



Penningpolitiskt protokoll

juli 2020

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 30 juni beslutade Riksbankens direktion om ytterligare penningpolitiska åtgärder för att mildra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin och hjälpa ekonomin och inflationen till återhämtning. Ramen för de tillgångsköp som Riksbanken genomför sedan krisens inledning utökas från 300 till 500 miljarder kronor och programmet förlängs till slutet av juni 2021. I september börjar Riksbanken även att köpa företagsobligationer. Direktionen beslutade också att sänka räntorna och förlänga löptiden på den utlåning som görs till bankerna. Reporäntan lämnades oförändrad på noll procent.

Vid sitt penningpolitiska möte konstaterade direktionens ledamöter att pandemin har kraftiga negativa konsekvenser på världsekonomin. I år väntas svensk BNP falla lika mycket som under finanskrisen samtidigt som arbetslösheten stiger och inflationen ligger under målet. Även om det finns tecken på en början till återhämtning på flera håll, betonade ledamöterna att osäkerheten om utvecklingen framöver är fortsatt mycket stor. Man pekade på riskerna för bakslag och för pandemins långsiktigt negativa effekter på ekonomin och betonade att de omfattande åtgärder som vidtas av regeringar och centralbanker världen över är viktiga för den fortsatta återhämtningen.

Ledamöterna menade att Riksbankens och andra centralbankers olika åtgärder har bidragit till att hålla räntor låga och till att utlåningen till hushåll och företag fortsatt har hållits uppe, trots den historiskt snabba och djupa inbromsningen i ekonomin. Men man betonade samtidigt att läget är fortsatt skört. Ledamöterna var därför överens om att genomföra ytterligare penningpolitiska åtgärder för att fortsatt hålla nere räntor och främja kreditgivningen och därigenom ge stöd åt återhämtningen och inflationen. Vikten av att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet betonades.

Samtliga ledamöter ställde sig bakom det paket av åtgärder som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport och i protokollsbilagorna B, C och D. Till åtgärderna hör att utöka ramen för tillgångsköpen från 300 till 500 miljarder kronor till och med juni 2021, att i september börja köpa företagsobligationer, att sänka räntorna och förlänga löptiden på den utlåning som görs till bankerna samt att lämna reporäntan oförändrad på noll procent.

Ledamöterna resonerade kring varför dessa åtgärder i dagsläget bedöms vara mer effektiva och verkningsfulla jämfört med en sänkning av reporäntan. De uteslöt samtidigt inte att räntan kan komma att sänkas om det bedöms vara verkningsfullt för att stödja inflationsutvecklingen och trygga förtroendet för inflationsmålet.

Ledamöterna pekade vidare på finanspolitikens viktiga roll i hanteringen av krisen och påtalade att det finns gott om utrymme för kraftfulla finanspolitiska insatser.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 8

DATUM: 2020-06-30
MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande
Cecilia Skingsley, per telefon
Anna Breman, per telefon
Martin Flodén, per telefon
Per Jansson, per telefon
Henry Ohlsson

Michael Lundholm, vice ordförande, riksbanksfullmäktige, per telefon

Meredith Beechey Österholm, per telefon
Joel Birging (§ 1–3a)
Vesna Corbo, per telefon
Charlotta Edler
Dag Edvardsson, per telefon
Mattias Erlandsson
Anders Gånge, per telefon
Sebastian Hall, per telefon
Jesper Hansson
Marika Hegg
Marie Hesselman, per telefon
Jens Iversen, per telefon
Peter Kaplan, per telefon
Sofia Kåhre
Petra Lennartsdotter, per telefon
Tomas Lundberg
Henrik Lundvall, per telefon
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén, per telefon
Jonas Niemeyer, per telefon
Christina Nordh-Berntsson, per telefon
Olof Sandstedt, per telefon
Per Selldén, per telefon
Maria Sjödin, per telefon
Jens Vahlquist (§ 1–3a)

Det antecknades att Marika Hegg och Henrik Lundvall skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Joel Birging, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna. Sedan det ordinarie penningpolitiska mötet i april har utvecklingen på finansiella marknader stabiliserats och gynnats av ett mer positivt sentiment. Omfattande finanspolitiska stödprogram har presenterats och centralbanker har på olika sätt stöttat kreditförsörjningen. Samtidigt har begränsningsåtgärder börjat lättas upp och allt mer positiv makrostatistik har kommit in vilket har ökat förhoppningarna om en snabbare återhämtning.

På finansiella marknader har det sammantaget varit relativt lugnt den senaste månaden. Stora börsindex har varit stabila efter en tid av återhämtning under april och maj. Statsobligationsräntor i Sverige, Tyskland och USA har varit nästintill oförändrade och är på låga nivåer i ett historiskt perspektiv då centralbankernas köp av tillgångar bidrar till att hålla räntorna låga. Riksbankens åtgärder har fått effekt på den svenska räntemarknaden där bland annat räntan på företagsobligationer och bostadsobligationer gått ner sedan det penningpolitiska mötet i april. Kronan har förstärkts de senaste månaderna.

Centralbankerna har agerat kraftfullt under krisen och har en fortsatt stor närvaro på marknaderna. Utöver att hålla sina styrräntor låga har flertalet centralbanker också vidtagit andra åtgärder för att upprätthålla kreditförsörjning och likviditet på finansiella marknader. Detta har inkluderat storskaliga köp av finansiella tillgångar och utlåningsprogram som syftar till att stimulera bankers kreditgivning till icke-finansiella företag. Federal Reserve agerade tidigt för att motverka de problem som uppstod på dollarmarknaden genom att tillföra likviditet både i USA och globalt. Den amerikanska centralbanken har också, vid sidan av andra åtgärder, gjort klart att man är beredd att köpa amerikanska statspapper och bostadsobligationer i den utsträckning som krävs för att marknaderna ska fungera. ECB har, utöver att bibehålla och utöka sitt existerande program för tillgångsköp (APP), inlett ett särskilt program för att köpa tillgångar för 1 350 miljarder euro (PEPP). ECB har också sänkt kapitalkraven för banker, tillhandahållit mer förmånliga likviditetsfaciliteter för banker och ökat utlåningen till banker i syfte att stimulera vidareutlåning till företag.

Vad gäller den svenska penningpolitiken så förväntade sig marknadsaktörer en oförändrad reporänta inför dagens penningpolitiska möte och de flesta svenska storbanker förväntade sig att det under hösten skulle fattas beslut om utökade tillgångsköp. Prissättningen på

terminsräntemarknaden indikerar en viss sannolikhet för en sänkt reporänta under kommande år.

Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

Jesper Hansson, chef för avdelningen för penningpolitik, inledde med att redogöra för den ekonomiska utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet den 27 april och för de penningpolitiska åtgärder som han bedömde skulle samla en majoritet av direktionen vid dagens möte. Den penningpolitiska beredningsprocessen har inkluderat diskussioner med direktionen om prognoserna och de penningpolitiska antagandena vid möten den 12, 16, 17 och 18 juni. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades på ett möte med direktionen den 23 juni och därefter hölls ytterligare beredningsmöten den 24 och 26 juni.

Hansson tog upp några av de frågor som diskuterats särskilt ingående under beredningen och som i flera fall behandlas i fördjupningar i utkastet till penningpolitisk rapport. Det handlar om kreditförsörjningen till svenska företag, och då i synnerhet den svenska marknaden för företagsobligationer, om osäkerheten rörande den ekonomiska utvecklingen under prognosperioden och om krisens påverkan på inflationsutsikterna och pandemins långsiktiga effekter på produktion och sysselsättning. I beredningen har särskild uppmärksamhet också ägnats åt olika realtidsindikatorer och hur man med deras hjälp kan bedöma nivån på den ekonomiska aktiviteten.

I omvärlden och i Sverige har åtgärderna för att hindra smittspridningen lett till kraftiga och snabba fall i den ekonomiska aktiviteten. Världshandeln och den globala industriproduktionen har på kort tid fallit ungefär lika mycket som under finanskrisen. Utmärkande för den kris vi nu genomlever är att flera tjänstenärings har drabbats mycket hårt. I euroområdet har exempelvis omsättningen i detaljhandeln fallit med cirka 20 procent, vilket är betydligt mer än under finanskrisen. I Sverige har detaljhandeln hållits uppe ganska väl, men andra tjänstenärings som hotell och restaurang har drabbats hårt. Arbetslösheten har också stigit snabbt. I Sverige var knappt 9 procent av arbetskraften arbetslös i maj, enligt Arbetsförmedlingens mått. I exempelvis USA har utvecklingen varit än mer dramatisk och arbetslösheten har på kort tid stigit till över 13 procent.

I början av krisen steg räntorna på riskfyllda tillgångar snabbt och flera finansiella marknader började fungera sämre. Risken var då stor att vi skulle få en kraftig kreditåtstramning som hade gjort krisen ännu djupare. De åtgärder som vidtagits av Riksbanken och andra centralbanker har bidragit till att räntorna har kommit ner igen och till att kreditförsörjningen har fortsatt att fungera. I Sverige, liksom i flera andra länder, har utlåningen till hushåll och företag hållits uppe eller till och med ökat under krisen.

Hansson fortsatte med att sammanfatta den bedömning av tillväxt- och inflationsutsikterna för Sverige som beskrivs i utkastet till penningpolitisk rapport. Trots omfattande stimulanser väntas BNP falla med 4,5 procent i år. Månadsutfall för maj och olika realtidsindikatorer tyder på att aktiviteten bottnade i april eller maj, i Sverige liksom i många andra länder. Samma bild ges av olika förtroendeindikatorer och i prognosen antas att det sker en uppgång från och med tredje kvartalet i år, när den sociala distanseringen börjar trappas ner. Men det dröjer ändå innan svensk BNP återhämtat sig. I slutet av 2021 är BNP-nivån i huvudscenariot exempelvis cirka 3 procent lägre jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten från februari.

Utvecklingen är fortfarande extremt osäker. Det som har klarnat något sedan april är hur stor nedgången under den värsta perioden blev. Men vi vet fortfarande inte hur smittspridning och därmed begränsningsåtgärder kommer att utvecklas framöver. I en fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport illustreras denna osäkerhet i två alternativa scenarier, där återhämtningen i det ena fallet går snabbare än i huvudscenariot. I det andra scenariot illustreras hur den ekonomiska utvecklingen kan komma att se ut om det senare i år kommer en ny större våg av smittspridning.

Den dramatiska utvecklingen har även satt tydliga spår i prisökningstakten, som har fallit tydligt under våren. I maj var KPIF-inflationen så låg som noll procent. En viktig förklaring till det är fallande energipriser. Men även andra priser har dämpats till följd av pandemin och i maj uppgick inflationen mätt med KPIF exklusive energi till 1,2 procent. Hansson framhöll att krisen inneburit att det i dagsläget är svårt att mäta inflationen. Detta är en av flera faktorer som gör prognoserna mer osäkra än vanligt. Men bedömningen är att med en så här djup nedgång i ekonomin kommer det att ta tid för inflationen att varaktigt komma tillbaka till målet. I slutet av prognosperioden väntas KPIF-inflationen dock vara nära 2 procent.

I huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport antas att reporäntan idag lämnas oförändrad på noll procent. Reporäntebanan indikerar att styrräntan mest sannolikt förblir på noll procent de kommande åren. Prognosförslaget bygger dessutom på ett paket av penningpolitiska åtgärder som bedöms få stöd av en majoritet av direktionen vid dagens möte. Det handlar om åtgärder som alla syftar till att hålla nere olika räntor och till att bidra till en väl fungerande kreditförsörjning. Förslagen beskrivs i detalj i protokollsbilagorna B, C och D och innebär bland annat att rambeloppet för Riksbankens tillgångsköp ökas med 200 miljarder till 500 miljarder kronor och att programmet förlängs till den 30 juni 2021. För att ytterligare främja likviditetsförsörjningen sänks räntan på den stående utlåningsfaciliteten till reporäntan plus 0,1 procentenheter. Dessutom sänks räntan på de krediter som erbjuds till de penningpolitiska motparterna inom ramen för de extraordinära marknadsoperationerna, och den maximala löptiden förlängs till 6 månader. I åtgärds paketet ingår även förbättrade villkor och förlängda

löptider i Riksbankens program för utlåning till icke-finansiella företag via de penningpolitiska motparterna.

Olof Sandstedt, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för banksystemets finansiering och utlåning. I början av krisen steg riskpremierna för bostadsobligationer men de har nu minskat till ungefär samma nivåer som innan virusutbrottet. Räntan för lån mellan banker i amerikanska dollar utan säkerhet, USD LIBOR, och STIBOR, som speglar räntesatserna på korta interbanklån i Sverige, har fortsatt att sjunka och bankernas inlåning som andel av utlåning ökade under första kvartalet. I kombination med Riksbankens utlåningsprogram, Riksgäldens företagsakut och att bankerna har kapital som överstiger kapitalkraven bedöms bankerna ha goda förutsättningar att kunna upprätthålla kreditförsörjningen. Utlåningen till företag ökade också förhållandevis mycket både i april och maj även om huvuddelen av ökningen kan hänföras till större företag. Många mindre företag vittnar fortsatt om försämrade finansieringsmöjligheter i enkäter och undersökningar. Bankernas kreditförluster ökade i första kvartalet och detta, liksom företagets finansieringsmöjligheter, behöver följas noga.

Per Sellén, senior riskanalytiker på stabsavdelningen, redogjorde för riskenhetens bedömning av de förslag till penningpolitiska åtgärder som beskrivs i protokollsbilagorna B, C och D. Gällande förändringen av villkoren i programmet för företagsutlåning via penningpolitiska motparter, samt de föreslagna ytterligare åtgärderna för att främja likviditeten i ekonomin, bedömer riskenheten att dessa inte ändrar riskbilden för Riksbanken på något väsentligt sätt. Åtgärderna kommer sannolikt att leva kvar under lång tid och det är således viktigt att ta hänsyn till långsiktighet och uthållighet vid utformandet av den operationella hanteringen.

Vad gäller utökade köp av stats-, kommun- och bostadsobligationer, samt fortsatta köp av företagscertifikat, bedömer riskenheten att ränterisken ökar, samt att kreditriskerna tilltar något. Samtidigt bedöms de operativa riskerna stiga måttligt i takt med att omfattningen av programmen växer. De finansiella riskerna bedöms öka endast måttligt och, då de operationella processerna redan är på plats, bedömer riskenheten att de sammantagna riskerna endast går upp marginellt som en följd av denna åtgärd.

Hanteringen av programmet för köp av företagsobligationer, som initialt är volymmässigt begränsat, är fortfarande en pågående process. Riskenheten har följt utformningen av programmet och fortsätter att följa detta löpande. Förutsättningarna bedöms i dagsläget vara goda för att få riskhanteringsåtgärder på plats till efter sommaren. Den sammantagna bedömningen är att programmet främst ökar ränterisken, kreditrisken och de operativa riskerna. Ökningen av riskerna bedöms dock landa inom klart rimliga gränser, givet Riksbankens motståndskraft samt syftet med åtgärden.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Cecilia Skingsley, förste vice riksbankschef, inledde med att föreslå en smärre redaktionell ändring i ingressen till det första kapitlet i utkastet till penningpolitisk rapport. Därefter gick man över till att diskutera det ekonomiska läget och penningpolitiken.

Vice riksbankschef Per Jansson:

Jag vill börja med att säga att jag ställer mig bakom de ekonomiska bedömningarna och de penningpolitiska antagandena i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag tänker i mitt inlägg idag uppdatera och fördjupa de aspekter jag började diskutera på det penningpolitiska mötet i april, nämligen vilken betydelse inflationen och reporäntan har för vår penningpolitik i coronakrisens spår. Precis som på mötet i april inleder jag med att adressera inflationsfrågorna och tar därefter upp aspekterna som handlar om styrräntan.

En viktig slutsats som jag drog i april var att coronapandemin – även om den har lett till ett behov av att ha ett bredare fokus än på bara inflationen – inte har ändrat på att penningpolitiken utformas i syfte att uppfylla inflationsmålet. Den slutsatsen fortsätter förstås att gälla också nu.

En annan slutsats jag kom fram till var att även om det står klart att pandemin har stora negativa realekonomiska konsekvenser är det inte alls självklart att inflationen för den skull måste ligga rejält under målet en längre tid. Jag underströk i sammanhanget att jag i utfallen för inflationen och inflationsförväntningarna såg en del positiva tecken som gav hopp om att den mer underliggande inflationen skulle kunna hållas uppe rätt väl. En betydelsefull fråga att besvara på dagens möte är mot den här bakgrunden om dessa skäl till optimism består eller om inflationsbilden nu har försämrats, med större risker att vi kommer att underskjuta inflationsmålet påtagligt under lång tid.

Sedan det penningpolitiska mötet i april har vi fått två nya utfall för inflationen, för april och maj. Utfallet för KPIF-inflationen i maj uppgick till 0 procent. Räknas energipriserna bort var inflationstakten dock högre, 1,2 procent. Eftersom vi inte publicerade några månadsprognoser för prisutvecklingen i aprilrapporten går det inte utan vidare att slå fast om utfallen är oväntat höga eller låga. Men från kvartalsbanorna som redovisades kan man räkna sig fram till att KPIF-inflationen med och utan energipriser i juni måste öka med minst 1,7 respektive 3 procent för att resultatet inte ska bli att vi har överskattat utfallen.¹ En sådan kraftig inflationsuppgång i det här läget är förstås inte trolig och man kan därför ändå dra slutsatsen att våra bedömningar i den

¹ Den penningpolitiska rapporten i april innehåller två scenarier, kallade A och B, utan att det anges vilket av scenarierna som är att betrakta som huvudscenariot. Men vad gäller prognosen för den genomsnittliga inflationen under andra kvartalet i år finns ingen skillnad mellan de två scenarierna.

penningpolitiska rapporten i april ligger för högt. Detta understryks också av att det nya prognosförslaget för inflationen inklusive och exklusive energipriser i juni i utkastet till penningpolitisk rapport är 0,5 respektive 1,1 procent, det vill säga tydligt lägre än den implicita bedömningen från april för samma månad.

Att inflationen har blivit lägre än väntat och ligger en bra bit under 2 procent är naturligtvis inte en utveckling att glädja sig över. Men det förtjänar ändå att påpekas att både KPIF-inflationen och KPIF-inflationen exklusive energipriser var ganska rejält mycket högre i maj än i april, vilket i alla fall för mig var en positiv överraskning. Ett annat positivt inslag i inflationsbilden är att Riksbankens olika mått på den mer trendmässiga eller underliggande inflationstakten stiger. Medianen för måtten ligger på 1,2 procent i maj, att jämföra med 1 procent i april. De två mått som i en empirisk utvärdering visar sig fungera bäst för att förutspå KPIF-inflationen i framtiden, UND24 och KPIFPC, uppgick i maj till 1,4 respektive 1,9 procent.² Allt detta tycker jag faktiskt är ganska hyggliga siffror med tanke på omständigheterna.

Med detta går jag över till att stämma av utvecklingen av inflationsförväntningarna. Även här har två nya utfall publicerats sedan vårt förra möte, Prosperas månadsundersökning för maj, som bara avser penningmarknadens aktörer, och den större kvartalsenkäten för juni, som bland annat också mäter förväntningarna hos arbetsmarknadsorganisationerna.

Som jag har betonat flera gånger tidigare är det just nu framför allt de mer långsiktiga inflationsförväntningarna som behöver bevakas. Att förväntningarna på kort sikt går ner rätt så påtagligt tycker jag varken är förvånande eller särskilt oroande, med tanke på att dessa brukar påverkas mycket av den för stunden rådande inflationsutvecklingen, som ju nu är svag. Eftersom pandemier är övergående finns ganska starka teoretiska skäl till att förvänta sig att effekterna på de långsiktiga förväntningarna ska bli begränsade. Men det går trots detta inte att utesluta att även sådana förväntningar påverkas och det är därför viktigt att följa dem noga.

Ser vi till de femåriga inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer, som hade fallit med en knapp tiondel av en procentenhet i Prosperas enkät från april, har utvecklingen varit stabil, 1,7 procent i både maj och juni.³ Mätt med två decimaler ökade dessa förväntningar till och med lite grann i juni jämfört med maj, med en halv tiondel av en procentenhet. När det gäller den större kvartalsundersökningen, som är den första undersökningen som har genomförts sedan WHO deklarerade att det förelåg en pandemi, kan en nedgång med drygt en tiondel av en

² Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

³ Jag fokuserar som vanligt på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen är mycket låg.

procentenhet noteras för arbetstagarorganisationerna men för de övriga grupperna som ingår i enkäten är förändringarna små och samtliga utfall överstiger 1,7 procent.

Även bilden för de marknadsbaserade måtten på inflationsförväntningarna har ljusnat något sedan vårt aprilmöte. Långsiktiga förväntningar beräknade från obligationsräntor fortsätter visserligen generellt sett att ligga lägre än enkätbaserade mått men de har stigit en del och bör alltjämt tolkas försiktigt med tanke på den kvarvarande osäkerheten på de finansiella marknaderna och de omfattande interventionerna från centralbankerna. Sammanfattningsvis uppfattar jag mot den här bakgrunden även utvecklingen av de mer långsiktiga inflationsförväntningarna som hittills passabel.

Även om osäkerheten fortsätter att vara stor har nya utfall som täcker en längre period med pandemin och ett något stabilare läge på finansmarknaderna förbättrat förutsättningarna för att göra prognoser under de senaste månaderna. I utkastet till penningpolitisk rapport föreslås därför att vi nu ska återgå till en ordning med ett enda huvudscenario. Enligt detta huvudscenario stiger inflationen under kommande år gradvis mot inflationsmålet men det tar, trots omfattande ekonomisk-politiskt stöd från både finans- och penningpolitiken, lite tid innan måluppfyllelsen kan sägas vara stabil och god. Mot slutet av prognosperioden, från ungefär sommaren 2023, förväntas dock inflationstakten bara ligga ett par tiondelar av en procentenhet under målet.

En viktig utgångspunkt för mig är att det under den här anpassningsperioden inte uppstår några allvarliga, grundläggande förtroendeproblem vad gäller vår förmåga att så småningom klara av att leverera på 2-procentsmålet. Det ser jag som ett antagande som vårt huvudscenario, inklusive penningpolitiken, är betingat på. Om det skulle börja finnas tecken på att det antagandet inte håller kommer det för mig att vara ett mycket starkt argument för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv än i huvudscenariot. I detta ligger bland annat, och kanske till och med framför allt, ett behov av en lägre reporänta. Detta återkommer jag till strax.

Innan jag avslutar min diskussion av inflationen och går över till att säga några ord om reporäntan vill jag understryka en sak som jag tog upp redan på vårt möte i april, nämligen att det är långtifrån självklart att vi under åren som kommer bara måste ha beredskap att handskas med en inflation som är låg. I ett lite längre tidsperspektiv kan en situation uppstå då både ekonomins efterfråge- och utbudssida bidrar till ett stigande inflationstryck. Fallet i resursutnyttjandet nu är förvisso stort och det bör ta en del tid innan den efterfrågedrivna inflationen tar fart. Men nivån på resursutnyttjandet är alltid svår att uppskatta och vid snabba omslag går det inte heller att utesluta att förändringen blir viktigare än nivån.

Det förtjänar att betonas att de flesta inflationsimpulserna som i ett sådant scenario skulle komma från utbudssidan i grunden inte skulle vara önskvärda. Som påpekas i en utmärkt

fördjupning i utkastet till penningpolitisk rapport handlar det bland annat om stigande energipriser, minskad konkurrens, en tillbakagång i globala värdekedjor och mer protektionism.⁴ Till bilden hör också att en kraftigt stigande offentlig skuldsättning i förlängningen kan leda till att inflationen tar fart, om detta uppfattas som det enda sättet att kunna hantera skuldbördan.

Flera av dessa förändringar utgör så kallade negativa utbudschocker, som innebär att priser pressas upp samtidigt som BNP och sysselsättning blir lägre. Om inflationen skulle bli alltför hög skulle det alltså inte vara helt problemfritt att motverka utvecklingen med en stramare penningpolitik, för det skulle ju förstärka BNP- och sysselsättningsförlusterna. Om man i det läget vill stabilisera BNP och sysselsättning måste penningpolitiken i stället göras mer expansiv. Det skulle förvisso driva upp inflationen ytterligare men det kanske man skulle kunna acceptera efter många år med alltför låg inflation. Så länge inflationen inte kraftigt överstiger inflationsmålet under en längre tid kan kanske till och med en sådan utveckling vara önskvärd, om den skulle leda till att osäkerheten uppåt och nedåt kring målet skulle bli mer symmetrisk.

Med detta går jag över till att runda av mitt inlägg med några kommentarer kring reporäntan. Så som jag uppfattar det, har den ekonomiska politiken i Sverige hittills i hög grad gått ut på att med riktade åtgärder så gott det går undvika företagskonkurser, uppsägningar av arbetskraft och dåligt fungerande finansiella marknader. Det övergripande syftet har varit att begränsa de långsiktiga negativa effekterna på BNP, sysselsättning och – i Riksbankens fall dessutom – inflationen. Traditionella efterfrågestimulanser har ännu så länge inte varit särskilt mycket i fokus. Finanspolitiska beslutsfattare har dock kommunicerat att sådana åtgärder, till exempel i form av sänkta inkomstskatter, kan bli aktuella i ett senare skede. Även Riksbanken har klargjort att den kan komma att använda sitt traditionella stimulansverktyg, sänkt reporänta, om det bedöms vara en verkningsfull åtgärd.

På ett generellt plan kan konstateras att det i tajmingen av genomförandet av den här typen av åtgärder måste göras avvägningar. Om åtgärderna sätts in för sent uppstår onödiga bortfall i produktion och sysselsättning, och en onödigt låg inflation. Om åtgärderna å andra sidan sätts in för tidigt blir de inte särskilt verksamma när människor håller sig hemma på grund av sjukdom eller oro för sjukdomsspridning, i både Sverige och omvärlden. Stimulansåtgärder som explicit syftar till att åstadkomma intertemporal substitution av konsumtion och investeringar kan i ett för tidigt skede också uppfattas som motsägelsefulla och förvirrande. Och i Riksbankens fall tillkommer, som jag var inne på redan i april, att den mycket låga nivån på reporäntan gör att varje ränteförändring måste prövas extra noga för att inte i onödan slösa med det krut som finns kvar.

⁴ Se fördjupningen "Inflationsutsikter under coronakrisen" i utkastet till penningpolitisk rapport.

Att med precision uttala sig om när det kan bli lämpligt att vidta mer traditionella efterfrågestimulanser är alltså mycket svårt. Det är däremot lättare, tycker i alla fall jag, att peka på omständigheter som allt annat lika skulle göra det mer troligt att det förr eller senare blir nödvändigt med sådana åtgärder. Den mest uppenbara omständigheten är naturligtvis att ett mycket stort behov av en åtgärd föreligger. När det gäller Riksbanken har jag redan varit inne på en sådan situation, nämligen att det grundläggande förtroendet för inflationsmålet håller på att urgröpas. Så som jag ser det är förtroendet för målet själva motorn i inflationsmålpolitiken och då gäller det naturligtvis att göra det som krävs för att inte hamna i en sådan situation.

Det här resonemanget har också lett mig till att ompröva min tidigare syn på reporäntans effektiva nedre gräns. I ett tal 2018 argumenterade jag för att reporäntans nedre gräns, enkelt uttryckt, inträffar när privatpersoner börjar möta negativa räntor på sina inlåningskonton.⁵ Det jag oroade mig för var inte så mycket att allmänheten då skulle välja att tömma sina bankkonton och så att säga börja stoppa sina pengar i madrassen, utan snarare att det skulle vara svårt att få förståelse för en penningpolitik som innebär att vanliga medborgare måste "betala för att spara". Jag tror visserligen fortfarande att negativa räntor på vanliga inlåningskonton vore ett mycket dåligt utfall men menar numera att man inte kan se detta som en absolut, obetingad gräns för hur mycket reporäntan kan sänkas. Om det grundläggande förtroendet för inflationsmålet står på spel är det förmodligen med hänsyn till kostnaden för den svenska samhällsekonomin bättre att acceptera negativa räntor på vanliga inlåningskonton än att inte göra allt man kan för att motverka att det nominella ankaret för pris- och lönebildningen släpper.

Vice riksbankschef Anna Breman:

Jag vill börja med att säga att jag står bakom det paket av åtgärder som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag stödjer också att lämna reporäntan oförändrad vid noll procent, den föreslagna reporäntebanan och den prognos som finns i utkastet till penningpolitisk rapport.

Riksbanken har sedan krisens början vidtagit omfattande åtgärder för att skapa förutsättningar för en god återhämtning i svensk ekonomi och för att värna inflationsmålet. Strategin har hela tiden varit att agera snabbt, att stå redo med hela verktygslådan och samtidigt ha flexibilitet och beredskap att anpassa åtgärderna med kort varsel.

Det finns nu tecken på att den ekonomiska nedgången har bottenat och att vi är i början av en återhämtning. De åtgärder som införts av centralbanker och av regeringar runt om i världen har bidragit till att stabilisera finansiella marknader och skapa förutsättningar för en uppgång i ekonomin. Liksom många andra centralbanker har Riksbanken expanderat balansräkningen för

⁵ Se P. Jansson, "Penningpolitik i sämre tider – vilka möjligheter står till buds?", anförande vid Svensk Försäkring, Stockholm, 4 december 2018.

att motverka en uppgång i marknadsräntor och för att undvika en kreditåtstramning. Risken att pandemin utlöser en finanskris har minskat.

Men, risken för bakslag är fortfarande stor. I detta sköra läge är det viktigt att Riksbanken stödjer återhämtningen i svensk ekonomi genom en expansiv penningpolitik. Jag anser därför att det är viktigt att vid dagens möte förlänga och förstärka de åtgärder vi tidigare har infört. 500 miljarder i köp av obligationer, lägre ränta i utlåningsfaciliteterna samt förlängd löptid på lånen till banker för vidare utlåning till företag är ett kraftfullt paket av åtgärder.

Jag vill, som vid aprilmötet, betona att flera av våra åtgärder, framför allt utlåningsfaciliteterna, fungerar som en sorts försäkring. Det är viktigt att dessa åtgärder inte dras tillbaka för tidigt. Vi påminns närmast dagligen om hur snabbt stämmningsläget på finansiella marknader kan tvärvända från positivt till negativt. Att faciliteterna finns tillgängliga, även om de inte utnyttjas fullt ut, minskar i sig själv risken att förnyad oro på finansiella marknader bromsar återhämtningen.

En viktig fråga är om vi även bör sänka reporäntan. Min bedömning är att dagens paket av åtgärder är betydligt mer effektivt och träffsäkert än en räntesänkning på 0,25 till 0,5 procentenheter. Jag anser att en helhetsbedömning av de faktorer som jag nämnde vid aprilmötet fortfarande talar emot en räntesänkning. En reporäntesänkning skulle innebära risk för negativa sidoeffekter. Det är fortfarande inte säkert att räntenivån mot hushåll och företag minskar i samma utsträckning som en eventuell räntesänkning. Dessutom, om hushåll och företag trots en räntesänkning möter i stort sett oförändrade utlåningsräntor och banker samtidigt inför negativ ränta på sparkonton för hushåll så skulle en räntesänkning till och med kunna vara åtstramande för svensk ekonomi.

Det paket av åtgärder som vi nu presenterar har fördelen att det bidrar både till att främja marknadens funktionssätt och ett allmänt lågt ränteläge. Dagens utökade och förlängda obligationsköp och att vi återinvesterar förfall efter juni 2021 medför dessutom att hushåll och företag kan förvänta sig att det låga ränteläget består. Det ger samhällets aktörer bättre finansieringsmöjligheter, vilket har betydelse för återhämtningen och bidrar till att inflationen stiger mot målet mot slutet av prognosperioden.

Detta leder mig in på min nästa punkt, inflationen. Idag vill jag betona risk för volatilitet. Bara de senaste månaderna har vi sett kraftiga rörelser i flera faktorer som påverkar inflationen, bland annat oljepriset, elpriset och växelkursen. Det är vi vana att se igenom. Men, ökad volatilitet, i kombination med mätproblem, innebär att enskilda månadsutfall blir mer svårtolkade och att det troligtvis dröjer länge innan vi med säkerhet kan se hur inflationstrycket påverkas av pandemin. Som diskuteras i fördjupningen om inflationen och som alternativscenarierna visar kan inflationsuppgången både ske snabbare eller ta ännu längre tid än i prognosen i utkastet till

penningpolitisk rapport. I närtid är det dock tydligt att vi kommer att ha ett dämpat inflationstryck. Att motverka låg inflation är för mig en viktig anledning till att utöka och förlänga obligationsköpen vid dagens möte. Om det visar sig nödvändigt har Riksbanken goda möjligheter att utöka obligationsköpen även efter första halvåret 2021.

Det sista jag vill kommentera angående dagens paket av åtgärder är köpen av företagsobligationer. I utkastet till penningpolitisk rapport finns en fördjupning som väl beskriver bristen på transparens i marknaden för företagsobligationer. Dessutom är företagsobligationer en mer riskfylld tillgång än övriga obligationer som Riksbanken köper. Riskerna på Riksbankens balansräkning ökar därmed. Det hanterar vi bland annat genom att begränsa köpen till endast företag med kreditbetyg "investment grade", öka resurser internt för analys, och genom att vi kan ta hänsyn till hållbarhet vid köpen.

Jag välkomnar att det i beslutsunderlaget Protokollsbilaga B står: "Med beaktande av de krav som Riksbankens uppdrag ställer kan köpen ta hänsyn till hållbarhet i valet av företagsobligationer". Med hänsyn till riskhantering bör våra köp av företagsobligationer begränsas till företag som är livskraftiga och som följer svensk och internationell lagstiftning. Om Riksbanken skulle köpa värdepapper utan ESG-analys riskerar vi att bidra till en grogrund för finansiell instabilitet och ekonomiska kriser, vilket enligt mig skulle vara att agera mot vårt mandat att upprätthålla prisstabilitet.⁶

Innan jag sammanfattar vill jag blicka framåt mot hösten. Det är viktigt att följa pandemins utveckling och de restriktioner, lättnader, och återinförda restriktioner som följer i dess spår. Men, allt detta kommer bara att ge oss en begränsad bild av hur ekonomin kommer att utvecklas under kommande år. Människors oro för smittspridning, omtanke om anhöriga och sorg över de som har förlorat sina liv kommer att påverka beteende på olika sätt under en lång tid framöver. Viljan att konsumera, investera, spara, resa, söka nya jobb och starta företag kan påverkas även den dag då restriktionerna helt har upphört.

Ett viktigt arbete under resten av året blir därför att analysera de långsiktiga förändringar i samhälls ekonomin som denna pandemi medför. Det är inte bara att människor och företag agerar annorlunda som påverkar återhämtningen utan även ekonomisk-politiska reformer som följer av pandemin, inte bara i Sverige utan också globalt. Ett exempel som nämns i utkastet till penningpolitisk rapport är "Next Generation EU". En prognos som bara bygger på historisk data och en tro att ekonomin kommer gå tillbaka till tidigare mönster, kan leda oss fel i analysen och därmed i våra policybeslut.

⁶ ESG står för "Environmental, Social and Governance".

Låt mig sammanfatta. Svensk ekonomi befinner sig i ett skört läge. Jag ställer mig bakom det paket av åtgärder som föreslås vid dagens möte. Det är viktigt att redan nu förstärka och förlänga de åtgärder vi har vidtagit för att värna inflationsmålet. Jag vill igen betona att Riksbanken, även under sommaren, står redo att agera snabbt och kraftfullt med hela verktygslådan om utvecklingen kräver det.

Jag vill avsluta med att igen tacka Riksbankens medarbetare för deras extraordinära insatser under denna intensiva vår.

Vice riksbankschef Martin Flodén:

Jag ställer mig bakom de förslag på beslut och prognoser som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport.

Utvecklingen de senaste månaderna har fortsatt att domineras av coronapandemin. Många länder har nu gradvis börjat lyfta bort begränsningsåtgärder. Människors rörlighet har ökat liksom den ekonomiska aktiviteten. Ekonomierna verkar därför ha vänt uppåt efter en botten i april eller maj. De finansiella marknaderna har stabiliserats och prissättningen på aktiemarknaderna tyder på större optimism.

Men pandemin är inte över. Det finns ännu inget vaccin och andelen av befolkningarna som har antikroppar mot viruset är låg. Vi kommer därför inte att snabbt kunna eller vilja återgå till normala rörelsemönster. Pandemin kommer således fortsätta att hämma den ekonomiska aktiviteten i höst. Och på längre sikt kommer den ekonomiska aktiviteten att hämmas av indirekta effekter eftersom investeringar nu uteblir, företag slås ut och arbetslösheten stiger. Pandemin kan dessutom medföra påskyndad strukturomvandling och permanent förändrade konsumtionsmönster, men sådana förändringar behöver förstås inte vara negativa för den ekonomiska aktiviteten på sikt.

Trots att mycket har hänt de senaste månaderna bedömer jag att förutsättningarna för vårt penningpolitiska beslut idag är ungefär desamma som vid vårt möte i april. Vi vet att BNP faller kraftigt i år och att inflationen ligger långt under målet. Men utvecklingen under åren framöver är fortsatt mycket osäker.

Att den ekonomiska aktiviteten har vänt uppåt och de finansiella marknaderna har stabiliserats tyder på att stödåtgärderna i omvärlden och Sverige i det stora hela hittills har haft avsedd effekt. De värsta scenarierna har undvikits.

Riksbankens åtgärder under pandemin har fokuserat på att hålla ränteläget lågt och att bidra till en välfungerande kreditgivning i ekonomin. För att förstå hur de här åtgärderna har fungerat och

vilka ytterligare åtgärder som kan bli aktuella för att ge fortsatt stöd till ekonomin och inflationsutvecklingen under och efter pandemin behöver vi titta på hur olika räntor och kreditvolymerna har utvecklats.

Under mars och april fanns det tendenser till att vissa räntor, främst på riskfyllda tillgångar, började stiga. Men under maj och juni har räntorna på många av de här tillgångarna fallit tillbaka och ligger nu på låga nivåer. Till exempel ligger räntorna på 5-åriga bostadsobligationer, som är viktiga för bankernas finansiering, nu lite lägre än genomsnittsnivån förra året.

Som en följd av att bankernas finansieringskostnader har hållits nere har även de räntor som hushåll och företag möter legat kvar på låga nivåer under krisen. Till exempel var den genomsnittliga räntan på nya och omförhandlade bolån med rörlig ränta i maj endast 0,06 procentenheter högre än genomsnittet under förra året trots att vi höjde styrräntan med 0,25 procentenheter vid årsskiftet. Motsvarande räntor på utlåning till icke-finansiella företag har stigit ungefär i linje med höjningen av styrräntan men ligger på samma nivå som vid årets början.

De aggregerade utlåningsvolymerna till både hushåll och företag har fortsatt att öka under året. Den ökade utlåningen till företag verkar visserligen främst gå till storföretagen men utlåningen till mindre företag har i varje fall inte minskat.

Även räntorna på säkrare tillgångar är låga. Räntorna på nominella statsobligationer med kortare löptid än 10 år är negativa och alltså lägre än vår styrränta. Och räntorna på nominella statsobligationer med 5 och 10 års löptid ligger nära sina historiska bottenivåer. Räntorna på reala statsobligationer har stigit i takt med att inflationsförväntningarna har fallit men ligger fortfarande på mycket låga nivåer.

Med andra ord: Det syns inga tydliga tecken på en kreditåtstramning i ekonomin. Riskpremier och utlåningsräntor är låga liksom statens upplåningskostnader. Räntor förväntas förbli låga framöver och avkastningskurvan är i princip helt platt. Detta alltså trots en historiskt snabb och djup inbromsning i den ekonomiska aktiviteten, med ökade konkursrisker och en snabbt stigande offentlig skuldsättning.

Min bedömning är att Riksbankens omfattande tillgångsköp och olika utlåningsfaciliteter, i kombination med åtgärder från regeringen och andra myndigheter, har varit nödvändiga för att uppnå den här utvecklingen. Syftet med de åtgärder vi fattar beslut om idag anser jag är att slå vakt om den här utvecklingen. Att vi idag beslutar om åtgärder för det kommande året bör minska osäkerheten och underlätta prissättningen på de finansiella marknaderna. Syftet är alltså att fortsatt hålla ränteläget lågt och att underlätta kreditgivningen i en ekonomi som även framöver kommer att hämmas av pandemins konsekvenser. På så sätt bidrar penningpolitiken till

att mildra krisens effekter och ge förutsättningar för en snabbare återhämtning för ekonomin. I förlängningen medför det att inflationen snabbare stiger mot målet.

Jag anser alltså inte att syftet med våra beslut idag är att göra penningpolitiken mer expansiv. Det är svårt att pressa ner risk- och löptidspremier ytterligare från de låga nivåer vi nu har. Och det är svårt att pressa ner räntorna på säkra tillgångar ännu längre under vår styrränta.

Med detta menar jag inte att möjligheterna att bedriva en expansiv stabiliseringspolitik nu är uttömda. För det första kan vi utöka våra tillgångsköp och utlåningsfaciliteter om det behövs för att slå vakt om det låga ränteläget. Och eftersom jag har svårt att se ett scenario där räntehöjningar blir motiverade under de närmsta åren tycker jag att man ska lita på att ränteläget förblir på dagens nivå, eller på en ännu lägre nivå, en bra tid framöver.

För det andra kan vi förmodligen pressa ner ränteläget en bit till genom att sänka styrräntan. Styrräntan är nu nära men knappast på sin effektiva nedre gräns. En räntesänkning skulle därför förmodligen medföra att vissa korta utlåningsräntor sjunker något. Vid det penningpolitiska mötet i april menade jag att en sänkning av reporäntan hade varit kontraproduktiv. Jag menade att ekonomin då inte skulle främjas av en ännu svagare krona och att genomslaget på utlåningsräntor skulle vara osäkert eftersom oron på de finansiella marknaderna var hög. Dessutom skulle allmän efterfrågestimulans vara av tveksamt värde när ekonomin till stor del var stängd. De här argumenten mot en räntesänkning är fortfarande relevanta, men de har försvagats. Jag utesluter inte att det framöver kan bli lämpligt att sänka styrräntan, till exempel om kronan fortsätter att stärkas snabbt samtidigt som inflationsutsikterna och inflationsförväntningarna sjunker på ett oroande sätt.

För det tredje har finanspolitiken en viktig roll i hanteringen av den här krisen. Det finns gott om utrymme att vid behov använda ännu kraftfullare finanspolitiska insatser både för att mildra krisens direkta ekonomiska effekter och för att stimulera efterfrågan i ekonomin. Eftersom inflationstrycket är svagt, och eftersom vi dessutom har en historik med allt för låg inflation, ligger det i Riksbankens intresse att hålla ränteläget lågt även om finanspolitiken blir mer expansiv. Finanspolitiska stimulanser blir därför särskilt effektiva i det här läget.

Förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley

Jag ställer mig bakom utkastet till ny penningpolitisk rapport, inklusive att lämna reporäntan och reporänteprognozen oförändrade. Jag ställer mig också bakom förslagen till nya penningpolitiska åtgärder som de beskrivs i protokollsbilagorna om utökat program för obligationsköp, ytterligare åtgärder för att främja likviditetsförsörjningen i ekonomin och ändrade villkor för företagsutlåning via de penningpolitiska motparterna.

Vi börjar observera vissa lättnader i begränsningsåtgärderna som följt av pandemin runt om i världen och en ekonomisk återhämtning kan långsamt inledas. Men den ekonomiska sikten framåt är fortfarande mycket dålig. Det ekonomiska förloppet ser under lång tid framöver ut att avgöras dels av hur restriktioner ändras i olika länder och regioner, och dels av hur individer, företag, offentlig sektor och finansiella marknader reagerar på pandemiförloppet.

Ända sedan mars, då pandemin utlöste en kraftig turbulens på de internationella finansiella marknaderna, har en rad centralbanker, inklusive Riksbanken, sjuksatt åtgärder både för att undvika räntechocker och för att bidra till att kreditförsörjningen fortsätter att fungera.

Vad vi kan se så här långt har den allvarliga ekonomiska chocken inte utlöst någon finansiell kris. Baserat på stora ekonomisk-politiska stimulanser och med förväntningar om en ekonomisk återhämtning har aktiebörserna återhämtat sig från bottenivåerna i mars. Olika riskpremier på kreditmarknaderna har närmast sig eller redan nått de nivåer som gällde månaderna innan pandemin var ett faktum.

Sammantaget har marknadernas funktioner förbättrats och de finansiella förhållandena har blivit mer stimulerande sedan mars. Detta är en mycket viktig omständighet som innebär att det finansiella systemet i stort inte förvärrar det sköra ekonomiska läget utan istället stödjer återhämtningen.

Den ekonomiska statistiken tyder nu på viss återhämtning, både i Sverige och i en rad andra länder, sedan en del av restriktionerna har lättats. Eftersom svenska restriktioner varit mindre tvingande än i omvärlden blev tappet i den ekonomiska aktiviteten inte lika stort här. Jag vill dock inte dra alltför stora växlar på den observationen. Det är tydligt att den svaga omvärlden tynger utsikterna för svensk export och investeringar.

Den makroekonomiska prognos som direktionen har som grund för dagens förslag till penningpolitiska beslut antar att samhällslivet under hösten sakta återgår till normala förhållanden och att begränsningsåtgärderna successivt avvecklas. Bakslag i enskilda regioner eller städer antas tas om hand med ändamålsenliga restriktioner snarare än de generella nedstängningar av många samhällen som varit en vanlig metod hittills.

Även om själva pandemin kommer att vara övergående är det svårt att veta hur omfattande de permanenta effekterna blir i olika länders ekonomier. Med nuvarande utsikter om krisförloppet är det mycket som talar för att tillväxtpotentialen i svensk ekonomi kommer att påverkas negativt av krisen. Ju längre period med hög arbetslöshet, desto större negativa effekter. Den samlade ekonomiska politiken behöver anpassas både till de cykliska problemen och till de mer långsiktiga utmaningarna.

Penningpolitikens bästa bidrag till en god ekonomisk utveckling är alltså att stabilisera inflationen. Inflationsförloppet i Sverige kommer dock att vara mycket svårbedömt lång tid framöver, vilket också beskrivs i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Min sammantagna bedömning är att riskerna för låg inflation är större än riskerna att inflationen kommer att bli för hög under prognosperioden.

Jag ställer mig alltså bakom att Riksbanken fortsätter den penningpolitiska expansionen enligt de beslut som fattats hittills denna vår och som föreslås också idag. En positiv faktor som jag vill uppmärksamma är att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna, så som de kommer till uttryck i enkäter och marknadspriser, har legat jämförelsevis stabila så här långt genom pandemi-krisen. Att Riksbanken visade stor beslutsamhet under ett antal år genom att via minusränta och obligationsköp återföra inflationen till 2-procentsmålet ser ut att ha återuppbyggt ett visst förtroende för ordningen med låg och stabil inflation. Det ger en stadga genom de ekonomiska svårigheter som följer av pandemin.

Avslutningsvis vill jag säga några ord om några av de åtgärder som idag ligger på bordet. Makroeffekterna av pandemin kommer att sitta i länge och penningpolitikens roll är att säkerställa att de finansiella förhållandena förblir stimulerande under lång tid. Att inte fortsätta en expansiv politik skulle kunna skapa osäkerhet om Riksbankens intentioner. Det är därför rimligt att redan nu förlänga köpplanerna till halvårsskiftet 2021 och att utöka den maximala volymen, från de 300 miljarder som hittills beslutats, med ytterligare 200 miljarder. Jag ställer mig också bakom inriktningen att därefter rulla den nya portföljen tills dess att makroåterhämtningen motiverar mindre expansiva finansiella villkor igen.

Jag vill också lyfta fram förslaget att börja köpa företagsobligationer till det nominella värdet 10 miljarder kronor i september. Marknaden för företagsobligationer är jämfört med andra svenska räntemarknader tämligen ung och inte särskilt transparent. En stor andel av emittenterna saknar kreditbetyg och prisbildningen fungerar ojämnt. Att som centralbank gå in i denna marknad kräver tydliga processer och ett utförligt analytiskt underlag. Jag ser förslaget som en demonstration av Riksbankens förmåga att ytterligare förstärka transmissionsmekanismen från den förda penningpolitiken samt att understödja funktionerna på denna marknad.

Vidareutlåningsprogrammet till svenska företag via banksektorn var det första stora programmet som beslutades när pandemin var ett faktum. Enligt förslaget till beslut idag anpassas programmet så att låneperioden fördubblas och villkoren blir mer attraktiva. Enligt min mening är det ett bra exempel på vad just en centralbank är kapabel till för att bidra till en god samhällsekonomisk utveckling. Nämligen att snabbt kunna sätta in stora åtgärder när behoven

finns, men att också kunna reflektera och justera åtgärderna när kunskaperna om effekterna blivit större.

Dessa åtgärder, tillsammans med ytterligare beslut idag som jag inte berör här i protokollet, blir en god sammansättning för att understödja låga räntor länge och fortsätta bidra till en fungerande kreditförsörjning. Över tiden, när de ekonomiska utsikterna blir klarare, kommer sammansättningen av de penningpolitiska åtgärderna att behöva justeras. I verktygslådan finns också möjligheten att sänka reporäntan om det bedöms ytterligare öka våra möjligheter att stabilisera inflationen.

Vice riksbankschef Henry Ohlsson:

Inledningsvis vill jag säga att jag ställer mig bakom det paket av åtgärder som samlat syftar till att hålla nere räntorna i Sverige. Jag ställer mig också bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell under prognosperioden.

Vad vet vi egentligen om framtiden? Vad kan vi använda oss av för att säga något om hur den ska bli? Ja, en sak vi kan använda oss av är hur det har varit. Den traditionella metoden är att samla data, att strukturera data och att söka samband mellan olika ekonomiska variabler. Data hämtas från historien, sambanden man finner är historiska samband.

För mig handlar traditionell prognosverksamhet om att på olika sätt använda historien för att säga något om framtiden. Men det är inte alltid som saker och ting uppför sig som de har gjort. Ibland tar utvecklingen nya vägar, vägar som inte fanns i våra föreställningar. Våren 2020 har varit en sådan tid. När krisen kom var historien inte till mycket hjälp. Utöver att vara oväntad är varje kris unik.

Den penningpolitiska rapporten i april presenterade därför ingen prognos. Istället presenterades två scenarier som visade på två tänkbara utvecklingar under den kommande tiden. Jag anser att det var så långt det gick att komma när det inte gick att ta historien till hjälp.

Nu är situationen bättre. Data från tiden efter det att den ekonomiska krisen började börjar vara tillgängliga. Det gäller såväl traditionella makrodata som realtidsdata av olika slag. Även om dessa data är aktuella är de historia, det som hände nyss är också historia. Med hjälp av dessa data finns det nu förutsättningar för att åter börja göra prognoser.

Svensk BNP väntas i år minska med 4,5 procent jämfört med 2019 enligt utkastet till penningpolitisk rapport. Senast vi såg en minskning av denna storleksordning var under finanskrisen 2009 då minskningen var 4,3 procent. Under 1990-talskrisen minskade svensk BNP

tre år i rad, den totala nedgången då var 3,8 procent (1991–1993). Dessa jämförelser visar hur allvarlig den nuvarande nedgången är.

Vid den senaste inflationsmätningen i maj låg den årliga ökningstakten för KPIF på 0,0 procent. Men inflationsstatistiken är svårtolkad under den nuvarande ekonomiska krisen.⁷ För vissa varu- och tjänstegrupper finns det helt enkelt inga priser. Istället måste de saknade priserna uppskattas genom imputering. Vidare har hushållens konsumtionsmönster ändrats väsentligt. Det innebär att det idag faktiska konsumtionsmönstret avviker mycket från det konsumtionsmönster som antas genom de vikter som används när konsumentprisindex beräknas. Eller annorlunda uttryckt, svenskarna har köpt mer toalettpapper och färre utlandsresor än vad vikterna i konsumentprisindex säger. Aktuell forskning visar att imputeringar och ändrade konsumtionsmönster medför att inflationsstatistiken tenderar att underskatta den faktiska utvecklingen av levnadskostnaderna.⁸

Enligt den senaste månadsstatistiken från Arbetsförmedlingen var det genomsnittliga antalet inskrivna arbetslösa i relation till den registerbaserade arbetskraften 8,5 procent i maj 2020, ej säsongrensat. Det var en kraftig ökning med 1,9 procentenheter jämfört med månaden före då motsvarande tal låg på 6,6 procent. Medlemmarna i arbetslöshetskassorna kan anses ha en förhållandevis stark ställning på arbetsmarknaden. I maj 2020 låg andelen öppet arbetslösa medlemmar i arbetslöshetskassorna på 4,3 procent. Samma månad ett år tidigare var andelen 2,6 procent. Ökningen under det senaste året har varit hela 1,7 procentenheter. Och det har nästan undantagslöst skett under de senaste månaderna.

Den ökade arbetslöshet som den ekonomiska krisen har medfört är givetvis oönskad. Många arbetslösa är väl rustade och kommer att ha goda möjligheter att komma i arbete när den ekonomiska aktiviteten vänder uppåt. Andra behöver arbetsmarknadspolitiska åtgärder som stärker deras humankapital för att kunna komma i arbete. När de finansiella marknaderna och företagen har fått sitt i form av likviditet, lån, bidrag, garantier och så vidare måste det bli humankapitalets tur. Den långsiktiga ekonomisk-politiska uppgiften blir människorna. Deras inkomster och deras arbetsmarknadssituation är viktiga pusselbitar i det som kan ge ett gott liv.

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

⁷ Jag diskuterar detta närmare i mitt tal "Pennypolitik under den ekonomiska krisen" som publicerades i juni. Se <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/tal-och-presentationer/20202/ohlsson-inflationsstatistiken-svartolkad-under-den-ekonomiska-krisen/>.

⁸ Se Diewert, W.E. och Fox, K.J. (2020), "Measuring real consumption and CPI bias under lockdown conditions", NBER Working Paper Series, No. 27144 och Cavallo, A. (2020), "Inflation with Covid consumption baskets", NBER Working Paper Series No. 27352.

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

Jag övergår nu till mina penningpolitiska överväganden. Inflationsförväntningarna är ett viktigt element för att bedöma penningpolitikens trovärdighet när det gäller att nå inflationsmålet. Det är en viktig observation att inflationsförväntningarna på fem års sikt bland aktörer på penningmarknaden har legat kvar på 1,7–1,8 procent trots den pågående ekonomiska krisen.

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

Idag finns det ett antal förslag på bordet som alla följer Riksbankens hittillsvarande linje. Jag stöder detta paket av åtgärder eftersom det är min bedömning att penningpolitiken bör fortsätta på den inslagna vägen en tid framåt. Konjunkturbilden och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport ställer jag mig också bakom.

Sammanfattningsvis, jag ställer mig bakom det paket av åtgärder som samlat syftar till att hålla nere räntorna i Sverige. Jag ställer mig också bakom att lämna reporäntan oförändrad vid noll och att hålla reporäntebanan horisontell under prognosperioden.

Riksbankschef Stefan Ingves:

Sedan det förra penningpolitiska mötet har det ekonomiska läget klarnat en del och vi ser nu konturerna av en återhämtning efter det dramatiska fallet i den ekonomiska aktiviteten tidigare i år. Å ena sidan, är läget fortfarande mycket osäkert och återhämtningen kan bli utdragen och kantad av bakslag. Å andra sidan, och till skillnad från tidigare kriser, har dagens ekonomiska problem inte sitt ursprung i allehanda ekonomiska obalanser, vilket skulle kunna tala för en snabb återhämtning. Jag menar att det är alldeles för tidigt att ropa faran över. I dagsläget behöver penningpolitiken därför fortsätta att bidra till att kreditförsörjningen fungerar och att ränteläget hålls på en låg nivå, vilket i sin tur bidrar till att inflationen på sikt utvecklas i linje med vårt inflationsmål. Jag stödjer därmed förslaget i utkastet till penningpolitisk rapport om ett paket av nya åtgärder som på olika sätt syftar till att stödja kreditförsörjningen i svensk ekonomi och att

stabilisera räntor på en låg nivå. Jag stödjer också de prognoser och övriga bedömningar som beskrivs i rapportutkastet.

Vid det förra penningpolitiska mötet i slutet av april var vi mitt uppe i en period med historiskt stor osäkerhet. Coronapandemin hade tvingat fram olika begränsningsåtgärder som, tillsammans med ett ändrat beteende bland företag och hushåll, innebar en nedsläckning av delar av flertalet ekonomier i världen. För att undvika ett läge där de olika begränsningsåtgärderna även skulle kunna skapa en finanskris, för att stabilisera läget på de finansiella marknaderna och för att förhindra en kreditåtstramning i Sverige, vidtog Riksbanken en rad olika åtgärder för att tillgodose likviditet på marknaden.

Nu har några månader gått och vi har fått utfall och data som indikerar att fallet i den ekonomiska aktiviteten i Sverige inte blev fullt så stort som vi befarade i april. Och det finns flera indikatorer som pekar på en återhämtning. Men effekterna på den ekonomiska utvecklingen är likväl dramatisk och vår syn på framtiden har ändrats fundamentalt, vilket syns bland annat i diagram 1:2 i utkastet till penningpolitisk rapport. I den penningpolitiska rapporten i februari pekade våra prognoser på en BNP-tillväxt under 2020 med 1,3 procent. Nu är vår bedömning att svensk BNP istället krymper med 4,5 procent, vilket innebär en BNP-nivå 2020 som är nästan 6 procent lägre än i februaribedömningen. Nedgången 2020 förväntas bli lika stor som under finanskrisen och lägger man samman prognosrevideringarna sedan februarirapporten för både 2020 och 2021 är nu BNP-nivån under 2021 4 procent lägre.⁹

Det är viktigt att framhålla att den förhållandevis snabba återhämtningen under 2021 hänger på att coronapandemins spridning gradvis klingar av och att begränsningsåtgärder gradvis lyfts. I Sverige tyder mycket på att vi har passerat den värsta fasen. Men i andra delar av världen har kulmen inte nåtts, så de negativa effekterna på den ekonomiska utvecklingen, inte minst i omvärlden, kommer att fortgå under lång tid.

Återhämtningen bygger på att regeringar och centralbanker fortsätter att vidta kraftfulla åtgärder för att mildra effekterna av pandemin och begränsningsåtgärderna. Vad gäller utvecklingen hittills är det noterbart att centralbanker och andra myndigheter lyckats stabilisera de finansiella marknaderna, trots den unika störningen i världsekonomin. Riksbankens åtgärder liknar de åtgärder som vidtagits av många centralbanker världen över, och i grund och botten handlar de om att se till att det finns tillräckligt med likviditet i ekonomin. Men det är viktigt att framhålla att våra åtgärder, även om de beskrivs på detta sätt, också är nödvändiga för att se till att inflationsmålet uppfylls på sikt. Givet den stora störningen i både utbud och efterfrågan, internationellt och i Sverige, är det i nuvarande läge, kanske mindre än någonsin, inte möjligt att

⁹ Se diagram 1:3 i utkastet till penningpolitisk rapport, juli 2020.

finjustera ekonomin och inflationen. Men alla våra åtgärder drar åt önskvärt håll, det vill säga bidrar till återhämtningen och att inflationen utvecklas i linje med målet.

De åtgärder som Riksbanken och andra centralbanker vidtagit hittills under pandemin, och egentligen allt sedan den globala finanskrisen för över 10 år sedan, visar att penningpolitiken har många instrument och är mer multidimensionell än vad man kanske föreställde sig för 15–20 år sedan. Det här kan sägas vara det nya normalläget och synen att till exempel tillgångsköp är att betrakta som 'okonventionella' eller 'kompletterande' behöver nog omprövas. Riksbanken har alltså flera verktyg att tillgå, och vilket verktyg som är mest lämpligt att använda beror på läget. Framöver kommer Riksbankens balansräkning av allt att döma först växa för att sedan, enligt utkastet till penningpolitisk rapport och min egen bedömning, ligga kvar på en högre nivå under många år. Vad gäller reporäntan, som vi behåller på låga noll procent, finns det fortfarande ett visst utrymme för sänkningar om omständigheterna är sådana att en räntesänkning är meningsfull och ändamålsenlig. Jag tror att utrymmet för sänkningar inte är stort och man kan inte vänta sig att räntan isolerat kommer att räcka för att uppnå inflationsmålet. På balansräkningssidan finns samtidigt utrymme för mer åtgärder, vilket framgår om man till exempel jämför Riksbankens balansomslutning med andra centralbanker. Mätt i procent av BNP har till exempel Federal Reserve, ECB och Bank of Japan väsentligt större balansräkningar.

Samtidigt är det viktigt att kraften hos den samlade ekonomiska politiken utnyttjas för att hantera denna historiska kris. Penningpolitik och finanspolitik påverkar båda efterfrågeläget, men verkar via olika kanaler. Penningpolitik når ut till hushåll och företag främst via lån och skuldsättning, vilket kan ha andra bekymmersamma konsekvenser. Den låga offentliga skuldsättningen i Sverige innebär goda förutsättningar att med finanspolitik fortsätta att vidta kraftfulla åtgärder.

Sammanfattningsvis ställer jag mig bakom utkastet till penningpolitisk rapport. Även om vi nu vet mer om de kortsiktiga effekterna av pandemin och att konturer av en stabilisering kan ses, är det för tidigt att blåsa faran över. Därför är det viktigt att Riksbanken fortsätter att vidta åtgärder som håller räntor nere och stödjer kreditgivningen, åtgärder som i sin tur bidrar till att vi på sikt uppfyller inflationsmålet. Mer konkret handlar det om utökade tillgångsköp, mer generösa villkor i våra likviditetsfaciliteter och i vårt företagsutlåningsprogram. Och vi börjar även köpa företagsobligationer i september. Alla dessa åtgärder beskrivs mer utförligt i utkastet till penningpolitisk rapport. De torde också ganska direkt bidra till att hålla nere räntenivån inom olika delar av den finansiella sektorn. Jag ställer mig också bakom förslaget att lämna reporäntan oförändrad på noll procent och menar att våra andra verktyg i nuvarande läge är mer verkningsfulla. Tillsammans innebär dessa åtgärder en penningpolitik fullt inriktad på att försöka

mildra de negativa effekterna av coronapandemin på svensk ekonomi, samtidigt som åtgärderna är i samklang med vårt inflationsmål.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

- att behålla reporäntan oförändrad på noll procent och att detta beslut tillämpas från och med onsdagen den 8 juli 2020,
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A, men med den smärre redaktionella ändring som föreslagits av förste vice riksbankchef Cecilia Skingsley,
- om utökat program för Riksbankens köp av obligationer i penningpolitiskt syfte enligt protokollsbilaga B,
- om ytterligare åtgärder för att främja likviditetsförsörjningen i ekonomin enligt protokollsbilaga C,
- att ändra villkoren för företagsupplåning via penningpolitiska motparter enligt protokollsbilaga D,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten med motivering i ett pressmeddelande onsdagen den 1 juli 2020 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde fredagen den 10 juli 2020 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Sofia Kåhre

Justeras:

Stefan Ingves

Cecilia Skingsley

Anna Breman

Martin Flodén

Per Jansson

Henry Ohlsson



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