderna för att dämpa smittspridningen skapade en ekonomisk nedgång, både via ekonomins efterfråge- och utbudssida, och via störningar i det finansiella systemet. Den inträffade dessutom samtidigt över stora delar av världen. Ekonomin drabbades därför av en chock som var svår att relatera till tidigare kriser i modern tid, eftersom den till sin natur skilde sig från tidigare störningar.⁴² Detta bidrog till den stora osäkerheten om utvecklingen både på kort och på lång sikt. Till osäkerheten bidrog också att läget förändrades mycket snabbt – för snabbt för att de ekonomiska indikatorer som Riksbanken och andra förlitar sig på i normala tider skulle kunna ge en aktuell bild.⁴³ Det var därför svårt att få grepp om sättet på vilket coronakrisen påverkade ekonomin till en början.

Aktiv finanspolitik för övervintring

Det stod dock snabbt klart att konsekvenserna av pandemin var stora för hela det svenska näringslivet, där vissa branscher inom handels- och tjänstesektorn drabbades särskilt hårt. Företagen visste inte hur mycket verksamheten och de anställda skulle påverkas och för många var frågan om verksamheten ens skulle kunna fortsätta. Antalet varsel steg till nivåer långt över vad de varit i tidigare kriser (se diagram 26 i kapitel 3). Risken var stor för vågor av konkurser och uppsägningar. För att hjälpa livskraftiga företag att övervintra krisen och undvika en sådan utveckling behövde finanspolitiken spela en mer aktiv roll än vid tidigare kriser. Riksdagen och regeringen genomförde ett antal krisåtgärder med ekonomiskt stöd till företag, bland annat via korttidspermittering, omställningsstöd, stöd till enskilda och förstärkta skyddsnet för de som förlorade jobbet.

⁴⁰ På grund av snabbt stigande energipriser var KPIF-inflationen dock betydligt över 2 procent, se kapitel 1.

⁴¹ Effekterna som kan mätas i den ekonomiska statistiken säger dock inget om det stora mänskliga lidande som pandemin har medfört.

⁴² Det är svårt att dra paralleller till tidigare pandemier med tanke på de stora förändringarna av samhället som har skett sedan de inträffade, se S. Laséen (2021), "Hur varaktiga är de ekonomiska konsekvenserna av pandemier? 220 år av svenska erfarenheter", *Penning- och valutapolitik* nr 2, Sveriges riksbank.

⁴³ Det blev också svårare att mäta inflationen, eftersom pandemin påverkade hushållens konsumtionsmönster i stor utsträckning. Se fördjupningen "Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2021, Sveriges riksbank.

Penningpolitik i ny miljö för att förhindra en ännu djupare nedgång

Coronakrisen ställde även penningpolitiken inför nya utmaningar jämfört med tidigare kriser. Utmaningarna var bland annat kopplade till förändringar i den ekonomiska miljön. Gemensamt för många centralbanker, inklusive Riksbanken, var att pandemin inträffade i ett läge där man under en lång period bedrivit en expansiv penningpolitik för att få upp inflationen till inflationsmålen. Styrräntorna var därför låga redan före krisen och flera centralbanker hade byggt upp en portfölj med statsobligationer i syfte att pressa ned ränteläget ytterligare. Penningpolitiken i Sverige, men även i andra länder, behövde också förhålla sig till strukturella förändringar av företagens och bankernas finansieringssätt (se nästa avsnitt) – förändringar med betydelse för riskerna i det finansiella systemet och för sättet som penningpolitiken kan påverka produktionen, sysselsättningen och inflationen via finansmarknaderna.

En annan utmaning för penningpolitiken var den stora osäkerheten om hur pandemin och åtgärderna för att dämpa smittspridningen skulle påverka ekonomin. Vilka åtgärder behövdes, hur stora skulle de vara och hur länge skulle de vara på plats för att underlätta för företagen och hushållen att övervintra krisen? Det var också av stor vikt att se till att inte läget förvärrades av att krisen spred sig till finansmarknaderna. Pandemin hade då kunnat orsaka en ännu djupare ekonomisk nedgång. Flera av Riksbankens åtgärder hade därför också förebyggande inslag för att förhindra en kraftig kreditåtstramning.

Vikten av likviditet, fungerande kreditgivning och låga räntor

Även om coronakrisen alltså har haft ovanliga beståndsdelar var det vid pandemins inledning ganska klart vad Riksbankens krishantering behövde fokusera på, även om det inte gick att veta på förhand exakt vilka åtgärder som krävdes och hur omfattande de behövde vara.

Det ekonomiska blodomloppet måste hållas igång

Något som ofta händer tidigt i kriser är att företagen får brist på likvida medel. När efterfrågan på företagens produkter och tjänster faller brant minskar deras intäkter, vilket gör det svårare att betala till exempel löner. Det leder i sin tur till fler varsel och uppsägningar. Företagen försöker därför hålla sin betalningsförmåga uppe, bland annat genom de möjligheter till lån och krediter som företagen har via kunder, utgivning av egna värdepapper och bankerna. Bristen på likvida medel, och oron för en sådan brist, skapar på så vis en stor efterfrågan på krediter, vilket skapar en stress på de finansiella marknaderna.

Hos bankerna ökar efterfrågan på lån samtidigt som det blir allt mer osäkert om företagen har möjligheter att betala tillbaka lånen. Det gör att risken för förluster på kreditgivningen ökar och bankerna skärper därför villkoren för att få lån.⁴⁴ Bankernas

⁴⁴ Sämre utsikter för företagen gör också att bankerna av redovisningsskäl behöver ta höjd för ökade kreditförluster, vilket försämrar deras resultat och riskerar att dämpa kreditgivningen.

egen finansiering är dessutom i sig känslig för störningar, eftersom en bank lånar upp pengar på kort löptid för att sedan låna ut på längre. Den egna upplåningen behöver därför normalt betalas tillbaka innan banken får tillbaka pengarna man lånar ut. Osäkerheten om hur finansiellt starka företagen är och de sämre framtidsutsikterna gör att företagets aktievärden sjunker och investerarna söker sig hellre till relativt säkra, mer likvida tillgångar. Räntorna på olika finansiella marknader stiger i takt med kraven på kompensation för att hålla mer riskfyllda värdepapper. Marknader fungerar sämre och kan i vissa fall sluta att fungera. Stressen på de finansiella marknaderna ökar på så vis till följd av av stramare finansiella förhållanden.

I kriser finns det alltså stora risker för att det uppstår problem i det som ibland liknas vid blodomloppet i samhällsekonomin, det vill säga flödena av betalningar och krediter. Det kan förvärra det ekonomiska läget via en självförstärkande spiral av allt sämre finansiella förhållanden och kreditåstramningar och det blir därför av största vikt att förhindra att det inträffar. Vad Riksbanken kan göra är bland annat att tillföra pengar till det finansiella systemet så att kreditgivningen inte påverkas av en brist på likviditet. Som systemet är uppbyggt innebär det att Riksbanken riktar sina åtgärder mot bankerna och finansmarknaderna. Men det egentliga syftet med åtgärderna är att bidra till att kreditgivningen till hushåll och företag hålls igång för att mildra effekterna av krisen.

Penningpolitikens genomslag behöver säkerställas

Riksbanken har det lagstadgade uppdraget att upprätthålla ett fast penningvärde, vilket Riksbanken har preciserat som ett mål för inflationen på 2 procent. Penningpolitiken anpassas så att inflationsmålet kan nås på lite sikt. En förutsättning för detta är att effekten av penningpolitiken kan sprida sig på finansmarknaderna och vidare genom ekonomin, bland annat via de räntor som företag och hushåll möter, så att politiken i slutänden får den avsedda effekten på inflationen.

När någon eller flera av de finansiella marknaderna fungerar sämre och osäkerhet och riskpremier pressar upp marknadsräntorna blir dock effekten av penningpolitiken mindre eller ingen alls. Riksbanken behöver då vidta ytterligare åtgärder för att se till att penningpolitiken fungerar som tänkt ut mot hushåll och företag – att den så kallade transmissionen fungerar. Det finns på så vis inget motsatsförhållande mellan att å ena sidan sträva efter att klara inflationsmålet och stödja realekonomin och å andra sidan motverka problem på olika finansiella marknader och säkerställa att ökad risk och osäkerhet inte driver räntebildningen. Att transmissionen fungerar är ett villkor för att uppnå inflationsmålet.

Åtgärder måste vara ändamålsenliga

För att säkerställa likviditetsförsörjningen och transmissionen av penningpolitiken behöver Riksbankens åtgärder vara anpassade så att de kan lösa upp problem som uppstår i det finansiella systemet. I takt med att det sker strukturella förändringar på de finansiella marknaderna behöver Riksbanken därför vara beredd att skifta eller bredda fokus och överväga nya åtgärder.

Traditionellt har Riksbankens fokus främst varit på bankerna, bland annat för att svenska företag främst använt banklån för att finansiera sig. Så är det fortfarande. Men sedan den globala finanskrisen har företagen, framför allt större företag, i allt större utsträckning valt att söka finansiering direkt på de finansiella marknaderna genom att ge ut certifikat och obligationer. Marknadsfinansieringen utgör nu ungefär en tredjedel av företagens lånefinansiering, vilket storleksmässigt motsvarar drygt en fjärdedel av svensk BNP. Att företag har fler alternativ för sin finansiering är positivt. Men marknaden är ännu outvecklad och har en del andra egenskaper som gör den känslig för störningar.⁴⁵ Under pandemin fanns det därför skäl för Riksbanken att inte enbart inrikta åtgärderna mot bankerna.

Riksbankens köp av värdepapper en del av krishanteringen

Den 12 mars 2020, redan två dagar efter utfrågningen i finansutskottet, höll Riksbanken ett extrainsatt penningpolitiskt möte och fattade beslut om den första krisåtgärden.⁴⁶ Riksbanken bedömde då att det fanns en överhängande risk för en omfattande kreditåstramning som skulle förvärpa den ekonomiska nedgången och minska möjligheterna att uppfylla inflationsmålet. Detta möte följdes av ytterligare ett tjugotal penningpolitiska beslut, på möten eller per capsulam, under 2020 om åtgärder för att säkerställa bankernas möjligheter att finansiera sig, trygga kreditgivningen till företag och hushåll, bibehålla det låga ränteläget för banklån och värdepappersupplåning samt stödja den ekonomiska utvecklingen.⁴⁷

Nödvärdigt med en bred kombination av väl tilltagna åtgärder

Majoriteten av Riksbankens åtgärder sjösattes under mars och april 2020.⁴⁸ Eftersom utvecklingen framöver var så osäker var det omöjligt att finkalibrera åtgärder och eftersom situationen försämrades snabbt var det inte lämpligt att sätta in en åtgärd i taget och sedan invänta och utvärdera effekterna. Av försiktighetsskäl och för att minska osäkerheten och skapa stadga var det nödvändigt att agera snabbt, brett och i stor omfattning. Riksbanken satte därför in en lång rad åtgärder på kort tid för att se till att det fanns gott om likviditet, att transmissionen av penningpolitiken kunde fungera och att ränteläget kunde hållas nere. På så vis kunde en ännu större och mer långvarig nedgång i ekonomin undvikas, vilket också var positivt för inflationsutsikterna.

⁴⁵ Bland annat är marknaden koncentrerad till ett fåtal större företag och fastighetsföretagen står för knappt hälften av det utestående värdet av alla företagsobligationer. Se vidare S. Wollert (2020), "Svenska företagsobligationer under coronapandemin", *Staff memo*, oktober, Sveriges riksbank samt fördjupningen "Den svenska marknaden för företagsobligationer" i *Penningpolitisk rapport*, juli 2020, Sveriges riksbank.

⁴⁶ Ett program för utlåning på upp till 500 miljarder kronor till bankerna för vidareutlåning till företagen.

⁴⁷ Se *Redogörelse för penningpolitiken 2020* för detaljer om Riksbankens möten under 2020 och de åtgärder som beslutades vid respektive möte. Besluten under 2021 finns beskrivna i kapitel 2.

⁴⁸ Tabell 1 i appendix sammanfattar Riksbankens åtgärder och det huvudsakliga syftet med respektive åtgärd. Se också fördjupningen "Så har Riksbankens åtgärder fungerat under coronakrisen" i *Penningpolitisk rapport*, september 2020, Sveriges riksbank.

Tillgångsköp för att behålla effekten av penningpolitiken och hålla ränteläget nere

Riksbankens program för köp av olika värdepapper var en del av krishantering och utformades för att påverka finansmarknaderna brett. Köp av statsobligationer, som varit en del av Riksbankens penningpolitik sedan 2015, dämpar den allmänna räntnivån och de längre räntorna i ekonomin. Köpen kan också innebära en signal till marknaden att Riksbanken räknar med att reporäntan kommer hållas låg framöver. Lägre statsobligationsräntor kan dessutom bidra till att sänka räntorna på mer riskfyllda obligationer.⁴⁹ Köp av kommunobligationer kan ses som ett komplement till köp av statsobligationer för att påverka längre marknadsräntor. Säkerställda obligationer, det vill säga obligationer som garanteras av fastigheter och bostadsrätter, står för ungefär 70 procent av den totala finansieringen av de svenska bankernas bolån.⁵⁰ Om premierna på dessa obligationer stiger, vilket skedde i inledningen av coronakrisen, kan det därför påverka kreditgivningen och räntorna som hushållen och företagen möter stiger. Köp av säkerställda obligationer kan sänka ränteläget och finansieringskostnaderna för bankerna och på så vis stötta kreditgivningen i ekonomin.

Köp av företagspapper är en ovanlig åtgärd för Riksbanken och andra centralbanker och genomfördes under pandemin för att stabilisera läget på marknader som påverkades av osäkerheten och stigande riskpremier. Om marknaden för företagsobligationer inte fungerar kommer företag som finansierar sig på detta sätt, vilket framför allt är stora företag, att i högre utsträckning vända sig till bankerna för att låna och riskerar då att tränga undan utlåningen till mindre företag. Genom att stötta marknaden för företagspapper kan därför stressen för andra typer av kreditgivning också minska.

Beslut om ramarna för programmet och om köpen av enskilda värdepapper

Riksbanken fattade ett första beslut om programmet för köp av värdepapper med anledning av pandemin den 16 mars 2020. I beslutet satte Riksbanken en ram för köpen på sammanlagt upp till 300 miljarder kronor fram till december 2020.⁵¹ Efter kompletterande beslut ett par dagar senare omfattade köpen svenska nominella och reala statsobligationer, obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB, säkerställda obligationer utgivna av svenska institut samt obligationer och certifikat utgivna av svenska icke-finansiella företag. Diagram 33 visar Riksbankens innehav av värdepapper från det att köpen av statsobligationer startade 2015 till och med sista kvartalet 2021.⁵²

⁴⁹ Se J. Alsterlind, H. Erikson, M. Sandström och D. Vestin (2015), "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", *Ekonomisk kommentar* nr 12, Sveriges riksbank.

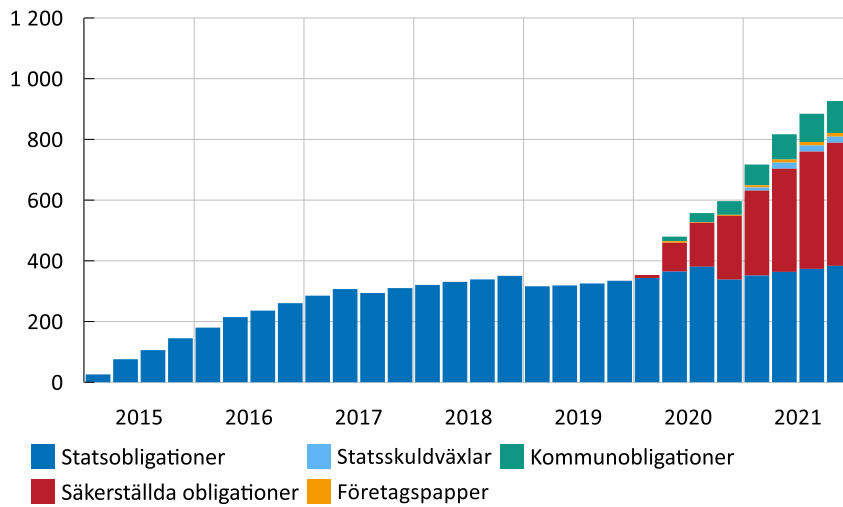
⁵⁰ Se R. Eidestedt, D. Forsman och E. Ünlü (2020), "Storbankernas finansiering och dess påverkan på hushållens bolåneräntor", *Ekonomisk kommentar* nr 14, Sveriges riksbank.

⁵¹ Rambeloppet för pandemiprogrammet och de köp av statsobligationer som skedde inom programmet var utöver de köp under 2020 som beslutats före pandemin.

⁵² Mer detaljer om Riksbankens köp av värdepapper i praktiken finns i D. Hansson och J. Birging (2021), "Riksbankens värdepappersköp under pandemin", *Ekonomisk kommentar* nr 12, Sveriges riksbank.

Diagram 33. Riksbankens innehav av värdepapper

Nominellt belopp, miljarder kronor

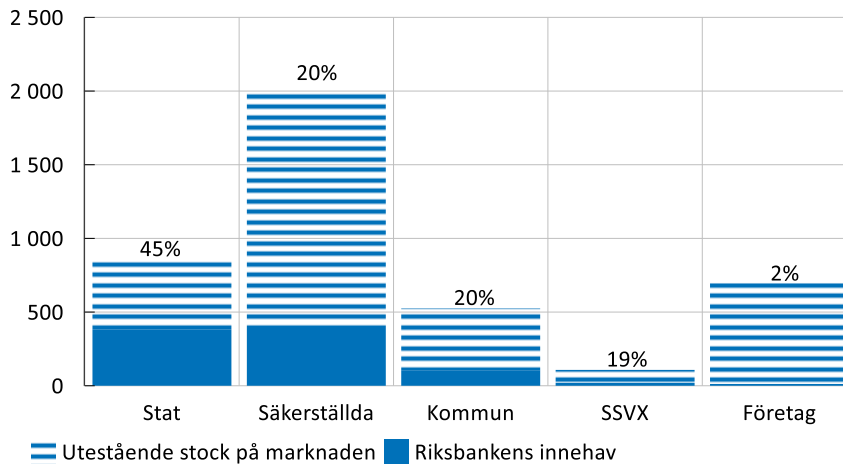


Anm. Företagspapper avser obligationer och certifikat utgivna av icke-finansiella företag.

Källa: Riksbanken.

Diagram 34. Riksbankens innehav av värdepapper jämfört med den utestående stocken på marknaden

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet visar Riksbankens innehav i statsobligationer, säkerställda obligationer, kommunobligationer, statsskuldväxlar (SSVX) och företagsobligationer jämfört med den totala utestående stocken för respektive värdepapperstyp på svenska marknaden. Siffrorna visas i miljarder svenska kronor per den 2021-12-31. Innehavet som andel av den utestående stocken är avrundat till närmaste procentenhet.

Källor: SCB och Riksbanken.

Efter de inledande köpen fastställde Riksbanken en ordning där man fattade beslut om fördelningen och storleken på köpen av olika värdepapper inom programmet för ett kvartal i taget. Det gav en flexibilitet att löpande anpassa penningpolitiken och köpen av värdepapper till situationen på marknaderna och konjunktur- och

inflation utsikterna. I juni och november 2020 justerade Riksbanken också ramen för programmet och förlängde det för att säkerställa att ekonomin skulle få ett långvarigt och tillräckligt omfattande stöd. Sammantaget utökades ramen så att köp kunde ske upp till 700 miljarder kronor till och med den sista december 2021.⁵³ Under 2021 gjorde Riksbanken inga ytterligare förändringar av ramen och programmet löpte ut den sista december 2021. Från och med första kvartalet 2022 har Riksbankens köp av värdepapper enbart inriktats på att kompensera för värdepapper som förfaller.

Diagram 34 visar Riksbankens innehav av olika värdepapper i slutet av december 2021 i förhållande till hur mycket av de olika värdepapperna som fanns på marknaden. Riksbankens innehav av cirka 45 procent av statsobligationerna speglar att Riksbanken köpte statsobligationer även innan 2020. Köpprogrammet under pandemin resulterade i ett innehav av kommunobligationer, säkerställda obligationer och statsskuldsväxlar på cirka 20 procent av den totala utestående stocken av respektive värdepapper. Köpen av företagsobligationer och certifikat var betydligt mindre. I slutet av 2021 ägde Riksbanken knappt 2 procent av dessa obligationer och inga certifikat.

Utvecklingen under våren 2020

Hittills har framställningen beskrivit Riksbankens köp av värdepapper under krisen och syftet med dem. Vad har då köpen haft för effekter? En övergripande observation är att kombinationen av åtgärder som riksdagen, regeringen, Riksbanken och andra svenska myndigheter genomförde, tillsammans med åtgärderna i andra länder, lyckades motverka turbulensen som uppstod på de finansiella marknaderna när pandemin startade. Chocken till ekonomin som pandemin förde med sig förvärrades således inte via de finansiella marknaderna. Riksbankens åtgärder, bland annat köpen av värdepapper, bidrog till detta. Det är dock svårt att identifiera bidraget från en specifik åtgärd. Dessutom är det svårt att uppskatta effekten av en åtgärd som delvis är utformad så att något **inte** ska inträffa eller inte bli värre – är åtgärden lyckosam finns inget sämre utfall att jämföra med.

Man kan dock få en bild av hur effektiva åtgärderna var genom att följa utvecklingen av kreditgivning och på de finansiella marknaderna under coronakrisen, dels via olika räntor och kreditstockar, dels via företagens och bankernas mer subjektiva bedömningar av utvecklingen under perioden.⁵⁴

⁵³ Beslutet i november innebar att köpprogrammet också inkluderade statsskuldsväxlar och gröna stats- och kommunobligationer för att genomslaget på räntorna skulle bli ännu bredare.

⁵⁴ En detaljerad kronologisk genomgång av utvecklingen på de finansiella marknaderna under pandemins inledning och de åtgärder som Riksbanken och andra genomförde finns i P. Gustafsson och T. von Brömsen (2021), "Coronapandemin: Riksbankens åtgärder och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020", *Penning- och valutapolitik* nr 1, Sveriges riksbank. Se också kapitel 3 i Coronakommissionens slutbetänkande "Sverige under pandemin", SOU 2022:10.

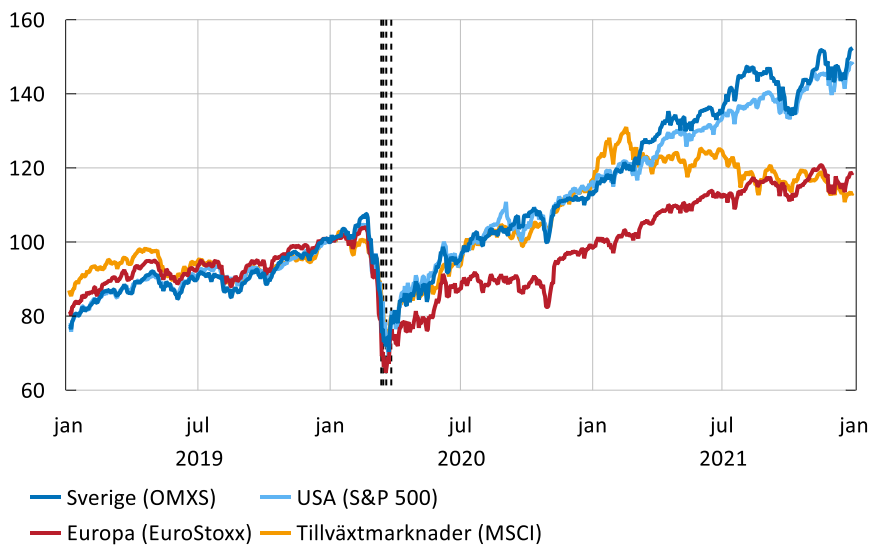
Snabb försämring av kreditläget riskerade att fördjupa den ekonomiska krisen

Spridningen av coronaviruset och osäkerheten om den framtida utvecklingen ökade under vintern 2020 och företagens utsatta situation skapade allt större oro på de finansiella marknaderna. Som diagram 35 illustrerar började den svenska börsen, liksom börser runt om i världen, att falla brant mot slutet av februari. Investerarna ville hålla säkra tillgångar istället för riskfyllda tillgångar och detta gjorde att riskpremierna steg kraftigt i mars. Det speglades i de växande skillnaderna mellan räntorna på mer riskfyllda obligationer och räntan på statsobligationer, som diagram 36 visar.⁵⁵

Företagen fick det svårare att finansiera sig via företagscertifikat och företagsobligationer, och parallellt fick svenska banker svårare att säkra sin finansiering, bland annat minskade efterfrågan på deras säkerställda obligationer. Det stora trycket att sälja riskfyllda obligationer, framför allt företagspapper men även säkerställda obligationer, blev allt svårare att hantera på marknaderna. Det blev en allt större skillnad mellan priset som investerarna kunde tänka sig att köpa för och priset som utgivarna av företagsobligationer ville sälja till.⁵⁶ Under en period emitterades inga nya företagsobligationer alls.

Diagram 35. Börsutveckling i inhemsk valuta

Index, 2020-01-03=100



Anm. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars 2020.

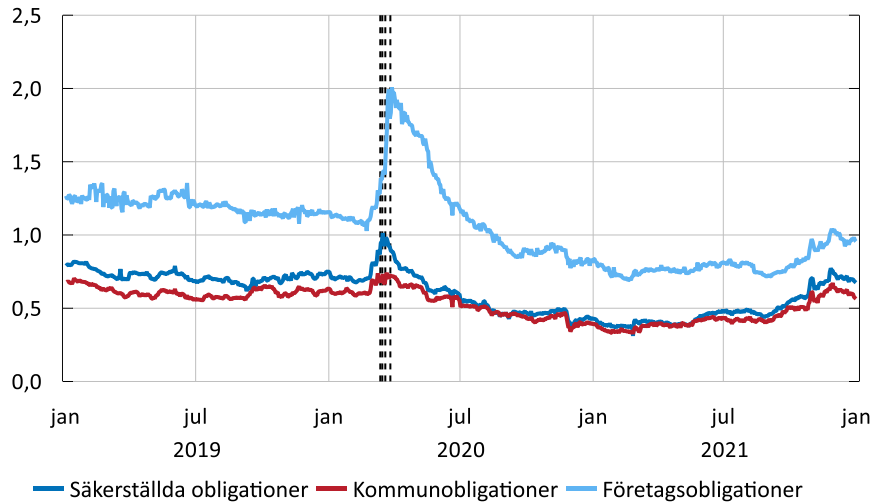
Källa: Macrobond.

⁵⁵ Diagram 34 och 35 illustrerar utvecklingen 2019–2021. Diagram 1 och 2 i appendix visar utvecklingen av börserna och ränteskillnaderna enbart under det akuta läget i mars och april 2020. Diagram 3 och 4 i appendix visar hur räntorna utvecklades 2019–2021 respektive mars–april 2020.

⁵⁶ Se diagram 5 och 6 i appendix. Mer detaljer om utvecklingen finns i S. Wollert (2020), "Svenska företagsobligationer under coronapandemin", *Staff memo*, oktober, Sveriges riksbank.

Diagram 36. Ränteskillnad mellan olika obligationsslag och statsobligationer i Sverige, 5 års löptid

Procentenheter

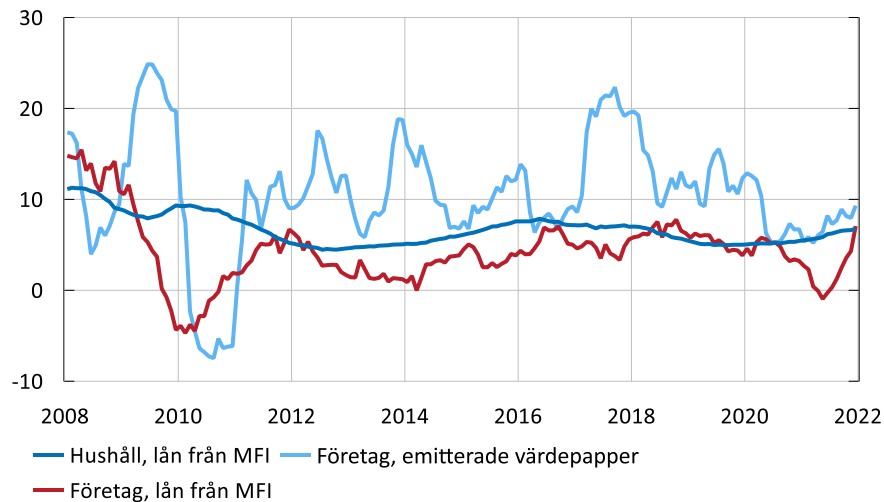


Anm. Säkerställda obligationer, företags- och statsobligationer är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer inkluderar företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är benchmark-obligationer, utgivna av Kommuninvest. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars 2020.

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Diagram 37. 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. Lån från MFI utgör ca två tredjedelar av den totala utlåningen till företag medan emitterade värdepapper utgör ca en tredjedel.

Källa: SCB.

Enkäter av Riksbanken, Konjunkturinstitutet och Almi samt andra kontakter som Riksbanken hade med företag, banker och aktörer på de finansiella marknaderna bekräftade det akuta läget. Företagen talade om brist på likviditet till följd av minskade intäkter, samtidigt som villkoren för den externa finansieringen hade försämrats. Flera upplevde att bankerna var överhopade av låneförfrågningar och att räntorna på lånen steg. Bankerna upplevde samtidigt att deras finansiering på både kort och lång sikt hade blivit mer problematisk.

Den aggregerade statistiken indikerar dock att läget inte övergick till en allvarlig kreditstramning. Utlåningsräntorna till hushåll och företag ökade något men var i princip stabila (se diagram 4 i kapitel 1). Av diagram 37 framgår att utlåningen från bankerna och andra monetära institut till hushållen i princip inte påverkades. Företagen minskade sin utgivning av värdepapper men kunde till viss del ersätta den källan till finansiering med banklån. Utlåningen till företagen ökade under våren och sommaren 2020. En uppdelning visar att bankernas kortfristiga utlåning till företag i alla storlekar ökade med 40–50 procent på kort tid i inledningen av pandemin (se diagram 7 i appendix). Utlåningen på längre löptider ökade också men främst till de stora företagen, vilket skulle kunna vara ett tecken på att bankerna påverkades av de osäkra framtidsutsikterna och höll tillbaka delar av utlåningen till mindre företag (se diagram 8 i appendix).

Riksbankens köp av värdepapper och stabilisering av läget

Den omfattande oron och de snabbt försämrade utsikterna för svenska företag fick alltså Riksbanken att vidta en rad åtgärder med start den 12 mars. Den 16 mars aviserade Riksbanken bland annat programmet för köp av värdepapper som beskrivits ovan. Att döma av hur svenska räntor utvecklades direkt efter aviseringen kan den ha bidragit till att dämpa uppgången.⁵⁷ Dessa två datum, liksom beslutet den 19 mars att inkludera köp av företagspapper i programmet och aviseringen den 26 mars av startpunkten för och detaljerna kring köpen av företagscertifikat, är markerade i diagram 35 och diagram 36.⁵⁸

De finansiella förhållandena började bli mer stabila i slutet på mars och under april. Utvecklingen berodde sannolikt på flera samverkande faktorer. Fler och omfattande åtgärder lanserades internationellt. Diagram 13 i kapitel 2 illustrerar hur åtgärderna från Federal Reserve, ECB och Bank of England, bland annat deras köp av värdepapper, fick dessa centralbankers balansräkningar att växa kraftigt. Tidigare aviserade åtgärder i Sverige blev också mer konkreta och började implementeras. Riskpremierna på säkerställda obligationer minskade till nära noll efter att Riksbanken erbjöd sig att

⁵⁷ Se P. Gustafsson (2022), "En händelsestudie av värdepappersköpens effekter på finansiella priser under pandemin", *Staff memo*, mars, Sveriges riksbank.

⁵⁸ Det är viktigt att notera att regeringen och andra myndigheter än Riksbanken annonserade åtgärder samtidigt, till exempel presenterades systemet för korttidspermitteringar den 16 mars. Vid den här tiden påverkades dessutom förhållandena i Sverige av de omfattande program med åtgärder som aviserades och genomfördes globalt, inte minst av andra centralbanker.

köpa obligationer.⁵⁹ Ränteskillnaden mellan företags- och statsobligationer stabiliserades i samband med att Riksbanken aviserade detaljerna om köpen av företagscertifikat den 26 mars och inledde köpen den 2 april (se diagram 36 och diagram 2 i appendix).

Riksbanken specificerade planen för köp av företagsobligationer i mitten på 2020 och inledde köpen i september. Vid det laget hade marknaden återhämtat sig och räntorna på företagsobligationer låg bara något över de nivåer som rådde innan pandemin. Det fanns goda skäl att tro att Riksbankens tidigare besked om kommande köp av företagsobligationer hade bidragit till detta. Även om den önskade effekten på marknaden redan hade uppnåtts var det viktigt att Riksbanken faktiskt också genomförde köpen. Att inte göra det kunde öka osäkerheten på marknaden och innebära att framtida signaler om köp av värdepapper riskerade att få mindre effekt. Det var också viktigt att genomföra köpen för att snabbt kunna skala upp dem om läget på marknaden skulle försämrats.

Utvecklingen från sommaren 2020 och framåt

Under sommaren 2020 minskade oron över företagens betalningsförmåga, investerarna var mer villiga att hålla riskfyllda tillgångar och läget på de finansiella marknaderna blev lugnare. Utbudet av krediter hölls uppe, räntorna föll och ränteskillnaden mellan mer riskfyllda obligationer och statsobligationer minskade trendmässigt (se diagram 36). Men även om en finanskris avväjts och utvecklingen blivit mer stabil var läget fortfarande skört. Smittspridningen hade gått ned under våren och sommaren, men hur pandemin skulle utvecklas och vad det skulle innebära för återhämtningen och för inflationen framöver var mycket osäkert. Under hösten kom också ett bakslag med ökad smittspridning och skärpta restriktioner i många länder. Penningpolitiken behövde säkra och signalera ett långvarigt stöd till kreditförsörjningen och till återhämtningen. Riksbanken utökade därför rambeloppet och förlängde programmet för köp av värdepapper till slutet av 2021. Dessutom valde Riksbanken att öka takten i köpen under första kvartalet 2021 jämfört med sista kvartalet 2020.

Det låga ränteläget och expansiva finansiella förhållanden har gett stöd åt återhämtningen

Programmet för köp av värdepapper kom på plats i ett läge då oron och oviljan hos investerare att hålla mer riskfyllda tillgångar gjorde att räntorna på dessa tillgångar och på statsobligationer drogs isär allt mer. Genom att köpa tillgångar kunde Riksbanken ta över en del av risken från marknaden och på så vis bidra till att ränteskillnaderna inte ökade ytterligare och så småningom minskade. Senare under pandemin, när läget på de finansiella marknaderna hade stabiliserats och ränteutvecklingen inte längre i

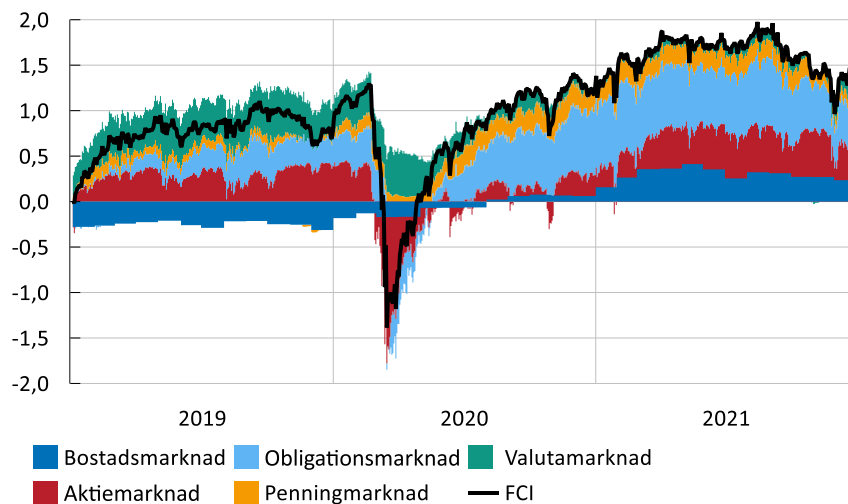
⁵⁹ Det är dock svårt att fastställa exakt hur mycket Riksbankens köp bidrog till detta. Se J. Alsterlind (2021), "Utvecklingen av riskpremierna på säkerställda obligationer under coronapandemin", *Ekonomisk kommentar* nr 13, Sveriges riksbank.

första hand drevs av riskpremier, syftade köpen mer till att på bred front hålla nere ränteläget i ekonomin och stimulera efterfrågan.

Diagram 38 illustrerar Riksbankens index för finansiella förhållanden, FCI, och ger en övergripande bild av utvecklingen på de finansiella marknaderna under pandemin.⁶⁰ Som diagrammet visar skedde det ett snabbt skift från expansiva till mycket strama finansiella förhållanden i inledningen av 2020 beroende på utvecklingen på aktie- och obligationsmarknaden. Efter det akuta läget blev förhållandena allt mer expansiva från sommaren 2020 fram till sommaren 2021. De finansiella förhållandena har på så vis gett stöd åt återhämtningen (se kapitel 1).

Diagram 38. Index för finansiella förhållanden

Standardavvikelser



Anm. Ett högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden. De färgade staplarna visar de olika delmarknadernas bidrag till utvecklingen i indexet.

Källa: Riksbanken.

Utvecklingen beror delvis på det låga ränteläget i ekonomin. Går det att säga något mer specifikt om tillgångsköpens bidrag till detta? Som nämnts tidigare är det problematiskt av flera skäl, inte minst för att många andra åtgärder genomfördes samtidigt.⁶¹ Ett sätt att försöka identifiera effekterna är att studera utvecklingen på de finansiella marknaderna i samband med att Riksbanken gjort aviseringar kring köpen. En sådan studie av effekterna då Riksbanken lanserade köpprogrammet och senare

⁶⁰ För detaljer om indexet, se J. Alsterlind, M. Lindskog och T. von Brömsen (2020), "Ett index för finansiella förhållanden", *Staff memo*, februari, Sveriges riksbank.

⁶¹ Man kan dra vissa slutsatser om effekterna baserat på studier av Riksbankens köp av statsobligationer innan pandemin. En svårighet är dock att köpen under pandemin till största delen bestod av andra värdepapper. För analyser av effekterna av köpen av statsobligationer, se till exempel O. Melander (2021), "Effekter på finansiella marknader av Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2017", *Penning- och valutapolitik* nr 1, Sveriges riksbank, H. Erikson (2021), "Central bank bond purchases and premiums – the Swedish experience", *Staff Memo*, december, Sveriges riksbank samt R. De Rezende, D. Kjellberg och O. Tysklind (2015), "Effects of the Riksbank's Government Bond Purchases on Financial Prices", *Ekonomisk kommentar* nr 13, Sveriges riksbank.

aviserade förändringar av köpramen och längden på programmet tyder på att köpen bidrog till mer expansiva finansiella förhållanden via lägre räntor, en svagare växelkurs och högre aktiepriser. Det var i synnerhet räntorna på kommunobligationer och säkerställda obligationer som påverkades, vilket var obligationer som utgjorde en stor del av Riksbankens köpprogram.⁶²

Viktigt för konjunktur- och inflationsutsikterna med ett uthålligt stöd från penningpolitiken

Under vintern och våren 2021 ljusnade konjunkturutsikterna. Vaccinationerna mot covid-19 tog fart och det blev tydligt att effekterna av den andra stora vågen av smittspridning och skärpta restriktioner inte fick lika stora effekter på ekonomin i Sverige och i omvärlden som den första vågen under våren 2020. Återhämtningen var på god väg men det krävdes fortsatt stöd för att stärka arbetsmarknaden, få upp resursutnyttjandet i ekonomin och därmed inflationsutsikterna (se kapitel 2). Riksbanken, liksom många andra centralbanker, bedömde att penningpolitiken behövde vara uthållig och att det fanns en stor risk för att en avveckling av krisåtgärderna och minskat stöd från penningpolitiken, eller förväntningar om detta, kunde bryta konjunkturuppgången. Flera krisåtgärder som sattes in i den akuta inledningen av krisen kunde dock avvecklas under 2021. Riksbanken avslutade bland annat lånefaciliteter som det varit låg efterfrågan på sedan en tid och beslutade att återställa kraven på säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken.

I början av 2021 signalerade Riksbanken att hela ramen för programmet för värdepappersköpen på upp till 700 miljarder kronor sannolikt skulle utnyttjas fullt ut. Besluten under 2021 handlade om hur det återstående utrymmet skulle fördelas på olika värdepapper och som framgår av diagram 33 ovan trappade Riksbanken successivt ned storleken på köpen under året. Andra centralbanker med liknande köpprogram fortsatte också att utöka innehaven av värdepapper under 2021, även om köptakterna och fördelningen på olika värdepapper skiljde sig något åt. Mot slutet av året blev frågan om en kommande nedtrappning av den expansiva penningpolitiken mer aktuell, liksom frågan om när och i vilken takt centralbankernas portföljer med värdepapper borde minska (se kapitel 4).⁶³

Den mycket expansiva penningpolitiken speglar omfattningen av krisen

Under 2021 började debatten om centralbankernas köp av värdepapper att färgas av en oro över de sidoeffekter som åtgärderna kunde medföra och de risker de bidragit till. Det handlade bland annat om att köpen fått priserna på tillgångar att stiga generellt och, i Riksbankens fall, specifikt priserna på bostäder.⁶⁴ När det gäller just bostadspriserna steg dessa under pandemin trots att bolåneräntorna var i stort sett oförändrade. Det talar för att annat än den expansiva penningpolitiken och köpen av säkerställda obligationer påverkade utvecklingen (se kapitel 4). Köpen gjordes bland

⁶² P. Gustafsson (2022), "En händelsestudie av värdepappersköpens effekter på finansiella priser under pandemin", *Staff memo*, mars, Sveriges riksbank.

⁶³ Se också fördjupningen "Utländska centralbankers planer för en gradvis mindre expansiv penningpolitik" i *Penningpolitisk rapport*, september 2021, Sveriges riksbank.

⁶⁴ Det har i sin tur lett vidare till diskussioner om penningpolitikens fördelningseffekter, se kapitel 4.

annat för att underlätta bankernas finansiering i ett akut läge och för att motverka en uppgång i bolåneräntorna och minska risken för en sättning på bostadsmarknaden som hade tyngt hushållens ekonomi ytterligare under pandemin.

Mer generellt har Riksbanken bedrivit en penningpolitik under pandemin för att mildra krisens effekter och stötta återhämtningen och inflationen. Den expansiva politiken har förstärkt vissa sårbarheter och risker och det är viktigt att identifiera och hantera dessa.⁶⁵ Men penningpolitiken har, liksom alltid, behövt fokusera på konjunktur- och inflationsutsikterna och bör utvärderas ur det perspektivet. Det är därför viktigt att man relaterar köpen av värdepapper och andra åtgärder till omfattningen av krisen och de stora negativa effekter den både fick och riskerade att få på realekonomin och inflationen.

Köpen av värdepapper har varit en del av den framgångsrika hanteringen av coronakrisen

En fråga som alla ekonomiska beslutsfattare brottades med i mars 2020 var hur coronakrisen skulle utveckla sig. Hur djup skulle den ekonomiska nedgången bli, hur länge skulle ekonomin påverkas och vad behövde man göra för att motverka ett ännu djupare fall och ge ekonomin så bra förutsättningar att återhämta sig som möjligt? För att minska osäkerheten och skapa stadga, men också av förebyggande skäl, var det nödvändigt att agera snabbt, brett och i stor omfattning snarare än att finkalibrera enskilda åtgärder. För Riksbanken handlade det dels om att se till att det fanns gott om likviditet och att motverka att oron på finansmarknaderna trappades upp ytterligare via problem med kreditgivningen, dels om att säkerställa ett lågt allmänt ränteläge. Riksbanken genomförde därför in en lång rad åtgärder på kort tid, inklusive programmet för köp av värdepapper.

Två år senare kan man konstatera att coronakrisen har varit en påfrestning på samhällsekonomin, men också att återhämtningen har överträffat många förväntningar. Åtgärder av riksdagen och regeringen, Riksbanken och andra myndigheter bidrog till att avvärja en finanskris och med stöd från en expansiv finans- och penningpolitik har konjunkturläget blivit allt starkare. I det perspektivet har den samlade krishanteringen varit framgångsrik. Det är dock svårt att avgöra vilken betydelse enskilda åtgärder har spelat. Givet målsättningen med programmet för köp av värdepapper är Riksbankens bedömning att köpen har fyllt sin funktion och att de har bidragit till att begränsa pandemins skadeverkningar på den svenska ekonomin.

⁶⁵ Ett exempel är hushållens höga skuldsättning som gör att det behövs breda reformer inom bostads- och skattepolitiken, se *Finansiell stabilitet 2021:2*, Sveriges riksbank.

FÖRDJUPNING – Riksbankens utvecklingsarbete

Fokus för Riksbankens penningpolitiska utvecklingsarbete under 2021 låg på att analysera uppgången i inflationen och effekter av nya penningpolitiska verktyg. En fråga som behövde analyseras var hur inflationsutvecklingen påverkades av höga energipriser och flaskhalsar i produktionskedjor, och i vilken omfattning dessa faktorer kunde väntas göra varaktiga avtryck i inflationen. När det gäller effekter av penningpolitiska verktyg var en viktig fråga att närmare utreda konsekvenserna av de omfattande köp av värdepapper som Riksbanken har genomfört under coronakrisen. Därutöver har Riksbanken bland annat analyserat ECB:s nya penningpolitiska ramverk, utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden samt hur klimatförändringar kan påverka ekonomin.

Fokus på inflationsutvecklingen och effekter av penningpolitiska åtgärder

Under 2021 steg inflationen kraftigt såväl i omvärlden som i Sverige. Flera olika faktorer bidrog till detta: fraktkostnader, flaskhalsar i produktionskedjorna och energipriser. I olika publikationer har Riksbanken försökt utreda de här faktorernas effekter på inflationen såväl i omvärlden som i Sverige. Dessutom har Riksbanken analyserat och beskrivit olika centralbankers strategier för att hantera det stigande inflationstrycket.

Eftersom Riksbanken har infört en rad penningpolitiska verktyg under coronakrisen har det varit av största vikt att analysera deras effekter på ekonomin. En viktig fråga har rört de sidoeffekter på ekonomin som kan uppstå vid tillgångsköp, bland annat effekterna på fördelningen av inkomster och förmögenheter. Riksbanken har också analyserat de köp av statsobligationer som gjordes före coronakrisen, för att få en bättre allmän förståelse för hur tillgångsköp påverkar ekonomin.

Bland Riksbankens övriga utvecklingsarbete under året med bäring på penningpolitik kan nämnas att beskriva och analysera konsekvenserna av ECB:s förändrade penningpolitiska ramverk, hur den svenska arbetsmarknaden ska bedömas i ljuset av omläggningen av SCB:s statistik, kronans utveckling samt effekterna av klimatförändringar på inflationen och realekonomin.

Tabell 3. Penningpolitiskt relaterade studier gjorda 2021.

Publiceringsår är 2021 om inget annat anges

Fördjupningar i den penningpolitiska rapporten
"Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen", februari.
"Alternativa scenarier för den ekonomiska återhämtningen", februari.
"AKU-omläggningen och Riksbankens arbetsmarknadsbedömning", februari.
"Utvecklingen av Riksbankens värdepappersinnehav", februari.
"Snabbt stigande bostadspriser trots coronakris", april.
"Alternativa scenarier för återhämtningen", april.
"Hur påverkar högre råvarupriser och fraktkostnader svensk inflation?", juli.
"Expansiv finanspolitik i omvärlden bidrar till återhämtningen", juli.
"Utländska centralbankers planer för en gradvis mindre expansiv penningpolitik", september.
"Olika metoder att mäta boendekostnader i konsumentprisindex", september.
"Ny penningpolitisk strategi i euroområdet", september.
"Låga globala realräntor även framöver?", november.
"En högre inflation – tillfälligt eller varaktigt?", november.
Ekonomiska kommentarer
I. Häkkinen Skans, "Coronakrisen och arbetsmarknaden – effekter på kort och lång sikt, nr 1.
P. Di Casola, "Vad säger forskningen om effekterna av centralbankers balansräkningsåtgärder?", nr 2.
M. Löf, "Konjunktur- och växelkurskänsliga priser", nr 5.
J. Alsterlind, "Varför har de amerikanska långräntorna stigit?", nr 6.
G. Lundgren, "Enkätbaserade inflationsförväntningar", nr 7.
H. Erikson och D. Vestin, "Genomslaget av negativa styrräntor", nr 9.
B. Andersson, M. Apel och I. Häkkinen Skans, "10 frågor och svar om fördelningseffekterna av penningpolitiken", nr 11.
D. Hansson och J. Birging, "Riksbankens värdepappersköp under coronapandemin", nr 12.
J. Alsterlind, "Utvecklingen av riskpremierna på säkerställda obligationer under coronapandemin", nr 13.
E. Bylund och M. Jonsson, "En översikt av de ekonomiska konsekvenserna i NGFS klimatscenarier", nr 14.

Penning- och valutapolitik

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

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

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

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

C.-J. Belfrage, "Kronans utveckling i ett längre perspektiv", nr 2.

S. Laséen, "Hur varaktiga är de ekonomiska konsekvenserna av pandemier? 220 år av svenska erfarenheter", nr 2.

K. Kladičko och P. Österholm, "Can households predict where the macroeconomy is headed?", nr 2.

Staff memo

J. Camacho och A. Lindström, "Växelkurs och betalningsbalans – ett samband som gått vilse?", april.

A. M. Ceh, J. Manfredini, O. Melander och S. Wollert, "Equity market valuation in light of low interest rates", november.

H. Erikson, "Central bank bond purchases and premiums – the Swedish experience", december.

Working paper series

C. Bertsch, I. Hull och X. Zhang, "Narrative Fragmentation and the Business Cycle", no. 401.

M. Blix Grimaldi, A. Crosta och D. Zhang, "The Liquidity of the Government Bond Market – What Impact Does Quantitative Easing Have? Evidence from Sweden", no. 402.

N. Amberg, T. Jansson, M. Klein och A. Rogantini Picco, "Five Facts about the Distributional Income Effects of Monetary Policy", no. 403.

P. Di Casola och P. Stockhammar, "When domestic and foreign QE overlap: evidence from Sweden", no. 404.

C. Olovsson, K. Walentin och A. Westermarck, "Dynamic Macroeconomic Implications of Immigration", no. 405.

O. Faryna, M. Jonsson och N. Shapovalenko, "The cost of disinflation in a small open economy vis-à-vis a closed economy", no. 407.

DIAGRAMAPPENDIX

Tabell 1. Riksbankens åtgärder under coronapandemin

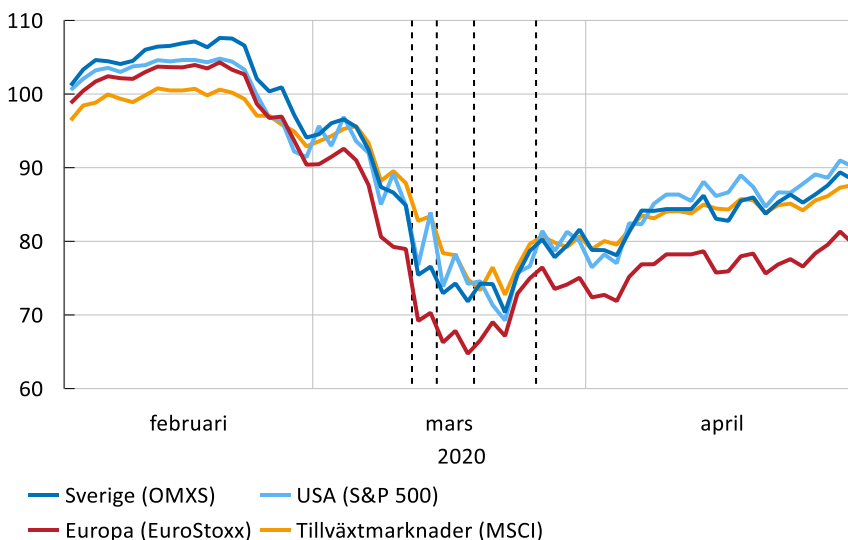
Åtgärd	Syften
Program för lån till banker för vidareutlåning till företag	Stödja kreditgivningen till icke-finansiella företag
Köp av statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer, statsskuldväxlar, företagsobligationer och företagscertifikat	Bidra till låga räntor i hela ekonomin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

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

Källa: Riksbanken.

Diagram 1. Börsutveckling i inhemsk valuta

Index, 2020-01-03 = 100

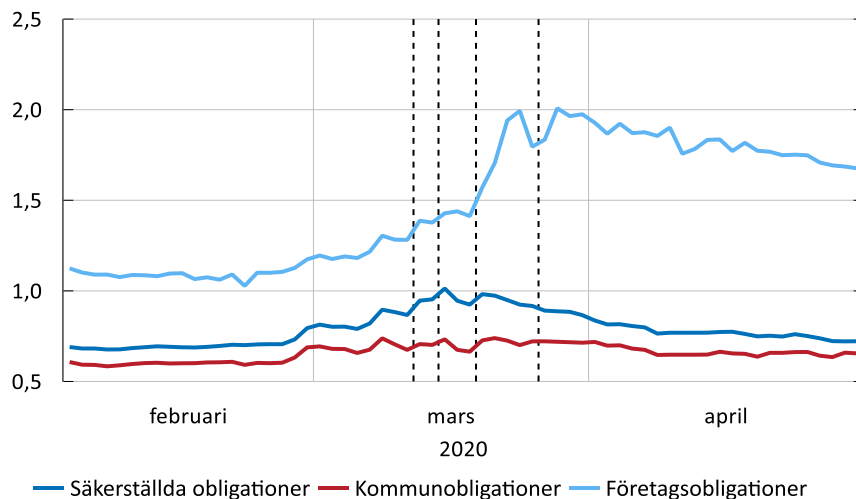


Anm. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars.

Källa: Macrobond.

Diagram 2. Ränteskillnad mellan olika obligationslag och statsobligationer i Sverige, 5 års löptid

Procentenheter

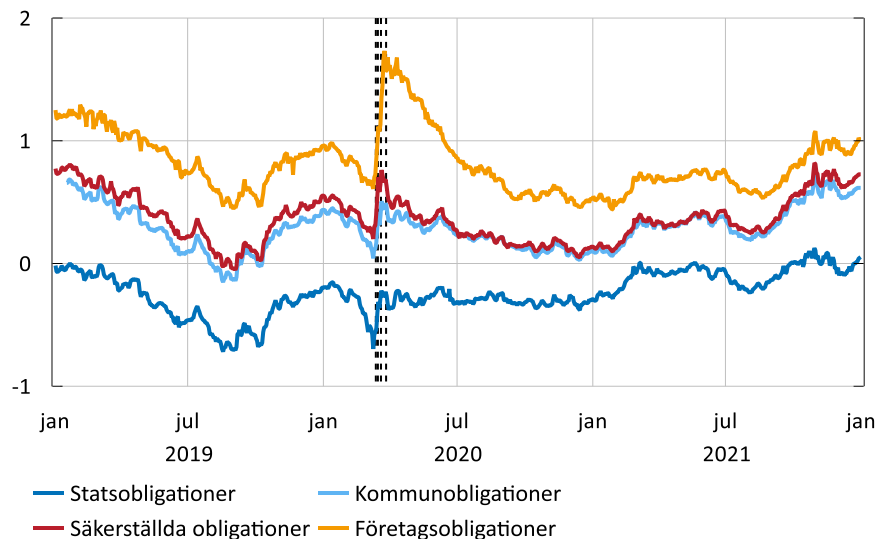


Anm. Säkerställda obligationer, företags- och statsobligationer är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer inkluderar företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är benchmark-obligationer utgivna av Kommuninvest. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars.

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Diagram 3. Obligatoräntor, 5 års löptid

Procent

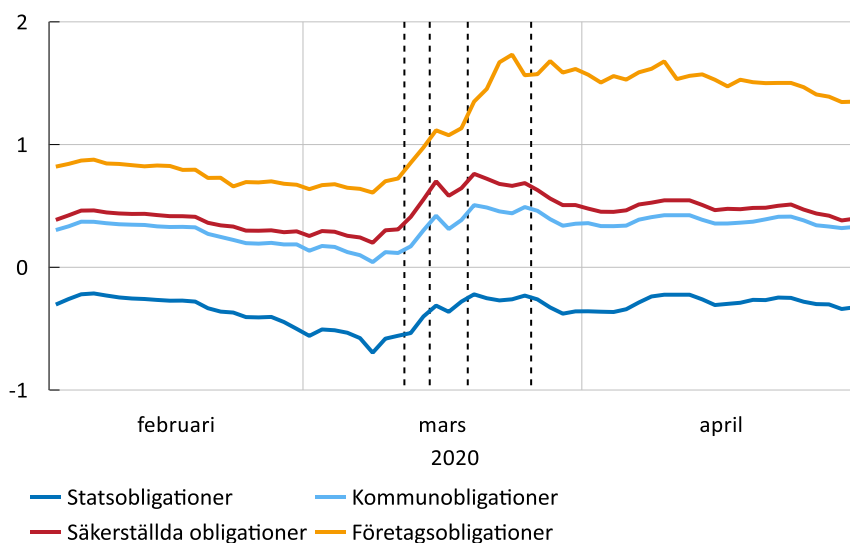


Anm. Säkerställda och företagsobligationer är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden, obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är benchmark-obligationer utgivna av Kommuninvest. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars.

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Diagram 4. Obligationsräntor, 5 års löptid

Procent

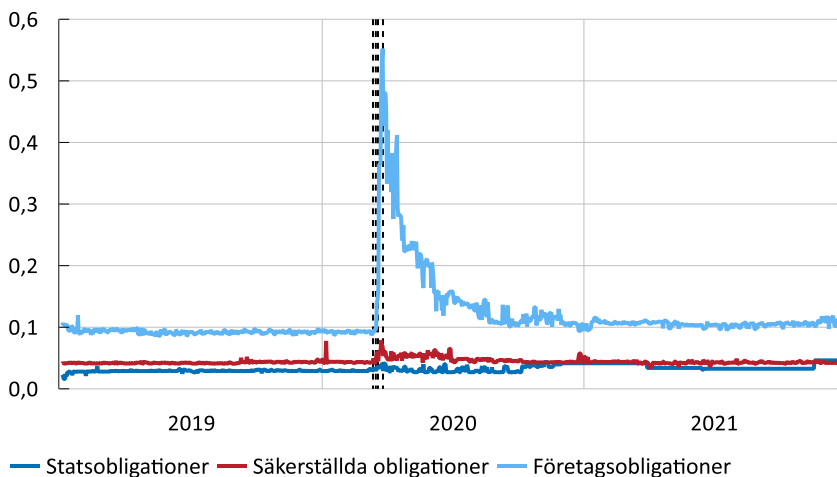


Anm. Säkerställda obligationer, företags- och statsobligationer är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer inkluderar företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är benchmark-obligationer utgivna av Kommuninvest. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars 2020.

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Diagram 5. Skillnad mellan sälj- och köpräntor på obligationer

Procentenheter

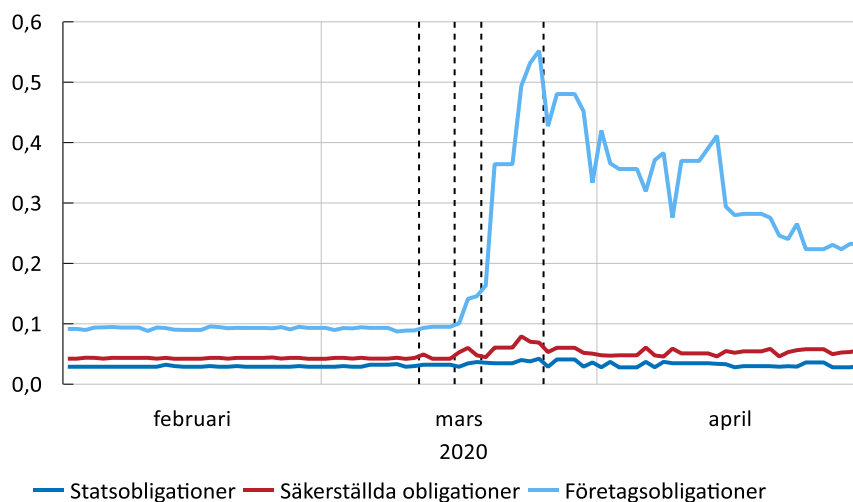


Anm. Genomsnittliga kvoterade räntor, baserade på samtliga tillgängliga nominella statsobligationer, samt drygt 50 företagsobligationer med varierande löptider och med kreditbetyg som motsvarar BBB eller bättre. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars.

Källor: Refinitiv och Riksbanken.

Diagram 6. Skillnad mellan sälj- och köpräntor på obligationer

Procentenheter

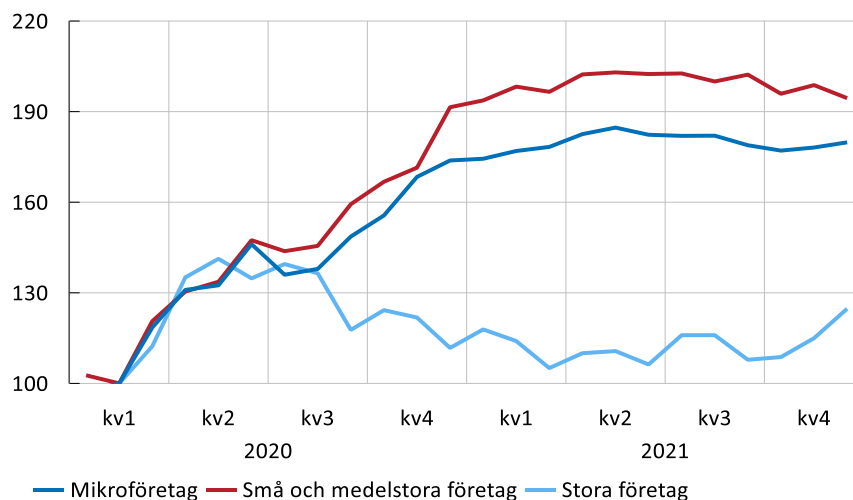


Anm. Genomsnittliga kvoterade räntor, baserade på samtliga tillgängliga nominella statsobligationer, samt drygt 50 företagsobligationer med varierande löptider och med kreditbetyg som motsvarar BBB eller bättre. Streckade linjer markerar Riksbankens beslut den 12, 16, 19 och 26 mars 2020.

Källor: Refinitiv och Riksbanken.

Diagram 7. Bankernas utlåning med kort löptid till företag fördelad på företagsstorlek

Index, februari 2020 = 100

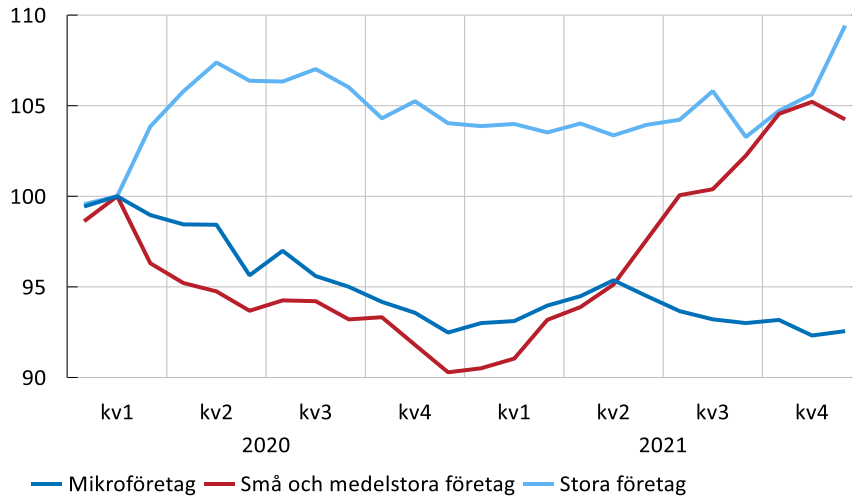


Anm. Korta och långa löptider avser upp till, respektive mer än, 1 års löptid på lånet (inte räntan). Storleksindelning i enlighet med EU-kommissionens rekommendation (2003/361/EG), där kombinationen antal anställda, omsättning och tillgångar avgör storleksklassificeringen.

Källa: SCB (KRITA).

Diagram 8. Bankernas utlåning med lång löptid till företag fördelad på företagsstorlek

Index, februari 2020 = 100



Anm. Korta och långa löptider avser upp till, respektive mer än, 1 års löptid på lånet (inte räntan). Storleksindelning i enlighet med EU-kommissionens rekommendation (2003/361/EG), där kombinationen antal anställda, omsättning och tillgångar avgör storleksklassificeringen.

Källa: SCB (KRITA).



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK

ISSN 978-91-87551-02-4 (online)