

Finansutskottets betänkande 2020/21:FiU24

Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2018–2020

Sammanfattning

Utskottet redovisar sin årligt återkommande utvärdering av penningpolitiken och föreslår att riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken under perioden 2018–2020. Utvärderingen är koncentrerad till utvecklingen under 2020 som var ett extremt år till följd av pandemins sociala och ekonomiska konsekvenser.

Utskottet konstaterar att Riksbanken agerade snabbt och med kraft när spridningen av covid-19 började få effekt på den ekonomiska och finansiella utvecklingen. På kort tid presenterade banken ett historiskt omfattande paket med åtgärder för att säkra bankernas tillgång till likviditet, förhindra en kreditåtstramning och sänka räntenivån i ekonomin.

Under året genomförde Riksbanken omfattande köp av tillgångar, främst privata tillgångar, för att pressa ned räntorna. Utskottet utgår från att Riksbanken ingående utvärderar köpen och köpens effekter när pandemin ebbat ut och ekonomin återgått till ett mer normalt läge, och offentliggör resultaten av utvärderingen.

Utskottet konstaterar också att inflationen under 2020 hamnade långt under inflationsmålet och variationsbandet till följd av bl.a. pandemins effekter.

Innehållsförteckning

Utskottets förslag till riksdagsbeslut3

Redogörelse för ärendet4

Utskottets överväganden7

 Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2018–20207

Bilaga 1

Uppteckningar från den öppna utfrågningen den 4 maj om
Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 202030

Bilaga 2

Bilder från utfrågningen.....54

Tabeller

Tabell 1 Riksbankens åtgärder under pandemin 13

Tabell 2 Inflationen 2018–2020 17

Tabell 3 Produktion och sysselsättning 2018–2020 18

Diagram

Diagram 1 Antalet patienter med covid-19 som vårdas på sjukhus8

Diagram 2 Statliga restriktioner för att dämpa smittspridning.....8

Diagram 3 Svenska obligationsräntor9

Diagram 4 BNP-tillväxt i Sverige och omvärlden 10

Diagram 5 Sysselsättning och arbetslöshet 10

Diagram 6 Svenska inflationen mätt enligt KPIF 11

Diagram 7 Riksbankens köp av värdepapper under 2020 14

Diagram 8 Reporäntan.....16

Diagram 9 Inflationsförväntningarna i den svenska ekonomin på fem
års sikt..... 18

Diagram 10 Kronans utveckling enligt KIX 19

Utskottets förslag till riksdagsbeslut

Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2018–2020

Riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken för perioden 2018–2020.

Stockholm den 10 juni 2021

På finansutskottets vägnar

Åsa Westlund

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Åsa Westlund (S), Elisabeth Svantesson (M), Gunilla Carlsson (S), Edward Riedl (M), Oscar Sjöstedt (SD), Adnan Dibrani (S), Emil Källström (C), Ulla Andersson (V), Jan Ericson (M), Dennis Dioukarev (SD), Ingela Nylund Watz (S), Jakob Forssmed (KD), Ingemar Nilsson (S), Mats Persson (L), Charlotte Quensel (SD), Karolina Skog (MP) och Magdalena Schröder (M).

Redogörelse för ärendet

Finansutskottets granskning av Riksbankens penningpolitik

Sedan 1999, då Riksbanken fick en självständig ställning i förhållande till riksdagen och regeringen, har finansutskottet genomfört årliga utvärderingar av penningpolitiken. Sedan 2007 redovisas utvärderingarna i ett separat betänkande.

Andra viktiga delar i utskottets granskning av penningpolitiken är utskottets öppna utfrågningar med riksbankschefen och en av de fem vice riksbankscheferna. Sedan 2017 hålls två öppna utfrågningar per år om den aktuella penningpolitiken, en i mars och en i september. Dessutom hålls under våren en offentlig utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken. Protokollen från utfrågningarna publiceras i Rapporter från riksdagen (RFR).

Sedan mitten av 00-talet genomför utskottet även externa utvärderingar av penningpolitiken, ungefär vart femte år. Hittills har tre externa utvärderingar genomförts. Den första genomfördes av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006/07:RFR1), den andra av Charles Goodhart och Jean-Charles Rochet (2010/11:RFR5) och den tredje av Marvin Goodfriend och Mervyn King (2015/16:RFR6). En fjärde utvärdering av penningpolitiken har påbörjats för perioden 2015–2020 och kommer att presenteras våren 2022. Utvärderingen genomförs av Patrick Honohan, tidigare bl.a. chef för Irlands centralbank, och Karnit Flug, tidigare bl.a. chef för Israels centralbank.

Årets utvärdering

Årets utvärdering omfattar perioden 2018–2020. Eftersom 2020 var ett mycket speciellt år med omfattande penningpolitiska åtgärder för att mildra de ekonomiska och finansiella effekterna av coronapandemin fokuserar årets utvärdering i hög grad på 2020. Utvärderingen bygger bl.a. på Riksbankens rapporter Redogörelse för penningpolitiken 2020 och Utvärdering av Riksbankens prognoser (Riksbanksstudier, april 2021) samt på externa bedömningar av den svenska penningpolitiken under den aktuella perioden. Den 4 maj 2021 höll utskottet en öppen utfrågning om Riksbankens redogörelse med riksbanksdirektionen och två opponenter (protokollet från utfrågningen finns i bilaga 1).

Förutsättningarna för penningpolitiken

Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen (1988:1385) att upprätthålla ett fast penningvärde. Enligt lagens förarbeten ska Riksbanken också,

utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. I januari 1993 beslutade dåvarande riksbanksfullmäktige att den operativa penningpolitiken skulle bedrivas utifrån ett inflationsmål. Målet formulerades som att inflationen, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI), ska vara 2 procent och började formellt gälla den 1 januari 1995. Från början fanns ett s.k. toleransintervall på ± 1 procentenhet runt målet, men det togs bort våren 2010.

I september 2017 beslutade direktionen att ändra den s.k. målvariabeln i målet, från KPI till KPIF (konsumentprisindex med fast ränta). Samtidigt återinfördes ett s.k. variationsband på mellan 1–3 procent.

Riksbankens penningpolitiska strategi

I sina olika publikationer redovisar Riksbanken grundstenarna i den strategi som banken använder för att nå målen för penningpolitiken. Nedan sammanfattas strategin så som den beskrivs i Redogörelse för penningpolitiken 2020.

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken preciserar detta som att den årliga förändringen av KPIF ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas på att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken för att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas en 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 bl.a. en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver.
- 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 produktionen och sysselsättningen som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga tro-

värdigheten 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 räntebesluten. 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 finanskrisen 2008–2009 och under coronapandemin, 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.

Utskottets överväganden

Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2018–2020

Utskottets förslag i korthet

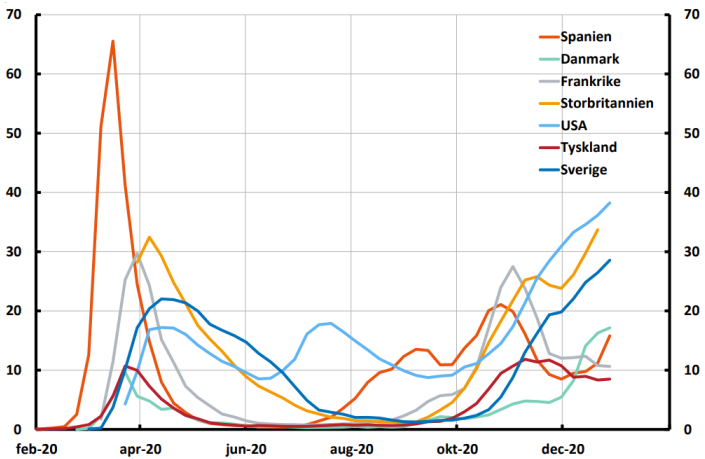
Riksdagen godkänner det som utskottet anför om penningpolitiken för perioden 2018–2020. Utskottets granskning fokuserar på utvecklingen under 2020 som var ett mycket extremt år. Utskottet konstaterar att Riksbanken agerade snabbt och med kraft när coronapandemin började få effekt på den ekonomiska och finansiella utvecklingen. På kort tid presenterade banken ett historiskt omfattande paket med åtgärder för att säkra bankernas tillgång till likviditet, förhindra en kreditåtstramning och sänka räntenivån i ekonomin. Under året genomförde Riksbanken omfattande köp av tillgångar, främst privata tillgångar, för att pressa ned räntorna. Utskottet utgår från att Riksbanken ingående utvärderar köpen och köpens effekter när pandemin ebbat ut och ekonomin återgått till ett mer normalt läge, och offentliggör resultaten av utvärderingen. Utskottet konstaterar också att inflationen under 2020 hamnade långt under inflationsmålet och variationsbandet bl.a. till följd av de ekonomiska effekterna av pandemin.

Sammanfattning av Riksbankens Redogörelse för penningpolitiken 2020

Utvecklingen under 2020

Under 2020 präglades Sverige och omvärlden av coronapandemin och smittspridningens ekonomiska konsekvenser. Efter att ha startat i Kina mot slutet av 2019 spred sig viruset snabbt till först Europa och sedan större delen av övriga världen under februari och mars 2020. Den 11 mars deklarerade Världshälsoorganisationen (WHO) att covid-19 var en pandemi.

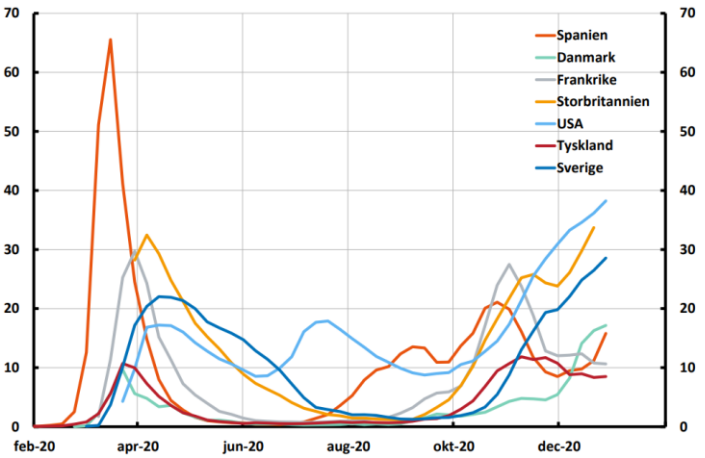
Diagram 1 Antalet patienter med covid-19 som vårdas på sjukhus
Antal patienter per 100 000 invånare



Källor: Europeiska centrumet för förebyggande och kontroll av sjukdomar (ECDC), The COVID Traking Project och Riksbanken.

Som framgår av diagram 1 ökade antalet smittade och antalet personer som behövde sjukhusvård snabbt under våren medan smittspridningen dämpades under sommarmånaderna. Under hösten kom en andra våg av smittspridning som höll i sig under resten av året och in i 2021. Från mitten av mars 2020 införde myndigheterna i Sverige och i omvärlden omfattande sociala restriktioner för att dämpa smittspridningen, vilket, i kombination med att människor frivilligt ändrade sitt beteendemönster, ledde till att aktiviteten i den globala ekonomin i stort sett stannade av. Myndigheterna lättade något på restriktionerna under sommaren men de skärptes på nytt i samband med den andra vågen av smittspridning under hösten, se diagram 2.

Diagram 2 Statliga restriktioner för att dämpa smittspridning
Index

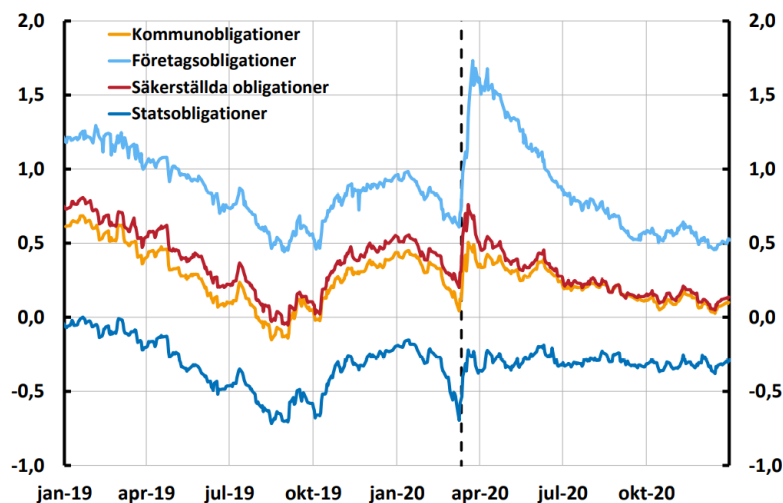


Källor: Oxford COVID-19 Government Response Tracker (OxCGRT) och Riksbanken.

Den snabbt fallande efterfrågan slog hårt mot företagen med minskad försäljning, uteblivna intäkter och svåra likviditetsproblem. Sysselsättningen sjönk och arbetslösheten ökade kraftigt. Inledningsvis steg även osäkerheten på finansmarknaderna med en kraftig ökad volatilitet på aktiemarknaderna och, som framgår av diagram 3, markant stigande räntor.

Diagram 3 Svenska obligationsräntor

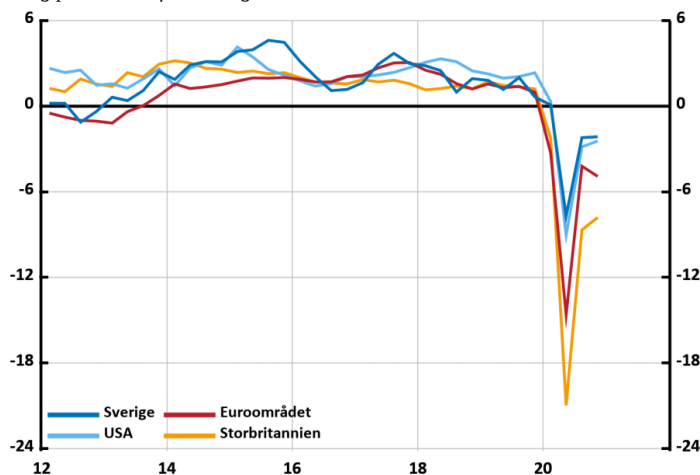
Procent, 5 års löptid



Källa: Riksbanken.

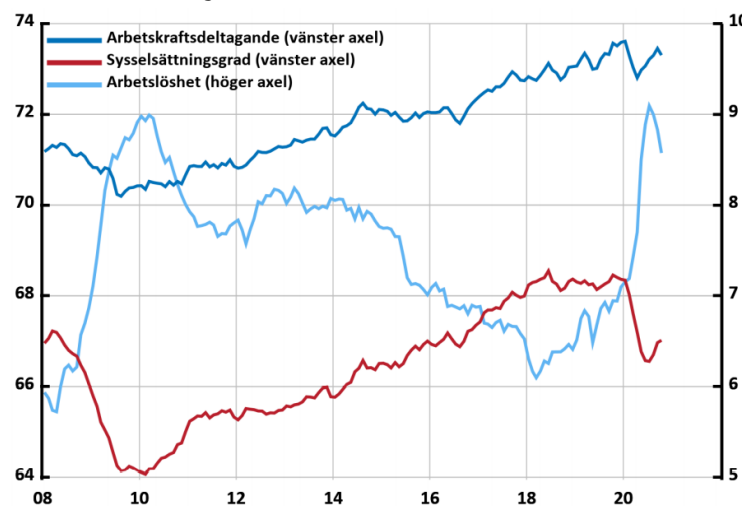
Pandemin slog särskilt hårt mot tjänstesektorn och då speciellt mot s.k. besöksnära verksamheter som transport, hotell och restaurang, kultur och nöje, turism och delar av detaljhandeln.

Myndigheterna i Sverige och omvärlden vidtog omfattande finans- och penningpolitiska åtgärder för att mildra pandemins effekter på ekonomin och förhindra att svårigheterna i de mest drabbade områdena skulle sprida sig till andra delar av ekonomin och den finansiella sektorn. Trots massiva ekonomisk-politiska åtgärder föll tillväxten kraftigt under våren både i Sverige och internationellt, även om nedgången i Sverige under andra kvartalet 2020 och under hela 2020 blev något mindre än i flertalet andra länder. Som framgår av diagram 4 återhämtade sig den globala ekonomiska aktiviteten något under sommaren och hösten men återhämtningen dämpades på nytt mot slutet av 2020 när den andra vågen av smittspridning tog fart.

Diagram 4 BNP-tillväxt i Sverige och omvärlden*Årlig procentuell förändring*

Källa: Riksbanken.

Sysselsättningen i den svenska ekonomin minskade snabbt i början av pandemin och arbetslösheten ökade kraftigt, men nedgången dämpades av bl.a. möjligheterna att korttidspermittera personal. Skillnaderna mellan olika branscher är dock stor. Särskilt mycket sjönk sysselsättningen bland visstidsanställda unga och utrikesfödda i framför allt de besöksnära delarna av tjänstesektorn.

Diagram 5 Sysselsättning och arbetslöshet*Procent, tre månaders glidande medelvärde*

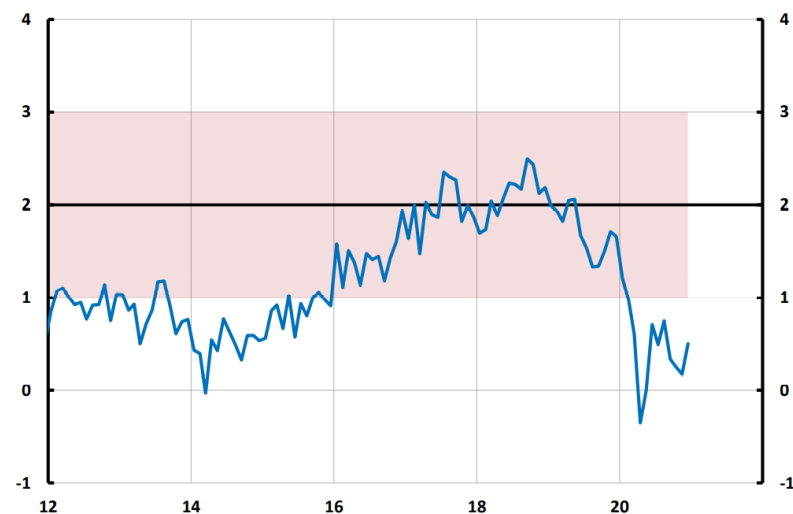
Källa: Riksbanken.

Efter att ha legat nära inflationsmålet på 2 procent under 2017 och 2018 och en stor del av 2019 föll inflationstakten internationellt och i Sverige markant under 2020 bl.a. till följd av fallande energipriser i spåret av pandemin. KPIF-

inflationen ökade med i genomsnitt 0,5 procent under 2020 och pendlade under året mellan 0 och 1 procent, vilket framgår av diagram 6. Under pandemin har det av olika skäl varit svårt att förutse inflationsutvecklingen bl.a. eftersom hushållen förändrat sina konsumtionsmönster relativt mycket till följd av smittspridningsrisken. En del tjänster har konsumerats relativt lite (t.ex. charterresor, hotellvistelser, restaurangbesök, teater, bio och nöjen) medan annan konsumtion ökat relativt kraftigt eftersom folk har hållit sig hemma (t.ex. livsmedel, spel, hemelektronik och hemrenoveringar). Vissa tjänster har inte kunnat konsumeras alls, och har inte heller kunnat prissättas, vilket har bidragit till att öka osäkerheten om inflationsutvecklingen.

Diagram 6 Svenska inflationen mätt enligt KPIF

Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

Riksbankens åtgärder för att hantera effekterna av pandemin

Riksbankens verksamhet under 2020 fokuserades på att löpande hantera pandemins ekonomiska konsekvenser. Åtgärderna inriktades på att säkerställa kreditgivningen i den svenska ekonomin, dvs. förhindra en allvarlig kredit- och likviditetsåtstramning, och på att hålla nere räntorna för hushåll och företag.

De inledande månaderna av pandemin

Vid årets första penningpolitiska möte i februari 2020 bedömde direktionen att den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden låg i linje med de prognoser som banken gjorde i slutet av 2019. Några större revideringar av prognoserna gjordes inte. Spridningen av det nya coronaviruset i Kina betraktades som en osäkerhet i prognoserna eftersom det var svårt att veta hur omfattande spridningen av viruset skulle bli. Direktionen beslutade vid mötet att hålla reporäntan oförändrad på 0 procent och att den skulle fortsätta att

ligga på den nivån under de närmaste åren på grund av den svagare ekonomiska utvecklingen och det låga inflationstrycket.

I slutet av februari och början av mars slog covid-19 till med full kraft. Virusets spridning allt snabbare runt om i världen, framför allt i Europa. De ekonomiska effekterna av smittspridningen var fortfarande svårtolkade. Efterfrågan bromsade in och det fanns även tecken på störningar i utbudet av varor och tjänster. Företagens intäkter minskade och många företag fick problem med likviditetsförsörjningen. På de finansiella marknaderna steg oron och osäkerheten. Volatiliteten på aktiemarknaden ökade, till en nivå som inte noterats sedan finanskrisen 2008, och räntorna på olika marknader steg inledningsvis relativt kraftigt, särskilt på värdepapper med större risk.

I mitten av mars bedömde Riksbanken att risken var stor för en omfattande kreditåtstramning i den svenska ekonomin med kraftigt negativa effekter på företagens likviditetsförsörjning och på konjunktur- och inflationsutvecklingen. Från den 12 mars fram till det ordinarie schemalagda mötet den 27 april höll direktionen fem extra penningpolitiska möten (och tog per capsulambeslut vid ytterligare sex tillfällen under perioden). Vid mötena beslutade direktionen om en rad olika åtgärder för att säkerställa bankernas möjligheter till finansiering, trygga kreditgivningen till företag och hålla nere räntorna för banklån och upplåning på värdepappersmarknaderna.

Åtgärderna redovisas övergripande i tabell 1. Enligt redogörelsen var det inledningsvis svårt att bedöma vilka effekter åtgärderna skulle få, men samtidigt var det nödvändigt att agera snabbt och tydligt. Det fanns inte tid för en mer sekventiell politik där man vidtar en åtgärd och sedan inväntar och utvärderar resultatet innan man sätter in nästa åtgärd. För att förhindra den begynnande kreditåtstramningen i ekonomin tog därför Riksbanken under kort tid beslut om historiskt sett mycket omfattande åtgärder.

För att underlätta kreditförsörjningen till företag införde Riksbanken i mars ett program för lån till banker med låg rörlig ränta motsvarande reporäntan för vidareutlåning till icke-finansiella företag. Även vidareutlåning till enskild firma ingick i programmet. Programmet omfattade totalt lån upp till 500 miljarder kronor med en löptid på upp till fyra år. Utlåningen ökade snabbt under våren men låg sedan i stort sett oförändrad under resten av 2020.

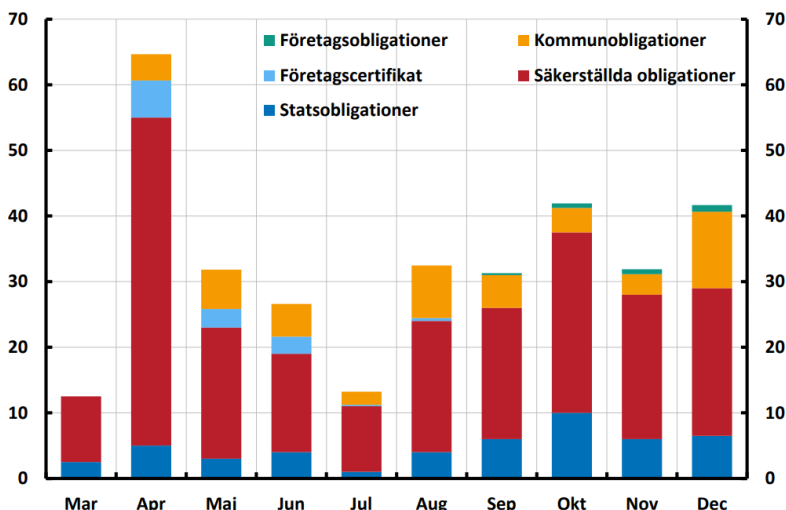
För att ytterligare underlätta bankernas finansiering och tillgång till likviditet införde Riksbanken även extraordinära veckovisa marknadsoperationer, ökad flexibilitet kring vilka säkerheter som bankerna kunde använda när de lånade i Riksbanken samt gynnsammare räntevillkor i bankens stående utlåningsfacilitet. Dessutom utökades kretsen av motparter som kunde låna i Riksbanken för att låneprogrammet till bankerna för vidareutlåning till företag skulle nå ut till så många mottagare som möjligt.

Tabell 1 Riksbankens åtgärder under pandemin

Åtgärd	Syfte	Ram och utnyttjat belopp
Program för lån till banker för vidareutlåning till företag.	Stödja kreditgivningen till icke-finansiella företag.	Ram: 500 mdkr Utestående dec. 2020: 165 mdkr Utestående april 2021: 31 mdkr
Köp av statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer, statsskuldsväxlar, företagsobligationer och företagscertifikat.	Bidra till låga räntor i hela ekonomin och en väl fungerande kreditgivning.	Ram: 500 mdkr. Höjd till 700 mdkr november 2020. Utnyttjat dec. 2020: 304 mdkr Utnyttjat april 2021: 461 mdkr
Sänkt ränta i stående utlåningsfaciliteten.	Säkerställa att dagslåneräntan hamnar nära reporäntan. Minska bankernas kostnad för kredit över natten.	
Veckovisa operationer där banker erbjuds låna mot säkerhet till reporäntan.	Stärka bankernas tillgång till likviditet i kronor för att underlätta deras finansiering.	Ram: Obegränsat Utestående dec. 2020: 29 mdkr Utestående april 2021: 32 mdkr
Lättade krav på säkerheter för att låna hos Riksbanken.	Stärka bankernas tillgång till likviditet i kronor.	
Lån i amerikanska dollar.	Stärka tillgången till likviditet i amerikanska dollar i det finansiella systemet.	Ram: 60 mdr USD Utestående dec. 2020: 0 mdkr Utestående april 2021: 0 mdkr

Källa: Riksbanken.

Till en del finansierar de svenska bankerna sin verksamhet genom kortfristiga lån i amerikanska dollar. I början av pandemin ökade efterfrågan på dollar snabbt, vilket innebar att det blev svårt att få tillgång till dollar. För att öka tillgången till dollar i det svenska finansiella systemet började Riksbanken i mars 2020 erbjuda bankerna lån i dollar mot säkerhet. Riksbanken fick tillgång till dollar genom ett s.k. swapavtal med den amerikanska centralbanken Federal Reserve. Erbjudandet gällde till mitten av september 2020, men förlängdes i september till slutet av mars 2021. Erbjudandet utnyttjades relativt begränsat under året. I slutet av december 2020 hade Riksbanken ingen utlåning i dollar, även om erbjudandet fortfarande fanns kvar.

Diagram 7 Riksbankens köp av värdepapper under 2020*Miljarder kronor*

Källa: Riksbanken.

I början av pandemin steg räntorna snabbt, särskilt på värdepapper med högre risk. För att pressa ned räntorna och behålla ett lågt allmänt ränteläge i den svenska ekonomin införde Riksbanken i mitten av mars 2020 ett program för köp av olika tillgångar som skulle utvidga och komplettera Riksbankens tidigare program för köp av statsobligationer. Programmet omfattade till en början köp för som mest 500 miljarder kronor och skulle gälla till slutet av december 2020, men förlängdes i juni 2020 till slutet av juni 2021 och utökades och förlängdes ytterligare i november 2020 (se vidare nedan under rubriken Utvecklingen under andra halvåret 2020). Programmet omfattade förutom köp av statsobligationer även köp av kommunobligationer och s.k. säkerställda obligationer, dvs. bostadsobligationer. Marknaden för säkerställda obligationer är central för bankernas kreditgivning eftersom en stor del av bankernas utlåning till hushåll finansieras genom säkerställda obligationer.

Programmet omfattade också köp av företagscertifikat och företagsobligationer. I likhet med andra obligationsmarknader steg även räntorna och riskpremierna på dessa marknader i början av pandemin och de fortsatte att stiga något efter det att övriga obligationsmarknader hade stabiliserat sig. Det är framför allt de svenska storföretagen som finansierar sig på obligationsmarknaden. I början av pandemin började de minska sin obligationsupplåning för att i stället låna via bankerna, vilket riskerade att tränga undan bankernas utlåning till mindre företag. För att säkerställa kreditgivningen valde därför Riksbanken att köpa obligationer utgivna av företag, men köpen påbörjades först i september 2020.

Köpen av tillgångar utgivna av företag har varit föremål för debatt eftersom de skiljer sig från t.ex. statsobligationer och risken för kreditförluster är större, vilket bl.a. kan leda till effekter på de offentliga finanserna. I redogörelsen menar Riksbanken att deras köp av företagsobligationer bl.a. har ökat små och

medelstora företags möjligheter att få banklån under pandemin. Banken betonar också att köpen har gjorts enligt uppsatta regler, bl.a. enligt principen om marknadsneutralitet. Köpen har dessutom varit relativt små. Vid årsskiftet var Riksbankens innehav 0,4 procent av den totala utestående stocken av företagsobligationer utgivna i svenska kronor. När det gäller företagscertifikat, dvs. företagslån med kortare löptid, började Riksbanken köpa dessa i april 2020. Riksbankens innehav av certifikat steg i början till drygt 5 miljarder kronor men vid slutet av 2020 uppgick innehavet till noll.

Totalt köpte Riksbanken värdepapper för drygt 300 miljarder kronor under 2020, fördelat på (innehav i slutet av året) statsobligationer 46 miljarder kronor, säkerställda obligationer 210 miljarder kronor, kommunobligationer 45 miljarder kronor och företagsobligationer 3 miljarder kronor.

Utvecklingen under andra halvåret 2020

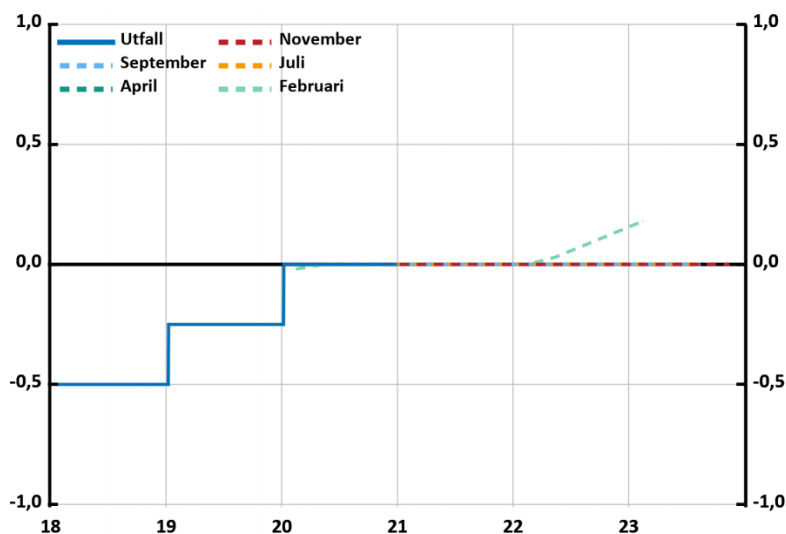
Under sommaren minskade smittspridningen både i Sverige och i omvärlden, de sociala restriktionerna lättades successivt och olika ekonomiska indikatorer tydde på att produktionen och efterfrågan hade stabiliserats efter den snabba nedgången under våren, och att den ekonomiska aktiviteten var på väg att återhämta sig. Vid de penningpolitiska mötena i juli och september konstaterade direktionen att pandemin hade fått stora ekonomiska effekter med sjunkande tillväxt, stigande arbetslöshet och fallande inflation, men att de omfattande åtgärderna från regeringar och centralbanker hade fått effekt och att det skulle mildra pandemins negativa ekonomiska effekter och bana väg för en återhämtning. Trots tecken på återhämtning var dock osäkerheten fortfarande mycket stor. Pandemin var ännu inte över och direktionen bedömde att penningpolitiken behövde fortsätta att stödja kreditgivningen och hålla räntorna låga genom de åtgärder som hade vidtagits under våren.

Under hösten ökade smittan på nytt och de sociala restriktionerna för att mildra spridningen återinfördes och skärptes på många håll i världen. Osäkerheten ökade ytterligare och den ekonomiska återhämtning som påbörjats under våren och sommaren stannade av. Regeringar och parlament runt om i världen, inklusive den svenska riksdagen och regeringen, förlängde och utökade sina redan omfattande finanspolitiska stimulansåtgärder. Vid det penningpolitiska mötet i november justerade Riksbanken ned tillväxtprognoserna för det närmaste halvåret för både den svenska och internationella ekonomin. För att motverka nedgången beslutade direktionen att göra penningpolitiken ännu mer expansiv genom att förlänga programmet för köp av tillgångar till den 31 december 2021 och utöka ramen för programmet med 200 miljarder kronor till totalt 700 miljarder kronor. Köp av statsskuldsväxlar inkluderades också i programmet. Två ledamöter i direktionen reserverade sig mot beslutet. En av ledamöterna ansåg att utökningen av köpen borde ha begränsats till 100 miljarder kronor medan den andra ledamoten ansåg att köpen för tillfället inte behövde utökas eftersom penningpolitiken förmodligen skulle bli lika expansiv utan köpen.

Som framgår av diagram 8 höll Riksbanken reporäntan oförändrad på noll procent under 2020 trots behovet av kraftiga penningpolitiska stimulanser för att mildra de ekonomiska effekterna av pandemin. Riksbankens bedömning var enligt redogörelsen att eventuella räntesänkningar inte skulle få någon större effekt på ekonomin och efterfrågan eftersom de omfattande sociala restriktionerna och andra frivilliga sociala begränsningar till följd av pandemin förhindrade en normal utveckling av konsumtionen. Ett annat argument mot att sänka reporäntan under noll var att det skulle kunna leda till att bankerna införde negativa inlåningsräntor för hushållen. Det skulle kunna leda till att hushållen valde att göra stora uttag av kontanter, vilket i sin tur skulle kunna leda till ytterligare likviditetsproblem för bankerna utöver de problem som uppstod till följd av pandemin.

Diagram 8 Reporäntan

Procent



Källa: Riksbanken.

Har Riksbanken nått sina mål?

Riksbankens mål är sedan september 2017 att inflationen mätt enligt konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. Runt målet finns ett variationsband på 1–3 procent. Penningpolitiken ska också stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken att nå en hållbar tillväxt och en hög sysselsättning.

Ändrade förutsättningar till följd av pandemin

Pandemin ändrade kraftigt förutsättningarna för Riksbanken att nå sina mål under 2020. Den snabba spridningen av covid-19 och införandet av olika sociala restriktioner under våren 2020 fick till effekt att aktiviteten i ekonomin bromsade in med full kraft, sysselsättningen minskade, arbetslösheten steg och

inflationen sjönk. Som framgår av avsnittet Riksbankens åtgärder under pandemin ovan fick banken snabbt lägga om sin verksamhet och rikta in sina åtgärder på att förhindra en allvarlig kredit- och likviditetsåstramning och att hålla nere räntorna för att mildra den ekonomiska nedgången och skapa förutsättningar för att inflationen på lite längre sikt skulle närma sig inflationsmålet.

Inflationsmålet

Efter att ha legat långt under inflationsmålet under en lång period steg inflationstakten mätt enligt KPIF till en nivå på eller nära inflationsmålet under perioden 2017–2019, främst på grund av stigande energipriser.

Som framgår av tabell 2 bidrog bl.a. kraftigt fallande energipriser i spåret av pandemin till att KPIF-inflationen sjönk till i genomsnitt 0,5 procent under 2020. Det är långt under inflationsmålet och under variationsbandet. Sett över hela utvärderingsperioden 2018–2020 steg KPIF-inflationen med i genomsnitt 1,4 procent, även det under inflationsmålet men inom variationsbandet.

Tabell 2 Inflationen 2018–2020

Procent

	KPIF	KPIF exkl. energi	Underliggande inflation¹
2018	2,1	1,4	1,6
2019	1,7	1,6	1,8
2020	0,5	1,3	1,4
Genomsnitt	1,4	1,4	1,6

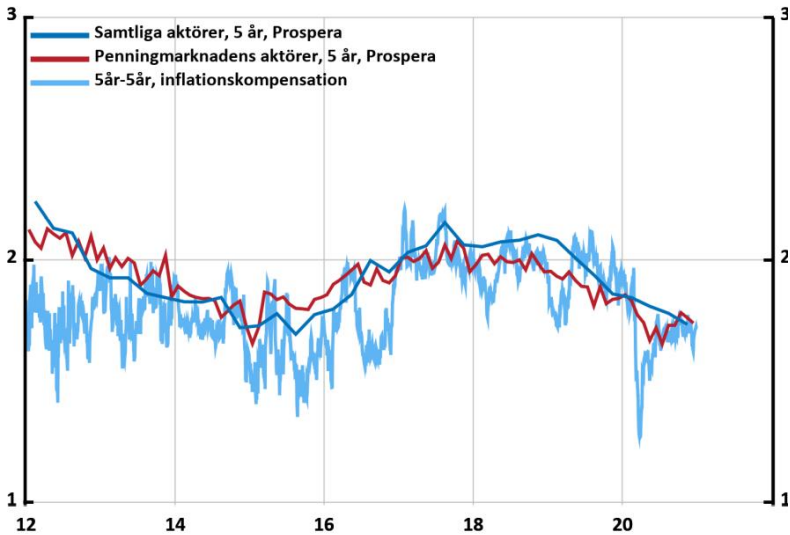
¹ Medianen av sju olika mått på underliggande inflation.

Källa: Riksbanken.

Inflationstakten under 2020 påverkades också av att hushållen ändrade sitt konsumtionsmönster relativt kraftigt till följd av pandemin. Å ena sidan konsumerades vissa tjänster och produkter periodvis inte alls, vilket bidrog till att priserna på dessa varor och tjänster ökade långsamt. Å andra sidan ökade konsumtionen av andra varor och tjänster relativt mycket, vilket bidrog till att priserna på dessa tjänster och varor ökade relativt snabbt. Konsumtionsvikterna i KPIF för 2020 baserades i huvudsak på hur hushållens konsumtionsmönster såg ut 2018. Detta kan enligt Riksbanken betyda att inflationstakten för 2020 underskattas eftersom hushållen har förändrat sitt konsumtionsmönster.

Om man räknar bort energiprisernas effekter på inflationen, KPIF exklusive energi, steg priserna med i genomsnitt 1,3 procent under 2020, vilket är under inflationsmålet men inom variationsbandet. Under hela utvärderingsperioden steg inflationen rensat för energiprisutveckling med i genomsnitt 1,4 procent, dvs. samma nivå som KPIF.

**Diagram 9 Inflationsförväntningarna i den svenska ekonomin på fem års
sikt**
Procent



Källa: Riksbanken.

Som framgår diagram 9 sjönk de långsiktiga inflationsförväntningarna i ekonomin i början av pandemin till följd av den växande osäkerheten om konjunktur- och inflationsutvecklingen. Förväntningarna steg dock återigen under andra halvåret 2020 och låg i slutet av året någon tiondel under inflationsmålet. Enligt Riksbanken tyder detta på att de olika aktörerna i ekonomin inte förväntar sig några varaktiga effekter av pandemin på inflationen.

Den realekonomiska utvecklingen

Som framgår av tabell 3 sjönk Sveriges BNP med nästan 3 procent under 2020 till följd av de ekonomiska effekterna av pandemin. Nedgången var betydligt kraftigare under våren men den ekonomiska aktiviteten återhämtade sig både i Sverige och globalt under andra halvåret trots en andra våg av smittspridning och nya sociala restriktioner mot slutet av 2020. Sysselsättningen i den svenska ekonomin minskade med 1,3 procent och arbetslösheten steg med nära 2 procentenheter, främst bland unga personer och utlandsfödda med mer osäkra anställningar.

Tabell 3 Produktion och sysselsättning 2018–2020

	BNP	Sysselsatta ¹	Arbetade timmar	Arbetslöshet ¹
2018	2,2	1,5	1,8	6,3
2019	1,3	0,7	0,1	6,8
2020	-2,8	-1,3	-3,8	8,6

¹ I åldersgruppen 15–74 år.
Källa: Riksbanken.

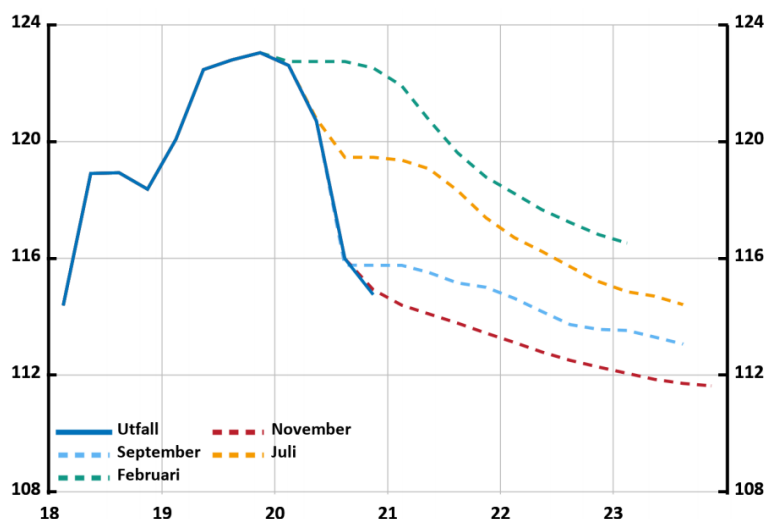
Enligt redogörelsen bidrog regeringens och Riksbankens åtgärder, i kombination med andra länders åtgärder, till att den ekonomiska nedgången och uppgången i arbetslöshet begränsades samtidigt som de förhindrade att pandemin även orsakade en finansiell kris.

Kronans utveckling

Den svenska kronan försvagades något i början av pandemin, men stärktes under året och låg i slutet av 2020 på en nivå som var betydligt starkare än den som rådde före pandemin. Som helhet, mätt enligt KIX (kronindex, ett viktat genomsnitt mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden), ökade kronans värde med ca 7,5 procent från slutet av februari 2020 till slutet av december 2020. Mot euron stärktes kronan med knappt 5 procent medan den steg med drygt 13 procent mot dollarn under samma period.

Diagram 10 Kronans utveckling enligt KIX

Index, 1992-11-18=100



Källa: Riksbanken.

Enligt redogörelsen berodde uppgången bl.a. på att utvecklingen av den svenska ekonomin och de svenska statsfinanserna såg bra ut under våren och sommaren samt att viljan hos olika investerare att ta risker har varit hög under hela pandemin trots den kraftiga ekonomiska nedgången under våren 2020.

Riksbankens prognoser under 2020

I Redogörelsen tar Riksbanken upp utmaningarna och svårigheterna med att prognosticera och bedöma den ekonomiska utvecklingen under 2020. Till följd av spridningen av covid-19 och de sociala restriktionerna för att begränsa smittspridningen förändrades utsikterna för konjunktur- och inflationsutvecklingen i grunden under ett par veckor i mars 2020. Förändringen gick fort och Riksbanken var tvungen att skaffa sig alternativa statistikällor för att

snabbt få en uppfattning om pandemins effekter på produktion och arbetsmarknad eftersom den normala statistiken publiceras en gång i månaden eller en gång per kvartal. Det var också svårt att relatera till utvecklingen i tidigare ekonomiska kriser eftersom pandemin skiljde sig kraftigt åt från utvecklingen vid tidigare händelser och kriser. Eftersom pandemin var upphovet till den ekonomiska krisen behövde prognoserna bygga på antaganden om hur spridningen av smittan skulle utvecklas. Det var enligt Riksbanken också nödvändigt att försöka bilda sig en uppfattning om hur de olika sociala restriktionerna och nedstängningarna av verksamheter skulle påverka produktionskapaciteten och arbetsmarknaden på lite längre sikt.

För att skildra osäkerheten valde Riksbanken att vid de olika prognostillfällena under 2020 redovisa alternativa scenarier för utvecklingen, vid sidan av ett huvudscenario. I den penningpolitiska rapporten i april 2020 redovisades på grund av den stora osäkerheten inget huvudscenario utan enbart två alternativa scenarier. Scenarierna byggde på olika antaganden om hur smittspridningen skulle kunna utvecklas och om myndigheterna skulle lätta på eller skärpa de sociala restriktionerna.

Sammanfattningsvis visar en jämförelse mellan utfallen för BNP-utvecklingen och arbetslösheten 2020 och Riksbankens prognoser att den ekonomiska återhämtningen efter den djupa nedgången under våren gick betydligt snabbare än vad Riksbanken räknat med i sina huvudscenarier och alternativa scenarier. Återhämtningen var till och med snabbare än vad Riksbanken räknat med i sina mest optimistiska scenarier. Däremot utvecklades smittspridningen i linje med antagandena i de mest pessimistiska scenarierna. Detta förklaras, enligt Riksbanken, bl.a. av de mycket omfattande ekonomiska stödåtgärder som regeringar, centralbanker och andra myndigheter vidtog både i Sverige och i omvärlden.

Externa bedömningar av penningpolitiken under utvärderingsperioden

Konjunkturinstitutet (KI)

Konjunkturläget 2018

I Konjunkturläget mars 2018 konstaterade KI att KPIF-inflationen steg till 2 procent under 2017. Uppgången berodde dock till stor del på kraftigt stigande energipriser till följd av stigande råoljepriser och skattehöjningar på el och drivmedel. KI räknade också med att hög lönsamhet i företagssektorn och låga löneökningar skulle hålla KPIF-inflationen under inflationsmålet på 2 procent under 2018 och 2019. Under sommaren 2018 förväntades KPIF-inflationen till och med ligga runt låga 1,5 procent. De svaga inflationsutsikterna skulle enligt KI leda till att Riksbanken avvaktade med att höja reporäntan till första kvartalet 2019, vilket var senare än vad både Riksbanken och marknaden räknade med. Riksbankens första räntehöjning skulle då enligt KI komma ungefär samtidigt som ECB höjde sin styrränta.

I Konjunkturläget juni 2018 konstaterade KI att energipriserna fortsatte att stiga snabbt i början av 2018 och räknade med att KPIF-inflationen skulle ligga kvar kring 2 procent under både 2018 och 2019. Den starka konjunkturen talade visserligen för att företagen skulle komma att höja priserna, men lönsamheten var samtidigt högre än normalt vilket skulle minska behovet av att ta ut kostnadshöjningar genom att höja priset mot konsument. Företagens inflationsförväntningar var dessutom dämpade, även om inflationsförväntningarna inom handeln stigit något till följd av den svaga kronan som ökat importpriserna. Den underliggande inflationen, KPIF exklusive energi, väntades ligga kring 1,6 procent under 2018 för att stiga till runt 2 procent under våren 2019. KI räknade med att Riksbanken skulle avvakta med sin första räntehöjning till våren 2019.

I Konjunkturläget oktober 2018 konstaterade KI att lönerna inte ökat särskilt mycket trots den starka svenska konjunkturen, men att de borde öka mer framöver i takt med att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden fortsatte att stiga och bristen på arbetskraft steg ytterligare. KI konstaterade vidare att KPIF-inflationen pendlat kring 2 procent sedan 2017, bl.a. till följd av snabbt stigande energipriser. Energiprishöjningarna bedömdes dock avta framöver och ersättas av stigande varupriser. KI bedömde att KPIF-inflationen skulle hamna strax över 2 procent under både 2018 och 2019 och att Riksbanken skulle genomföra en första höjning av reporäntan i februari 2019.

I Konjunkturläget december konstaterade KI att KPIF-inflationen sedan sommaren 2018 legat över inflationsmålet på 2 procent. Uppgången berodde dock på snabbt stigande energipriser, medan den underliggande inflationen exklusive energi varit betydligt lägre. KI bedömde dock att den underliggande inflationen skulle stiga upp mot 2 procent under 2019 till följd av stigande tjänste- och livsmedelspriser. KI räknade därför, som tidigare, med att Riksbanken skulle höja reporäntan en första gång i februari 2019. Enligt KI skulle inflationstrycket bromsa in något under 2020 men öka igen under perioden 2021–2023. KI bedömde därför att Riksbanken successivt skulle höja reporäntan till en nivå på 2 procent i slutet av 2020.

Konjunkturläget 2019

I Konjunkturläget mars 2019 konstaterade KI att både den globala och den svenska ekonomin hade passerat konjunkturtoppen och att aktiviteten i den svenska ekonomin var på väg att avta. Både hushållens och företagens förtroende för den ekonomiska utvecklingen hade sjunkit under de senaste månaderna samtidigt som bostadsinvesteringarna hade fortsatt att minska i en snabb takt. Även om arbetsmarknaden var fortsatt stark räknade KI med att sysselsättningstillväxten skulle bromsa in under de kommande månaderna och att arbetslösheten skulle börja stiga under 2019. BNP-tillväxten förväntades sjunka från 2,3 procent 2018 till 1,5 procent 2019. KI konstaterade vidare att KPIF-inflationen legat runt 2 eller till och med lite över 2 procent under stora delar av 2018, framför allt på grund av snabbt stigande energipriser. Exklusive energi var inflationen betydligt lägre. KI räknade med att den underliggande

inflationen skulle stiga något under 2019 bl.a. på grund av försvagningen av kronan i början av 2019. KPIF-inflationen bedömdes dock sjunka en bra bit under 2 procent under 2019 eftersom uppgången i energipriserna förväntades avta under året. KI räknade ändå med att Riksbanken skulle höja reporäntan till noll procent i december 2020, vilket enligt KI var något senare än vad Riksbanken räknade med i sin prognos i februari 2019.

I Konjunkturläget juni 2019 konstaterade KI att tillväxten i den svenska ekonomin bromsat in under våren. Investeringarna och hushållskonsumtionen hade fallit tillbaka medan exporten ökat relativt starkt till följd av den svaga kronan. Även arbetsmarknaden försvagades i början av året med lägre sysselsättningstillväxt och en något högre arbetslöshet. Enligt KI talade det mesta för att den svenska ekonomin nu befann sig i en avmattningsfas och att BNP-tillväxten skulle bli lägre under de kommande kvartalen. KI räknade dock med att de låga internationella räntorna och den svaga kronan skulle bidra till att KPIF-inflationen exklusive energi skulle ligga kring eller något under 2 procent under senare halvan av 2019 och under 2020. KPIF-inflationen bedömdes däremot hamna något lägre till följd av sjunkande energipriser. KI räknade med att Riksbanken skulle höja reporäntan till noll i april 2020, vilket var senare än KI:s bedömning i mars och senare än Riksbankens bedömning i april.

I Konjunkturläget oktober 2019 konstaterade KI att den svenska ekonomin var inne i en tydlig avmattningsfas. Nedgången och osäkerheten om den globala konjunkturen dämpade den svenska exporten samtidigt som investeringarna i industrin och bostadssektorn minskade. Sysselsättningstillväxten i ekonomin minskade, och arbetslösheten steg snabbt under sommaren. KI konstaterade att KPIF-inflationen pendlat kring 2 procent under både 2018 och inledningen av 2019 som en följd av snabbt stigande energipriser och den svaga kronan. Under de senaste månaderna hade dock inflationen gått ned markant bl.a. på grund av att energipriserna inte längre ökade lika mycket som tidigare. KI bedömde att detta tillsammans med att bl.a. effekterna av den tidigare kronförsvagningen gradvis skulle ebba ut skulle innebära att inflationen blev lägre än inflationsmålet under resten av 2019 och under 2020. KI räknade därför med att Riksbanken inte skulle höja reporäntan mot slutet av 2019 eller början av 2020 som banken tidigare meddelat utan att räntan skulle ligga kvar på -0,25 procent till i början av 2022.

I Konjunkturläget december 2019 konstaterade KI att den svenska ekonomin mattats av under 2019 efter flera år av högkonjunktur. Osäkerheten kring den globala konjunkturutvecklingen och det låga förtroendet för den ekonomiska utvecklingen bland både företag och hushåll talade för att avmattningen skulle fortsätta under 2020 med lägre sysselsättningstillväxt och fortsatt ökad arbetslöshet. Efter en mycket låg inflation under sommaren 2019 steg inflationen något under hösten. KI bedömde dock att KPIF-inflationen skulle ligga under inflationsmålet det kommande året. KI räknade visserligen med att Riksbanken skulle höja reporäntan till noll procent i december 2019,

men ansåg att det vore bättre att inte höja räntan på grund av den pågående avmattningen i den svenska ekonomin och de svaga inflationsutsikterna.

Konjunkturläget 2020

I Konjunkturläget april 2020 konstaterade KI att den pågående pandemin skulle komma att få mycket stora negativa effekter på den globala och svenska ekonomiska utvecklingen. KI räknade med att Sveriges BNP skulle falla med drygt 6 procent under andra kvartalet 2020 och att nedgången under året skulle bli mer än 3 procent. KI konstaterade också att den ekonomiska politiken hade lagts om i kraftigt expansiv riktning för att motverka den förväntade vågen av företagskonkurser och den massarbetslöshet som hotade till följd av sociala restriktioner och minskad konsumtion och produktion i spåret av pandemin. Enligt KI behövdes betydligt fler finanspolitiska och penningpolitiska åtgärder än de som beslutats och aviserats för att dämpa nedgången i den ekonomiska aktiviteten och uppgången i arbetslösheten. KI konstaterade att Riksbanken, i likhet med andra centralbanker runt om i världen, vidtagit flera åtgärder i form av bl.a. ökade köp av tillgångar och billiga lån till banker för att minska oron på finansmarknaderna och öka tillgången på krediter. Kostnads- och inflationstrycket i den svenska ekonomin, som minskat under senare delen av 2018 och under 2019, förväntades helt försvinna under 2020 till följd av bl.a. sjunkande energipriser, kraftigt minskad efterfrågan och utbudsrestriktioner till följd av pandemin. KI räknade med att inflationstakten i den svenska ekonomin skulle sjunka till 0,5 procent i genomsnitt under 2020 jämfört med 1,8 procent under 2019. KI konstaterade att Riksbanken, i linje med marknadens bedömningar, beslutat att lämna reporäntan oförändrad på noll procent. Mot bakgrund av det låga inflationstrycket och den annalkande djupa lågkonjunkturen ansåg dock KI att det skulle vara motiverat att sänka reporäntan i närtid.

I Konjunkturläget juni 2020 räknade KI med att Sveriges BNP under andra kvartalet 2020 skulle sjunka med 10 procent. Det skulle, enligt KI, vara en betydligt mindre nedgång än vad som förväntades i euroområdet, vilket bl.a. förklarades av att de svenska myndigheternas åtgärder för att begränsa smittspridningen varit mindre omfattande än i andra länder och de ekonomisk-politiska åtgärder som vidtagits för att överbrygga det kraftiga fall i efterfrågan som följde på pandemin. Åtgärderna förväntades bidra till att det offentliga sparandet skulle falla kraftigt under 2020, ned till –5,6 procent av BNP. KI räknade dock med att tillväxten och konjunkturen i Sverige och internationellt skulle återhämta sig under 2021 i takt med att smittspridningen avtog och vaccineringen mot covid-19 kom igång. KI konstaterade också att Riksbankens och övriga centralbankernas stöd till kreditmarknaderna, i kombination med omfattande finanspolitiska åtgärder, bidragit till att stabilisera de finansiella marknaderna och hålla nere räntorna. Vidare konstaterade KI att den svenska KPIF-inflationen var –0,4 procent i april 2020 (den lägsta KPIF-siffran på sju år) och noll procent i maj 2020 på grund av bl.a. sjunkande priser på el och drivmedel. KI räknade med att inflationen

skulle ligga långt under Riksbankens inflationsmål under de närmaste åren till följd av pandemins effekter och den svaga internationella efterfrågan. KI räknade dock inte med att Riksbanken skulle sänka reporäntan framöver för att stödja den ekonomiska återhämtningen och få upp inflationen. KI räknade med att Riksbanken, i stället för räntesänkningar, skulle fortsätta att försöka stimulera efterfrågan genom ytterligare köp av statsobligationer och andra tillgångar. KI bedömde att reporäntan skulle ligga kvar på noll procent till 2024.

I Konjunkturläget september 2020 konstaterade KI att Sveriges BNP föll kraftigt under andra kvartalet 2020, men att nedgången blev något mindre än vad de räknade med i Konjunkturläget i juni. KI konstaterade också att det fanns tydliga tecken på en återhämtning både i Sverige och internationellt under tredje kvartalet till följd av de omfattande finans- och penningpolitiska åtgärderna, en minskad smittspridning och färre sociala restriktioner under sommarmånaderna. Återhämtningen förväntades fortsätta under fjärde kvartalet 2020 och under 2021, dock i en långsammare takt. Lågkonjunkturen bedömdes bestå under större delen av 2021, vilket skulle bidra till en fortsatt hög arbetslöshet och ett lågt inflationstryck både i den svenska och den internationella ekonomin. Enligt KI var dock osäkerheten om pandemins utveckling stor. Under sensommaren hade smittspridningen på nytt tagit fart i delar av Europa och restriktionerna för att minska spridning hade åter skärpts. Om läget fortsatte att förvärras under hösten och vintern var risken stor för att återhämtningen skulle försenas eller brytas. KI konstaterade vidare att den svenska inflationen ökade något under sommaren efter den kraftiga nedgången under våren 2020. KI bedömde att inflationen skulle vara låg under en lång tid och nå Riksbankens inflationsmål först 2024. I likhet med tidigare räknade KI med att Riksbanken skulle lämna reporäntan oförändrad på noll procent under de närmaste åren. Eventuella behov av ytterligare penningpolitiska åtgärder för att stimulera efterfrågan skulle hanteras genom ökade köp av tillgångar. Enligt KI:s bedömning skulle reporäntan börja stiga först mot slutet av 2024.

I Konjunkturläget december 2020 konstaterade KI att den ekonomiska återhämtningen i den svenska ekonomin under tredje kvartalet 2020 varit större än vad KI tidigare hade räknat med. BNP steg under kvartalet med närmare 5 procent. Den andra vågen av smittspridning i både Sverige och Europa under hösten och de utökade sociala restriktioner som införts innebar dock att återhämtningen skulle brytas under det fjärde kvartalet 2020. De positiva signalerna mot slutet av 2020 om att vaccinering mot covid-19 skulle kunna påbörjas i början av 2021 indikerade enligt KI att den ekonomiska återhämtningen skulle kunna ta ny fart under andra kvartalet 2021 och att arbetslösheten sakta skulle börja sjunka under 2021. Vidare konstaterade KI att inflationen föll kraftigt under 2020 på grund av minskad efterfrågan och lägre energipriser i spåret av pandemin. Inflationen mät enligt KPIF skulle enligt KI stiga något under 2021 men det allmänna inflationstrycket skulle fortfarande förbli svagt och inflationen skulle ligga under Riksbankens inflationsmål. KI förväntade sig att Riksbanken skulle behålla reporäntan på

noll procent till slutet av 2024. Eventuella behov av ytterliga penningpolitiska stimulansåtgärder för att stödja den ekonomiska återhämtningen skulle Riksbanken hantera genom ytterligare köp av statsobligationer och andra tillgångar.

Internationella valutafonden (IMF)

2018 års konsultation (mars 2019)

IMF konstaterade att Sveriges BNP och den inhemska efterfrågan vuxit starkt under perioden 2016–2018 till följd av bl.a. den expansiva penningpolitiken. Sysselsättningen ökade kraftigt under perioden samtidigt som arbetslösheten föll till 6,2 procent i slutet av 2018. Inflationen mätt enligt KPIF hamnade just över inflationsmålet på 2 procent under 2018. En del av uppgången berodde dock på stigande energipriser. IMF konstaterade vidare att löneökningarna i den svenska ekonomin varit låga under de senaste åren trots den starka arbetsmarknaden. Det bidrog till att perioden med extremt låg ränta och svag krona hade förlängts. IMF räknade med att tillväxttakten i den svenska ekonomin skulle sjunka under 2019 till följd av en svagare internationell konjunktur och osäkerheten kring utvecklingen av det inhemska byggandet. Detta betydde enligt IMF att Riksbanken borde avvakta med fler räntehöjningar tills den ekonomiska statistiken och prognoserna visade att inflationen mer långsiktigt låg kring inflationsmålet.

2019 års konsultation

Konsultationen inställd på grund av pandemin.

2020 års konsultation (mars 2021)

IMF konstaterade att den svenska tillväxten sjönk kraftigt under 2020 till följd av effekterna av covid-19, men att nedgången varit mindre än i andra europeiska länder. Myndigheternas snabba och kraftfulla åtgärder stödde hushållen och företagen och bidrog till att förhindra en finansiell kris och stabiliserade finansmarknaderna. Arbetslösheten steg dock snabbare än i många andra länder, särskilt bland unga och utlandsfödda. IMF räknade med att den ekonomiska återhämtningen skulle ta fart under 2021. Osäkerheten var dock fortfarande stor till följd av den ökade smittspridningen under vintern och osäkerheterna kring vaccinationsprogrammen. Av den anledningen borde flertalet av myndigheternas krisåtgärder förlängas t.o.m. halvårsskiftet 2021. Enligt IMF var det viktigt att myndigheterna inte för snabbt avvecklade stödåtgärderna. Åtgärderna borde avvecklas försiktigt och gradvis, i takt med att den ekonomiska återhämtningen blev mer robust. Sveriges goda statsfinanser innebar enligt IMF att det fanns utrymme för ökade finanspolitiska åtgärder som kunde främja tillväxten och minska arbetslösheten. IMF efterlyste också några justeringar av de offentliga stödåtgärderna, särskilt inom systemet för korttidsarbete för att öka flexibiliteten, stödja tillfällig sysselsättning och uppmuntra vidareutbildning och anställning. Riksbankens

snabba och omfattande åtgärder i början av pandemin bidrog enligt IMF, till att stabilisera finansmarknaderna och pressa ned räntorna. Penningpolitiken borde även framöver vara beredd att stödja återhämtningen i ekonomin, även om effekterna av åtgärderna inte skulle bli lika stora som i början av pandemin. Risken för finansiell kris och kreditåstramning i den svenska ekonomin hade avtagit. De ekonomisk-politiska åtgärderna framöver borde fokuseras på finanspolitiken, även om Riksbanken borde vara beredda att komplettera de finanspolitiska stimulansåtgärderna om det skulle behövas.

Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (OECD)

Sverigerapporten 2019

OECD konstaterade i Sverigerapporten 2019 att den svenska ekonomin vuxit med omkring 3 procent per år under de senaste fem åren. Uppgången hade, enligt OECD, varit bred med både stigande konsumtion och investeringsverksamhet och ökad export. Sysselsättningen hade stadigt ökat och arbetslösheten sjunkit. OECD räknade med att tillväxten skulle avta under åren framöver i takt med att det höga resursutnyttjandet i den svenska ekonomin skapade en allt större brist på arbetskraft och bostadsinvesteringarna minskade. Den globala ekonomiska osäkerheten ökade också osäkerheten kring den svenska konjunkturutvecklingen. OECD menade vidare att den mycket expansiva penningpolitiken med negativ ränta och omfattande obligationsköp bidragit till den ekonomiska uppgången och fört inflationen och inflationsförväntningarna upp mot inflationsmålet. Däremot välkomnade OECD Riksbankens räntehöjning i december och ansåg att banken borde fortsätta att höja reporäntan gradvis för att minska risken för bl.a. ökad skuldsättning och tillgångsprisbubblor. Förutsättningarna för Riksbanken att fortsätta med räntehöjningar avgjordes dock, enligt OECD, av hur andra centralbanker agerade, framför allt Europeiska centralbanken. En alltför hög ränteskillnad mot euroområdet riskerade att förstärka kronan och göra det svårare att nå inflationsmålet. Det senaste årets svaga krona var, enligt OECD, en viktig anledning till att inflationen legat nära inflationsmålet.

Utskottets öppna utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2021

Den 4 maj 2021 höll utskottet en öppen utfrågning om Riksbankens rapport Redogörelse för penningpolitiken 2020. Hela Riksbankens direktion deltog plus två opponenter – Hilde C Bjørnland, professor vid norska Handelshøyskolen BI, och Göran Hjelm, kanslichef och chef för myndigheten Finanspolitiska rådet. Protokollet från utfrågningen finns publicerad i bilaga 1 och i Rapporter från riksdagen 2020/21:RFR13.

Nedan ges en kort sammanfattning av opponenternas synpunkter. Både Bjørnland och Hjelm ansåg att Riksbanken överlag agerat snabbt och kraftfullt under 2020 för att hantera och mildra de ekonomiska effekterna av pandemin.

Björnland inledde med en jämförelse av hur pandemin påverkat tillväxten i de skandinaviska länderna under förra året. Hennes slutsats var att fallet i BNP-tillväxt i Danmark, Norge (fastlandsekonomin) och Sverige var ungefär detsamma sett över helåret 2020, men att nedgången inledningsvis var något mindre i Sverige till följd av bl.a. något starkare sociala restriktioner i Danmark och Norge. Björnland konstaterade att Riksbanken valt att inte sänka reporäntan för att stimulera den ekonomiska aktiviteten under pandemin. Enligt henne skulle en sänkning sannolikt inte heller ha fått någon större effekt på den realekonomiska utvecklingen på grund av smittspridningen och nedstängningen av delar av samhället. Forskning visade, enligt Björnland, att penningpolitik via ränteförändringar kan vara ineffektiv och ha asymmetriska effekter när räntan är eller ligger nära noll som i Sverige. Avgörande för effekterna på ekonomin var i stället de s.k. okonventionella penningpolitiska åtgärder som Riksbanken vidtog under 2020 som t.ex. utlåning till bankerna och köp av tillgångar. Björnland konstaterade att bostadspriserna stigit kraftigt under pandemin och menade att det var en risk för den finansiella stabiliteten i den svenska ekonomin. Hon undrade i vilken utsträckning Riksbanken vägt in riskerna för den finansiella stabiliteten i sina beslut och åtgärder under 2020, och i vilken utsträckning Riksbanken kommer att kunna ta hänsyn till den finansiella stabiliteten framöver.

Göran Hjelm konstaterade att Riksbanken, i likhet med flera andra centralbanker, i inledningen av pandemin varit föredömligt snabb med att köpa statsobligationer och privata tillgångar för att sänka riskpremierna på marknaderna. En av centralbankernas viktigaste uppgifter är att fungera som lender of last resort i kristider. Hjelm ifrågasatte om Riksbanken varit fullt beredda att ta på sig den rollen när pandemin briserade bl.a. eftersom det tog ett halvt år innan köpen av företagsobligationer påbörjades. Enligt Hjelm verkade det som om ambulansen inte var helt ”fulltankad” när krisen kom.

Han ifrågasatte också Riksbankens beslut i november att utöka köpen av tillgångar bl.a. eftersom det riskerade att höja tillgångspriserna ännu mer. Enligt Hjelm fanns det sannolikt inget behov av en ytterligare närvaro på tillgångsmarknaderna i november 2020 eftersom riskpremierna och räntorna redan var låga. Hade det funnits ett behov av ytterligare ekonomisk-politiska åtgärder hade fler finanspolitiska stimulansåtgärder varit att föredra, vilket också hade utlovats i bl.a. budgeten för 2021, enligt Hjelm.

Hjelm efterlyste beräkningar från Riksbanken över vilka effekter olika penningpolitiska verktyg har på t.ex. inflation och tillgångspriser för att det ska öka möjligheterna att granska och utvärdera utformningen av penningpolitiken. Vidare ifrågasatte han om Riksbankens köp av privata tillgångar ska betraktas som vilket annat penningpolitiskt medel som helst bl.a. på grund av de risker som är involverade i den typen tillgångsköp. Han menade att det var en fråga som politikerna måste ta ställning till.

Hjelm tog också upp Riksbankens inflationsprognoser. Enligt honom hade Riksbanken under lång tid systematiskt överskattat inflationsutvecklingen i sina prognoser, vilket var ett stort problem bl.a. eftersom utformningen av

penningpolitiken bygger på prognoser. Enligt Hjelm fanns det en del som tydde på att bedömningsprocessen i Riksbanken systematiskt försämrade prognoserna.

Utskottets ställningstagande

Utskottet har utvärderat den svenska penningpolitiken under perioden 2018–2020 med fokus på pandemiåret 2020. Utskottet har tidigare granskat utvecklingen under 2018 och 2019 i betänkandena 2018/19:FiU24 och 2019/20:FiU24.

Ett extremt år

Utskottet konstaterar att 2020 var ett extremt år till följd av de sociala och ekonomiska konsekvenserna av pandemin. Spridningen av covid-19 och de olika sociala restriktioner och begränsningar som myndigheterna införde för att minska smittspridningen innebar att den ekonomiska aktiviteten i stort sett stannade av under våren både i Sverige och omvärlden. Efterfrågan minskade kraftigt och många företag fick likviditetsproblem vilket snabbt fick effekter på sysselsättning och arbetslöshet. Volatiliteten på finansmarknaderna ökade kraftigt och räntorna började stiga vilket gjorde det svårare för företag och hushåll att få tillgång till likviditet och krediter, något som i sin förlängning riskerade att utvecklas till en finansiell kris.

Utskottet konstaterar att Riksbanken agerade snabbt och med kraft när pandemin började få effekt på den ekonomiska och finansiella utvecklingen. På kort tid presenterade banken ett historiskt omfattande paket med åtgärder för att säkra bankernas tillgång till likviditet, förhindra en kreditåtstramning och pressa ned den allmänna räntenivån i ekonomin.

Tillsammans med regeringens och riksdagens omfattande stöd via finanspolitiken och de ekonomisk-politiska åtgärder som även vidtogs i andra länder fick åtgärderna effekt. Läget på finansmarknaderna stabiliserades under våren och räntorna föll tillbaka. Åtgärderna bidrog också till att mildra konjunkturfallet under våren även om tillväxttakten i ekonomin sjönk kraftigt och arbetslösheten ökade.

Utskottet anser att Riksbanken väl har fyllt sin roll som centralbank i Sverige och som lender of last resort under pandemin. Utskottet vill rikta ett tack till Riksbankens personal för de insatser som vidtogs under våren 2020 för att begränsa de ekonomiska effekterna av pandemin.

Omfattande köp av tillgångar

Under 2020 köpte Riksbanken tillgångar för mer än 300 miljarder kronor för att i första hand pressa ned räntorna på olika marknader. Köpen har ökat ytterligare hittills under 2021. Köpen har varit koncentrerade till privata tillgångar, framför allt bostadsobligationer eller s.k. säkerställda obligationer, men även på företagsobligationer om än i betydligt mindre omfattning. Detta

är marknader som Riksbanken tidigare inte agerat på och en del av köpen har varit föremål för diskussion. Utskottet utgår från att Riksbanken, när pandemin ebbat ut och ekonomin återgått till ett mer normalt läge, ingående utvärderar tillgångsköpen och köpens effekter, och redovisar och offentliggör resultaten av utvärderingen.

Utskottet konstaterar att en del även har ifrågasatt Riksbankens beslut i november 2020 att kraftigt utöka köpen av värdepapper i ett läge när situationen på finansmarknaderna redan hade stabiliserats och räntorna gått ned till nivåer som rådde innan smittspridningen tog fart. Nyttan och effekten av olika åtgärder kan alltid diskuteras. Beslutet i november togs i ett väldigt osäkert läge. Banken gjorde bedömningen att det behövdes ytterligare penningpolitiska stimulanser för att stödja återhämtningen när den andra vågen av smittspridning under hösten hotade att bryta uppgången i den ekonomiska aktiviteten. Enligt utskottet är det för tidigt att redan nu ha en tydlig uppfattning om nödvändigheten och omfattningen av tillgångsköpen. En sådan bedömning bör ingå i den utvärdering som utskottet efterlyser ovan.

Ändrade förutsättningar att nå inflationsmålet

Effekterna av pandemin ändrade förutsättningarna för Riksbanken att nå inflationsmålet under 2020. Inflationstrycket var lågt redan i inledningen av 2020 och inflationen pressades ned ytterligare av kraftigt fallande energipriser och minskad konsumtion till följd av smittspridningsriskerna och de sociala restriktionerna för att minska spridningen. Utskottet konstaterar att priserna mät enligt KPIF steg med i genomsnitt 0,5 procent under 2020, vilket är långt under Riksbankens inflationsmål på 2 procent och under variationsbandet. Under utvärderingsperioden 2018–2020 ökade KPIF med i genomsnitt 1,4 procent per år, vilket även det är under inflationsmålet men inom variationsbandet.

Räknar man bort utvecklingen av energipriserna ökade inflationen (KPIF exklusive energi) med i genomsnitt 1,3 procent under 2020, vilket även det är under inflationsmålet men inom variationsbandet. Under utvärderingsperioden 2018–2020 steg inflationen exklusive energi med 1,4 procent, dvs. samma genomsnittliga utveckling som KPIF under perioden.

BILAGA 1

Uppteckningar från den öppna utfrågningen den 4 maj om Riksbankens redogörelse för penningpolitiken 2020

Vice ordförande Elisabeth Svantesson (M): Jag förklarar finansutskottets sammanträde öppnat. Innan vi gör någonting annat ska alla vi ledamöter som är i lokalen fatta beslut om att övriga ledamöter kan delta på distans. Jag finner att så är fallet.

Jag vill hälsa alla varmt välkomna till den här utfrågningen om penningpolitiken. Den tar sin utgångspunkt i den redogörelse för penningpolitiken 2020 som Riksbanken har lämnat. Det här kommer att bli ett semidigitalt seminarium. Det betyder att vi har finansutskottets ledamöter delvis i lokalen men också på andra platser. Man kan vara i riksdagen eller hemma i sin valkrets. Det innebär också att några ur direktionen är här och några på andra platser, så också opponenter. Jag hoppas att allt ska fungera väl och flyta på.

Jag ska börja med att presentera alla dem som ska medverka vid den här utfrågningen. Här i salen har vi riksbankschef Stefan Ingves framme vid podiet. Bredvid honom sitter vice riksbankschef Martin Flodén. Övriga i direktionen deltar på länk: förste vice riksbankschef Cecilia Skingsley samt Per Jansson, Henry Ohlsson och Anna Breman. På länk har vi också två opponenter som ska ge sin syn på redogörelsen. Det är professor Hilde C. Bjørnland från den norska handelshögskolan och Finanspolitiska rådets kanslichef Göran Hjelm. Varmt välkomna ska ni alla vara!

Då går vi över till programmet! Vi kommer först att låta riksbankschef Stefan Ingves presentera en sammanfattning av redogörelsen. Därefter kommer opponenter att få ge sin syn. Vice riksbankschef Martin Flodén kommer att ge kommentarer efter detta. Sedan är det dags för finansutskottets ledamöter att ställa frågor till direktionen.

Stefan Ingves, riksbankschef: Jag ska redogöra för penningpolitiken som den kom att se ut under år 2020. Det är nog inget understatement att säga att 2020 blev ett väldigt speciellt år, i många olika avseenden naturligtvis. Här ska jag prata om ekonomiska aspekter på detta.

Året började ungefär som ett vanligt år. Vi diskuterade penningpolitik, ekonomisk tillväxt och händelser i världsekonomin. Men sedan gick allt väldigt fort. Den 11 mars konstaterade WHO att covid-19 var en pandemi. Då förstod vi och många andra att det här inte var som det varit tidigare. Det som då inträffade var att pandemin orsakade en kraftig och synkroniserad nedgång i den ekonomiska aktiviteten i stort sett i hela världen under våren 2020.

Jag pratar naturligtvis om de här sakerna från ett svenskt perspektiv. Många företag drabbades snabbt och hårt när detta inträffade. Samtidigt var det på global nivå så att många investerare väldigt fort började söka sig till säkrare

tillgångar och krypa ur den ena marknaden efter den andra. Det fanns en uppenbar och stor risk att många marknader mer eller mindre skulle frysa, och detta krävde omedelbara åtgärder. Vad som då hände var att osäkerheten på de finansiella marknaderna ökade kraftigt. För många centralbanker på olika håll i världen blev den helt överskuggande uppgiften att omedelbart säkerställa kreditgivningen i ekonomin och se till att vi kunde förhindra en finansiell kris. Samtidigt var det, givet det som inträffade, också uppenbart att det var angeläget att fortsättningsvis hålla räntorna låga.

Från Riksbankens perspektiv ledde det här till många snabba beslut om olika typer av åtgärder under 2020. För att se till att inte allting skulle stelna och frysa på de finansiella marknaderna fattade vi drygt 20 beslut. Normalt är det 5 under ett år. Det här skedde vid ordinarie beslutstillfällen, vid extra-inkallade möten och även vid så kallade per capsulam-möten, vilket innebär att det inte var något egentligt möte men att vi alla var överens i förväg om vilket beslut som skulle fattas.

Under sådana här omständigheter, när det råder genuin osäkerhet, gäller det att agera både snabbt och kraftfullt. Eftersom det inte går att veta i förväg vad som kommer att ske näst gäller det att använda ett brett spektrum av åtgärder. Det här är åtgärder som behöver vara i kraft så pass länge att man känner sig säker på att en återhämtning kommer att komma och att den återhämtningen också är stabil. Samtidigt är det svårt att bedöma vilken kombination av åtgärder som är den mest lämpliga, och då är det lämpligt att göra många olika saker samtidigt.

Om man ser till vad Riksbanken gjorde är det inte någon större skillnad mellan våra åtgärder och vad en lång rad andra centralbanker kom att göra. Det heter lite olika på olika håll i världen. Startpunkten är lite olika. Men i grunden pratar vi om ett handlings sätt som är ganska lika överallt. Vad som då händer – det här kan man jämföra med det som skedde under den stora globala finanskrisen – är att centralbankernas balansräkningar ökar ganska snabbt i storlek, vilket också är ungefär det som hände under finanskrisen tidigare.

På den graf jag visar ser ni att Riksbankens balansräkning också börjar växa, här mätt i relation till storleken på den svenska ekonomin. Detta jämförs med andra ekonomier. Ni ser att ECB har tagit i mest. Sedan kommer Bank of England, därefter den amerikanska centralbanken och sist Sveriges riksbank. I det avseendet är inte våra åtgärder exceptionella på något sätt, även om de är stora, utan det är snarare så att vi ligger lite i underkant jämfört med de här andra centralbankerna.

Vi vidtog en kombination av olika åtgärder. Vad det här handlar om – jag ska inte gå igenom det i detalj, för det beskrivs i detalj i rapporten – är kort och gott att på vår tillgångssida låna ut mot säkerhet till banker, att köpa värdepapper, vilket vi fortsätter med i dagsläget, och att över huvud taget låna ut på ett sådant sätt att om det är någon som har likviditetsproblem i den finansiella sektorn på banksidan tillhandahåller vi den likviditeten mot säkerhet, både i svenska kronor och i amerikanska dollar.

Vad det här innebär är att varje gång vi gör någonting på tillgångssidan betalar vi med nya riksbankspengar. De kommer alltid tillbaka, för det här är en bokföringsidentitet över natten på vår skuldsida. Det här handlar inte om att enbart låna ut och köpa värdepapper, utan det handlar också om att på vår skuldsida se till att det finns en mycket stor inlåning från banksystemet i Riksbanken. Vad det innebär är att det finns gott om likvida tillgångar i den svenska finansiella sektorn under den här perioden. Det är det som krävs för att det hela ska lugna sig, för att räntorna ska förbli låga och för att vi ska hålla igång aktiviteten i den finansiella sektorn, så att inte kreditutbudet torkar in.

Vi ska nu se lite på vilka värdepapper som vi har köpt och sätta det i relation till de utestående stockarna av värdepapper. På den graf jag visar kan man se att ungefär 44 ½ procent är statspapper. Eftersom vi hade köpt statspapper i många år innan alltihop det här satte igång innehar vi en betydande del av den utelöpande svenska statsskulden. För att bredda detta och se till att finanssektorn i vid mening fungerar på så många ställen som det över huvud taget är möjligt har vi köpt ungefär 14 procent av utestående kommunpapper. Vi har också köpt ungefär 14 procent av utestående stock av bostadsobligationer. Det kan vara värt att notera, om man tittar på storleken på de här staplarna, att det är alldeles uppenbart att marknaden för bostadsobligationer i Sverige är den helt dominerande delen av den svenska obligationsmarknaden. Det innebär kort och gott att den marknaden bara måste fungera för att räntenivån ska hållas låg i Sverige.

Sedan har vi också köpt företagsobligationer, eftersom företagsobligationsmarknaden och marknaden för företagscertifikat frös. Det var angeläget att få igång den marknaden igen, eftersom en inte obetydlig del av företagets finansiering i dagsläget kommer från obligationsmarknaden. Där innehar vi i dagsläget ungefär 1 procent av den utestående stocken. Även om frågan om företagsobligationer har diskuterats mycket är det inte på något sätt så att vi har kommit att dominera den marknaden. Allt det här sammantaget gjorde det möjligt – det säger jag verkligen med facit i hand – att upprätthålla kreditförsörjningen till hushåll och företag, undvika en finansiell kris och stötta den allmänna ekonomiska utvecklingen i svensk ekonomi.

Det som skedde under den här perioden är också ett väldigt tydligt exempel på hur prisstabilitet och finansiell stabilitet hänger ihop. Det gäller särskilt under kriser. Det har att göra med det grundläggande: att allting som en centralbank gör härrör från vår balansräkning på ett eller annat sätt. Det betyder att penningpolitiken inte blir meningsfull om det är problem på de finansiella marknaderna; man kan inte sätta räntan utan att finansmarknaderna fungerar. Det innebär att det finns en alldeles uppenbar och nära interdependens. Detta gäller särskilt i svåra tider, när det är bekymmer på finansmarknaderna på ett eller annat sätt. Ska vi upprätthålla prisstabilitet behöver finanssektorn fungera. Med vårt språkbruk innebär det att transmissionsmekanismen – penningpolitikens verkan i ekonomin – ska spridas via den finansiella sektorn. Därför behöver den fungera.

Under det här året är det självfallet så att vårt mål om prisstabilitet och vårt inflationsmål på 2 procent kvarstår, även om det under de här omständigheterna inte är helt enkelt att finjustera i systemet. Men de åtgärder som vi vidtog under loppet av fjolåret har egentligen samma syfte; allting vi gör gynnar både prisstabilitetsmålet och den finansiella stabiliteten i den svenska ekonomin, så tecknet är detsamma. Sedan kom ändå inflationstakten att ligga en bra bit under målet, inte minst som en konsekvens av kraftiga förändringar i energipriser under den här perioden.

Om vi nu får en återhämtning framför oss, som vi ser den, tror vi ändå att inflationen är på väg tillbaka till vårt mål på 2 procent. Men det kommer att vara en ganska skakig resa, vilket har att göra med den allmänna ekonomiska utvecklingen, energipriser och svårigheter att mäta inflationstakt över huvud taget under de här omständigheterna. Samtidigt tycker vi att det är betryggande att inflationsförväntningarna ändå har hållits hyggligt stabila under den här perioden och ligger ganska nära 2 procent, särskilt om man tittar på femårsförväntningarna.

Under de omständigheter som rådde under fjolåret och som fortfarande råder i Sverige och på många andra håll är det här självfallet inte enbart en fråga om vad centralbanken gör, utan det handlar om den samlade ekonomiska politiken i samhället. När jag nu summerar finanspolitik och penningpolitik under de här omständigheterna gör jag det verkligen med facit i hand. Det här gick inte att veta när dessa beslut fattades under mycket stor osäkerhet. I det stora hela har finanspolitiken och penningpolitiken så att säga fått det dit vi ville i den meningen att den allmänna ekonomiska aktiviteten har hållits igång på ett sätt som inte hade varit möjligt utan de finanspolitiska åtgärderna och de åtgärder som Riksbanken har vidtagit.

Det som är lite speciellt, i en positiv mening, med den här krisen jämfört med andra kriser kan man se om man tittar på grafen till höger, som visar hur svensk bruttonationalprodukt utvecklas med tiden och vår prognos över vad som kommer att ske i svensk ekonomi. Har vi rätt i vår prognos kommer Sverige mot slutet av året eller en bit in på nästa år att vara tillbaka i den gamla tillväxtbanan, det vill säga tillväxtbanan som vi föreställde oss den tidigare. Nu finns det naturligtvis inga garantier, men det är verkligen min förhoppning att vi har rätt i vår prognos. Skulle det vara på det sättet är den här krisen unik i så måtto att det brukar ta mycket längre tid och vara mycket besvärligare att komma tillbaka till det normala. Det gäller särskilt om man jämför den här krisen med olika typer av finanskriser, som vi ju har sett i många andra länder.

Låt mig innan jag summerar göra en liten utvikning och säga några ord om bostadsmarknaden, som har varit en överraskning för oss och många andra och som inte alls har utvecklats så som många föreställt sig. Det gäller inte enbart Sverige, utan också en del andra länder. Vi tittar först på bolåneräntorna och på det första grå fältet till vänster i figuren. Under den globala finanskrisen föll bolåneräntorna kraftigt. Under samma period föll bostadspriserna lite grann för att sedan fortsätta uppåt. Vi går raskt framåt till fjolåret. När det gäller bolåneräntorna kan vi inte se att det hänt särskilt mycket, bortsett från om vi

sätter ett förstoringsglas på grafen och förstorar upp den kraftigt. Samtidigt ser vi att bostadspriserna stiger kraftigt under den senaste perioden. Räntorna har alltså varit ungefär konstanta, men bostadspriserna har stigit mycket.

Det här säger oss att krisen i det här avseendet är ganska speciell. Vi får väl se längre fram. Det kommer säkert att diskuteras i många år vad som har hänt här och varför. Liknande mönster hittar man som sagt på annat håll. En förklaring kan vara följande: Krisen leder till minskad konsumtion och ökat sparande. Dessutom leder krisen till att man inte längre kan bestämma sin egen konsumtion; det går inte att åka utomlands, och det går nog inte heller något vidare under den här perioden att köpa en fastighet utomlands. En konsekvens är att en möjlighet som kvarstår är att konsumera bostäder. Utbudet av bostäder på kort sikt i förhållande till hela mängden bostäder som finns i ekonomin, i stocken, är naturligtvis konstant. Om då räntorna är konstanta under den här perioden och det är viktigt att hålla igång kreditmarknaderna stiger priserna. Det här gäller särskilt många hushåll som har fast anställning. Jag har inte med någon sådan graf, men under den här perioden är det så att arbetslösheten bland många med fast anställning är ungefär 3 procent, till skillnad från många andra yrkes- och ålderskategorier i svensk ekonomi. Detta är måhända något av en förklaring till varför det blev som det blev.

Låt mig sammanfatta! Kraftfulla åtgärder från regeringar och centralbanker förhindrade en ännu djupare kris än den som vi gått igenom. Det var möjligt att stabilisera finansmarknaderna, och det var också möjligt att undvika att pandemin transformeras till en finansiell kris. Samtidigt har inflationen varierat kraftigt. Den har legat under målet, men de långsiktiga inflationsförväntningarna har ändå varit ganska stabila och pekar mot en inflation ganska nära 2 procent. Den här pandemin är också sannolikt annorlunda än tidigare kriser; har vi rätt i vår prognos kommer Sveriges BNP ganska snart att återgå till sin tidigare tillväxtbana. Samtidigt är det så att penningpolitiken behöver ge ett kraftfullt fortsatt stöd åt den återhämtning som vi nu ser framför oss. Det som penningpolitiken har svårare att hantera är att återhämtningen är tudelad. Det går bra i vissa delar av svensk ekonomi, men mindre bra i andra delar av svensk ekonomi. I de senare delarna är detta i stor utsträckning en konsekvens av pandemin.

Vice ordförande Elisabeth Svantesson (M): Stort tack för det! Då är det dags för våra opponenter att ge sin syn på redogörelsen för penningpolitiken 2020. Varmt välkomna att ge era kommentarer!

Hilde C. Bjørnland, professor vid norska Handelshøyskolen BI

Se riksdagens webbsändning

Vice ordförande Elisabeth Svantesson (M): Stort tack för detta, Hilde! Nu ska vi lämna över ordet till Finanspolitiska rådets kanslichef Göran Hjelm, som är den andra opponenter.

Göran Hjelm, Finanspolitiska rådet: Tack så mycket för möjligheten att kommentera penningpolitiken detta händelserika år! Till protokollet bör läggas att det här bara är mina kommentarer, och ingen annan har bidragit till presentationen.

Ett händelserikt år har det som sagt varit. Som medborgare måste jag säga att jag är tacksam att vi har institutioner som Riksbanken och riksdagen som agerar backup, helt enkelt, vid kriser. Eventuell kritik i det här sammanhanget är alltså randanmärkningar. Att vara offentlig backup handlar om att vara last resort – att vara sista instans. Det kan man vara på olika sätt. Man kan låna ut pengar, man kan köpa tillgångar och man kan ge pengar som försäkringsgivare. Riksbanken har, som vi har hört, varit både långgivare och köpare under krisen. Riksdagen har agerat som försäkringsgivare och delat ut pengar i form av stöd till företag och individer.

Mycket har hänt. Man hinner inte säga så mycket på 20 minuter, men jag tänkte kort beröra tre områden om penningpolitiken 2020: prognoser, verktyg och kommunikation. Jag lägger krutet på inflationsprognoser eftersom de är centrala för vilken penningpolitik som förs.

Som ni ser på bilden här, som har visats på olika sätt hittills, var inflationen låg det här året. Det har den varit det senaste decenniet, så 2020 är inget undantag. Energipriser hoppar runt, som flera har varit inne på, så ur ett ekonomiskt perspektiv är det nog bättre att exkludera dem när man kikar på enskilda år. Den röda linjen är exklusive energi, och inflationen var 1,3 år 2020. Det är en bit från målet, men det är detsamma som genomsnittet under den här perioden. Vi ser också att inflationen när Riksbanken nådde sitt mål 2017 till 2019 berodde på att energipriserna var åt andra hållet, det vill säga att de var höga. Kommunikationen är väl inte helt symmetrisk i den här redogörelsen, för Riksbanken förklarar att inflationen just 2020 var låg på grund av de låga energipriserna, men man kommenterar inte på samma sätt att den var hög de tidigare åren just på grund av höga energipriser.

Det här diagrammet visar att Riksbanken systematiskt har producerat för hög inflation, särskilt på längre horisonter. Vad som blir mer bekymmersamt är att Riksbanken under samma period har producerat en starkare växelkurs än vad som har blivit fallet – en ganska mycket starkare. Om den hade slagit in, allt annat lika, hade inflationen blivit än lägre än vad den blev. Det indikerar att kunskapen om inflationens drivkrafter är sämre än vad själva inflationsprognoserna visar.

Jag tittade på det här själv för ett antal år sedan och jämförde inflationsprognoserna för Riksbanken och KI. Då visade det sig att Riksbanken systematiskt under perioden från 2001 till 2013 överskattade inflationen på två års sikt. Inför detta möte kollade jag upp det här igen. Men jag gjorde det inte själv, utan det fanns redan gjort av KI. Det visar samma sak: Riksbanken har ungefär samma systematiska överskattning av inflationen, medan KI inte har denna systematik i prognosfel.

Den här systematiken i felen har alltså pågått under två decennier. Man kan fundera på vad det kan bero på och hur man kan förbättra det här framöver. Riksbanken har ibland i debatten fått kritik för att de tittar för mycket på modeller. Det är modellernas fel att det blir så här, och så vidare. Rent generellt består en bedömningsprognos dels av mjuka, dels av hårda data som man behandlar rent bedömningsmässigt. Sedan har man modeller som är hårda data och statistik, och så kokar man ned det hela i en gryta och rör om. Vad Riksbanken själv har visat är att modellprognoser, bland annat för inflationen, vanligtvis är bättre än bedömningsprognoser. Modeller är alltså ingenting man ska bortse ifrån.

Samtidigt, när kritiken kom mot Riksbanken om att man använde sig för mycket av modeller, visade en annan studie från Riksbanken att man de facto tar liten eller begränsad hänsyn till modeller. Slutsatsen av det är att det inte förefaller vara modellerna som är problematiken, utan det är någonting i själva bedömningsprocessen som försämrar prognoserna.

Slutsatsen av den här lilla biten om inflation och inflationsprognoser är att det nu har varit två decennier med systematiska fel och att det verkar vara bedömningsprocessen som gör att det blir systematiskt fel. Det är problematiskt eftersom penningpolitiken, räntebanor och så vidare i stor utsträckning baseras på inflationsprognoser.

Så vad göra? En viktig sak tror jag är att redovisa detta på ett systematiskt sätt i redogörelsen för penningpolitiken: att redovisa prognoser med fast horisont över längre tidsperioder, och förstås också det år man just pratar om, så att det kommer fram. Sedan tror jag också att det är viktigt – vilket man gör i penningpolitiska rapporter ibland – att visa modellprognoser i redogörelsen. Hur har de modeller som har varit bra historiskt varit jämfört med bedömningsprognosen? Varför avvek man, och så vidare? Man bör sedan förklara avvikelserna.

Det finns andra centralbanker som har kikat på detta. Hur arbetar man bäst med prognoser inom en centralbank? Man brukar jämföra staff forecast, som är tjänstemännens forecast, med det som blir den slutgiltiga bedömningsprognosen och så vidare. Det är möjligt att man skulle kunna titta på det också framöver.

Penningpolitiska verktyg är ett stort och viktigt område, som förstås inte lämpar sig för fem minuters kommentar. Men jag ska försöka genom att prioritera hårt. När man inte vill eller kan sänka räntan mer än styrräntan, eller inte vill eller kan köpa nya statsobligationer återstår inte så många verktyg för centralbanken. En viktig sak, som är okontroversiell, är att man med sin räntebana kan kommunicera att räntan ska vara låg länge. Det är så att säga enkelt.

Därefter blir det genast mer kontroversiellt. Det finns olika typer av helikopterpengar, som det är förbjudet att ge till staten. Men det finns andra; man kan ge till individer. Man kan också ge helikopterpengar till banker. Man kan låna ut till bankerna med en låg ränta men ge dem en hög ränta när de själva sätter in pengarna hos Riksbanken. Det blir som en negativ bankskatt.

Det här innebär förstås en förlustaffär för Riksbanken, som minskar det egna kapitalet. Det blir sannolikt mindre utdelning till staten, och så vidare. Man kan också trycka pengar för att försvaga valutan, som man gjorde nu när man fyllde på sin valutareserv, men i mycket större skala, och försöka öka den importerade inflationen.

Slutligen kan man köpa privata tillgångar. Här är det många som hävdar att det är mer kontroversiellt. Varför? Till skillnad från när man ändrar den riskfria räntan påverkas fördelning och allokering, och man tar offentligt finansiella risker. Man kan helt enkelt göra förluster. Därför är det många som hävdar att detta suddar ut skillnaderna mellan penningpolitik och finanspolitik.

Jag tänker fokusera på de privata tillgångsköpen, som har varit i fokus. Riksbanken själv skriver att det inte är normalt att köpa privata tillgångar. Det ligger ju oftast utanför centralbankernas verksamhetsområde av de skäl som jag nyss har nämnt. Banken för internationell betalningsutjämning (BIS) är inne på samma linje. De skiljer tydligt mellan tillgångsköp som sker i normala tider och tillgångsköp som sker i kristider. Under krisen passerades den röda linjen. Många gick in och köpte privata tillgångar, liksom Riksbanken. Men det var nödvändigt för att det skulle bli som en krockkudde för företagen – eller en av flera krockkuddar. Regering och riksdag har förstås också vidtagit stora åtgärder. Men sedan menar BIS att när den omedelbara krisen är borta och vi har räddat finansmarknaderna kommer andra överväganden in. Då kommer de här andra sidoeffekterna in i beslutet. Då säger BIS att det gäller att avveckla krisåtgärderna och särskilja dem från den vanliga penningpolitiken.

Frågan är då om man ska vara både buyer of first and last resort eller omvänt. En helt central uppgift för en centralbank är ju att vara buyer of last resort, precis som man är lender of last resort när det är finansiell stress. Vi har ju den finansiella marknaden, och den reglering som finns innebär att det kan bli förtroendekriser där. Vi har byggt upp ett sådant system. I och med att vi accepterar det bör vi ha en centralbank som kan korrigera marknadsmisslyckanden när det är kris och ta på sig risker som ingen annan vill ta.

En helt annan sak är om man ska gå in på marknader när ränteläget är mer som i normala tider och köpa privata tillgångar. Det är det man vill; man vill öka tillgångspriserna och därmed efterfrågan på inflationen. Anledningen till att det är en röd linje för bland annat BIS är de sidoeffekter som jag nämnde tidigare.

Vad skedde då under krisen när det togs väldigt många beslut både inom Riksbanken och från regering och riksdag? Likt andra centralbanker agerade Riksbanken föredömligt, och föredömligt snabbt, och beslutade i mitten av mars att köpa säkerställda obligationer. Man utlovade även att köpa företagsobligationer och företagscertifikat. Riskpremierna dämpades, som vi ser på bilden. Men vad som beror på vad är som sagt jättesvårt att veta, för precis samtidigt agerade regering och riksdag som en försäkringsgivare och sa: Vi kommer att stå för den här krisen. Ni kommer att få stöd för att övervintra och så vidare. Det bidrog förstås också, och vem som bidrog mest

är svårt att veta. Men man kan säga att ett samlat ekonomiskpolitiskt paket har bidragit till detta.

Det som hände sedan var att Riksbanken förberedde ett köp av företagsobligationer. Man anlidade en konsultfirma som fick förlängt mandat, och sedan, den 1 september, började man köpa företagsobligationer.

Det som sedan hände var att Riksbanken den 26 november oväntat utökade dessa tillgångsköp. Jag tror att det var från 500 till 700 miljarder; jag minns inte riktigt. Riskpremierna föll direkt på det beskedet. Riksbanken gjorde det sistnämnda i uttalat penningpolitiskt syfte för att förstärka uppgången i ekonomin.

Som även har visats av Stefan Ingves har den faktiska bolåneräntan inte påverkats så mycket; då behöver man ha förstoringsglas. Men vad som har hänt är att den förväntade bolåneräntan på fem år har minskat ganska mycket procentuellt sett. Den låg på cirka 3,5 procent före krisen. Men sedan har den varit nere och snuddat vid 3 procent, och nu är den på 3,1–3,2 procent. Procentuellt sett har det skett en stor förändring i förväntad bolåneränta. Det beror förstås bland annat på Riksbankens åtgärder; det är ju själva syftet med dem. Men det beror även på att det nu kommuniceras att reporäntan ska vara noll fram till utgången 2024. Det har förstås påverkat bostadsprisutvecklingen, även om också andra faktorer har spelat in.

Vi kan också se att riskpremierna var högre före krisen än vad de är nu. Riksbankens åtgärder har alltså bidragit till att vi nu har lägre riskpremier. De är kanske högre än de var före finanskrisen, men mycket tyder på att de då sannolikt var för låga.

Politiken har fått den effekt som säkert var avsedd.

Vad kan ha legat i vågskålarna penningpolitiskt, om man ska utvärdera de utökade tillgångsköpen den 26 november? Man skulle kunna hävda att ekonomin behöver lägre räntor och mer boost, och vill man inte sänka reporäntan får man gå ut och köpa privata tillgångar – om man anser att köp av privata tillgångar är som vilket penningpolitiskt verktyg som helst. Nu gjordes dessa köp uttryckligen i penningpolitiskt syfte, men man skulle även kunnat ha haft finansiella stabilitetsargument. Man skulle kunna tänka sig att marknaden fortfarande var osäker på om Riksbanken skulle finnas där. Man kanske inte litade på att Riksbankens funktion som buyer of last resort fungerade. Det kanske fanns något kvarvarande marknadsmisslyckande och så vidare.

Ett argument emot är att när saker och ting har lugnat ned sig bör marknaden få bestämma vad som är en vettig riskpremie. Oftast agerar ju centralbanker med den riskfria räntan. Andra argument är de sidoeffekter som jag nämnt tidigare. Frågan är också om det är mer effektivt att sänka reporäntan. Ingves sa att det inte är det. Jag har ingen klar uppfattning i frågan, men många studier visar att en negativ reporänta fortfarande är effektiv. När vi ser hur det går med tillgångsprisutvecklingen är ett annat argument möjligen att svensk ekonomi behöver lägre räntor.

Från Riksbanken har man sagt, och jag håller med om det, att om det behövs mer stimulans framöver är finanspolitiken lämpligare för det; det är en bättre mix. Regeringen har också lovat att om det blir sämre än man tror kommer man att fortsätta hjälpa företag och individer. Ett ytterligare argument emot kan möjligen vara Riksbankens långvariga kommunikation om risker med just tillgångspris.

Så till slutsatsen vad gäller tillgångsköp. Riksbanken upphandlade en konsult i brinnande kris för att förbereda dessa köp av privata tillgångar. Givet det förefaller Riksbanken inte ha varit redo att göra detta trots att styrräntan varit noll eller negativ under fem års tid. Att denna situation skulle kunna uppstå antingen på grund av en lågkonjunktur eller en sådan här kris var inte omöjlig att förutse. I så fall kan man vara kritisk. Att vara just last resort är Riksbankens viktigaste funktion. Akutbilen måste vara tankad och klar så att man snabbt kan trycka på knappen.

Behövdes det en utökad närvaro på tillgångsmarknaden när man gjorde dessa utökade köp den 26 november? Riksbanken skriver själv att man vid denna tidpunkt hade faciliteterna. Akutbilen var tankad, och man kunde skala upp om det behövdes och gripa in. Det är inte normalt att en centralbank vare sig lånar ut pengar eller köper på det sätt man har gjort, utan man agerar som lender eller buyer of last resort när det behövs. Riksbanken har också tydligt visat att man agerar. Man tar inte hänsyn till någon moral hazard när det brinner i knutarna, vilket jag tycker är bra. Detta bidrar till stigande tillgångspriser. Den stabiliseringspolitiska mixen hade kanske varit bättre och verkar också vara förberedd.

Nu vänder jag mig till finansutskottet. Jag tycker att redogörelsen för penningpolitiken ska utökas med att Riksbanken uppskattar effekter av olika penningpolitiska verktyg för att man ska kunna just utvärdera. Hur mycket tror man att olika åtgärder påverkar inflationstakten i slutändan relativt, i detta fall, tillgångspriset? Man kan försöka närma sig dessa frågor, för det är just där vågskålen finns.

Vad gäller elefanten i rummet, alltså om privata tillgångsköp ska vara ett politiskt verktyg som vilket som helst, och vi kan köpa tillgångar, sänka räntan eller något sånt, är det ingen fråga för oss ekonomer eller tjänstemän att ta ställning till, utan det är en politisk fråga som politiker behöver ta ställning till.

Så några ord om kommunikation och samspel. Penningpolitik handlar inte minst i dag om kommunikation. Som jag sa tidigare förväntar sig Riksbanken att räntan kommer att vara noll till och med 2024, vilket innebär att det sannolikt kommer en normal eller hyfsat djup lågkonjunktur framöver.

Riksbanken har börjat kommunicera om policymix på ett bra sätt under det senaste året. Man har sagt att man inte ska höja räntan om finanspolitiken blir mer expansiv, vilket i sig också gör finanspolitiken mer effektiv. Man har sagt att finanspolitik är lämpligare än tillgångsköp när tillgångsköp görs i penningpolitiskt syfte. Det gäller förstås inte i krisen på den finansiella marknaden, för då måste man köpa tillgångar eller låna för att avvärja denna

kris. Man har också varit tydlig med att de sista tillgångsköpen var i penningpolitiskt syfte, vilket underlättar samspelet med finanspolitiken. Politiker förstår då vad Riksbanken gör och varför och vilka åtgärder de eventuellt själva kan göra.

Det hade varit bra om Riksbanken hade kommunicerat detta tidigare. Det har många andra gjort. Jag tror att Riksbanken har en viktig roll i samspelet mellan penningpolitik och finanspolitik och att göra finanspolitiken uppmärksam på att den måste vara förberedd. Vi har ju haft nollräntor i ett halvt decennium. Kommer det en lågkonjunktur, och det behöver inte vara en coronakris, behöver finanspolitiken sannolikt ta en större roll eftersom vi har det här låga ränteläget. Jag hoppas att Riksbanken fortsätter på den linje man har börjat på, för då tror jag att det kan bli ett bra samspel.

Att Riksbanken står inför kommunikativa utmaningar är lätt att säga eftersom räntan blir kvar på noll. Man kommer att få hålla på med sådana här okonventionella åtgärder, som man har gjort under ganska lång tid, och det är svårare att kommunicera dem än att kommunicera en reporänta.

Beskrivningen av lån till företag via banker visar på en stor kommunikativ utmaning för Riksbanken. När krisen briserade sa Riksbanken att man lånar till företag, att det är gratis för bankerna att förmedla dessa lån till företagen och att lånevillkoren är extra förmånliga och generösa. Detta plockades också upp av medierna. Men när företagen sedan gick till sina banker fick de reda på hur det förhåller sig. Riksbanken lånar inte pengar till företag, utan det är ett helt annat finansiellt system. Banker förmedlar inte heller Riksbankens pengar till företagen. De gör en sedvanlig kreditbedömning, som förstås är mycket stramare när krisen rasar utanför fönstret och de inte vet vilken betalningsförmåga företagen har. Räntan är inte särskilt förmånlig; det är en rörlig reporänta. Det är inga helikoptervillkor, så som andra centralbanker har haft, vilket är bra.

Detta hade kunnat kommuniceras bättre så att ekonomins aktörer visste vad åtgärden innebär. Då litar de också mer på Riksbanken eller andra myndigheter nästa gång dessa kommunicerar saker och ting. Det är också viktigt för regering och riksdag så att de förstår vad Riksbanken gör och vilka effekter det får.

Jag tycker att Riksbanken ska ta fram ett nytt strategidokument. Nuvarande penningpolitik i Sverige är utdaterad. Det är en ny värld. Jag tycker att man ska försöka avmystifiera penningpolitiken och göra det så enkelt som möjligt men på ett ambitiöst sätt. Det finns förlagor med bra vokabulär och bra beskrivningar i både Bank of England och BIS.

Jag tycker att den kommunikativa målbilden ska vara att både journalister och politiker ska kunna förstå och att de senare ska kunna anpassa sin politik och även kunna utvärdera Riksbankens arbete.

Finansutskottet behöver vara aktivt för att samarbetet mellan riksbank, finansutskott och riksdag ska fungera. Utvärderingen av penningpolitiken bör ha ett bredare underlag för att man ska kunna göra en ordentlig utvärdering. Jag tycker att man ska efterfråga ett strategidokument. I utredningsförslagen

till ny riksbankslag valde Riksbankskommitténs samtliga politiska partier att behålla utvärderingen inom riksdagen – i många andra länder görs det externt – men det kräver enligt min mening en mer ordentlig utvärdering än den som sker nu, typ dagens övning, av både penningpolitik och övrig verksamhet. Det behövs alltså både resurser och tid.

Slutligen: En lagstiftning för att främja samspel och utvärdering borde enligt mig innehålla en proportionalitetsprincip så att man kan väga saker mot varandra. Politiker behöver bestämma om privata tillgångsköp är som vilket verktyg som helst. En annan sak som ekonomer eller tjänstemän inte ska bestämma är om krediter till banker utanför kristider ska villkoras till olika ekonomiska aktörer. Jag tror även att det underlättar om Riksrevisionen kontrollerar Riksbankens lagefterlevnad, för det är nog svårt för finansutskottet och riksdagen att göra.

Vice ordförande Elisabeth Svantesson (M) Stort tack för det! Nu ska vice riksbankschef Martin Flodén få ge kommentarer på opponenternas synpunkter.

Martin Flodén, Riksbanken: Ett stort tack till Hilde och Göran för utförliga kommentarer. Som ni förstår kommer jag att få vara selektiv och svara kortfattat. Jag ska även försöka ge mina kollegor utrymme att vid tillfälle fylla i.

Låt mig börja med frågan om vi borde ha sänkt räntan, som framför allt Hilde var inne på men även Göran nämnde. Här verkar vi vara ganska eniga om att det inte fanns något uppenbart skäl eller starka argument för att sänka räntan under pandemin. Det jag vill kommentera är att vår bedömning är, precis som Göran sa, att vi hade kunnat sänka styrräntan, och det hade fått en expansiv eller stimulerande effekt på ekonomin. Potentiella negativa sido-effekter hade inte övervägt. Men trots det valde vi att inte sänka räntan. Vi har erfarenhet av negativ styrränta i Sverige och har sett att det fungerar, så vi hade kunnat göra det igen.

Hilde tar upp den stora fråga vi har brottats med i Sverige under det senaste dryga decenniet, nämligen hur finansiella risker ska vägas in i de penning-politiska besluten. Det är egentligen två olika frågeställningar, precis som Hilde säger. Gör vi detta under kriser? Det är också den diskussion som Göran var inne på. Är Riksbanken lender of last resort och buyer of last resort? Ja, det har vi tydligt sett. Det är en traditionell uppgift för centralbanker att vara lender of last resort och stiga in på finansiella marknader och se till att det finns likviditet och att kreditförsörjningen fungerar på marknaderna under en potentiell finanskris eller en djup lågkonjunktur som annars hotar att bli en finansiell kris.

Under senare tid har centralbanker inte bara behövt vara lender of last resort utan även buyer of last resort, alltså att de går in och köper tillgångar. Det här handlar om hur de finansiella marknaderna har utvecklats under 1900-talet och

fram till nu. Det räcker inte att vara bara lender of last resort. Det betyder inte att vi alltid kommer att gå in och köpa allting där det uppstår problem, men när vi ser att det är viktigt för att hela samhällsekonomin ska fortsätta att fungera är vår roll att agera som buyer of last resort.

Så till den andra delen av frågan. När vi ser att det börjar bli en överhettning i delar av ekonomin, i Sverige när det gäller hushållens skuldsättning och bostadsmarknaden, ska vi då använda penningpolitiken för att försöka bromsa denna utveckling? Här måste man ställa ett antal olika frågor. Är penningpolitiken det mest effektiva verktyget att använda? Finns det andra mer riktade verktyg? Vårt svar är ja. Det finns makrotillsyn och mer strukturella åtgärder såsom finanspolitik, skattepolitik och bostadspolitik i en bredare bemärkelse.

Det handlar också om vilket penningpolitiskt utrymme man har och vilket utgångsläge man har när det gäller till exempel förtroendet. Är förtroendet för det penningpolitiska målet, för inflationsmålet, starkt? Har man som i till exempel Norge en historik där inflationen har varit både för hög och för låg, och kanske snarast för hög under det senaste decenniet, är möjligheten att använda penningpolitiken i detta syfte mycket bättre. I Sverige har vi under lång tid brottats med för låg inflation, och vi har därför inte möjligheten att strama åt penningpolitiken och få en svagare ekonomisk utveckling för hela ekonomin och en ännu lägre inflationsutveckling och samtidigt behålla förtroendet för inflationsmålet.

Norges Bank har varit tydligare med en handlingsregel där de bygger in reaktioner på finansiella obalanser som kan uppstå och utvecklas. Att göra det fungerar bara om man har den sortens inflationshistorik som Norge har. I Sverige är det mer situationsberoende.

Så några kommentarer mer specifikt på Görans synpunkter när det gäller prognoser. Det stämmer att vi inte förstår inflationens drivkrafter fullt ut. Vi förstår dem förmodligen sämre i dag än vad vi trodde att vi gjorde för 20 år sedan. Det är inte specifikt för Riksbanken och Sverige, utan det är ett brett internationellt fenomen att inflationen har blivit låg trots en expansiv penningpolitik och låga räntor runt om i världen. Den så kallade Phillipskurvan verkar enligt många inte fungera som tidigare. Det här är definitivt något vi brottas med tillsammans med många kollegor runt om i världen och försöker förbättra vår förståelse för.

När det gäller modeller, vem som ska göra prognoserna, hur mycket man ska lita på modeller och så vidare: Vi använder många olika modeller. Det är en bedömning i sig vilken modell man ska lita på och hur mycket. Det allra viktigaste, som jag och mina kollegor har en stark uppfattning om, är vem som ska stå bakom prognoserna i slutändan. Ska det vara en tjänstemannaprodukt eller direktionens prognos? Jag vet att en del centralbanker har tjänstemannaprognoiser, men det försvårar kommunikationen något enormt. Det är ju vi i direktionen som fattar beslut om penningpolitiken och kommunicerar planer för penningpolitiken framåt. Denna penningpolitik och de penningpolitiska planerna måste hänga ihop med en prognos som vi själva tror på. Annars har

vi inte kommunicerat hela vår förväntansbild och vad vi baserar våra penningpolitiska beslut på. Det måste därför vara direktionen som står bakom prognosen.

Så till verktygen. Både Göran och Hilde var inne på om vi var redo. Hilde nämnde att vi kanske kunde ha reagerat snabbare. Kunde vi till exempel ha gjort tillgångsköpen snabbare i mars 2020? Jag tycker att alla reagerade väldigt snabbt i denna kris, både finanspolitiken och penningpolitiken i såväl Sverige som omvärlden. Det är detta som har bidragit till att pandemins ekonomiska konsekvenser trots allt inte har blivit så negativa som vi trodde i utgångsläget.

Redan den 12 mars fattade vi våra första beslut, och några dagar senare kom vi med kommunikation om stora tillgångsköp. Bara den kommunikationen lugnade ned marknaderna påtagligt, och i mitten av mars köpte vi stora mängder tillgångar. Det ser mindre ut i mars eftersom det var en halv månad jämfört med april när vi hade ungefär samma köptakt.

Göran undrade om vi var redo att vara buyer of last resort. Svaret är lite blandat. Vi var snabba med att utöka våra köp av statsobligationer. Vi kom också snabbt in på andra tillgångsmarknader där vi inte hade köpt tidigare. Det gällde framför allt bostadsobligationer men även företagscertifikat. Dessutom kommunicerade vi att vi skulle köpa företagsobligationer. Vi fick därför snabbt ett bra genomslag på marknaderna, som lugnade ned sig.

Det stämmer att vi anlade en extern konsult, Blackrock, som skulle hjälpa oss att utforma de ganska små köpen av företagsobligationer. Vi hade kunnat göra dessa köp betydligt snabbare och tidigare. Vi hade nog kunnat börja redan i mars om det verkligen varit viktigt. Men jag minns att vi åtminstone i juni kände oss ganska redo att göra sådana här köp.

Men det är också en marknad vi inte hade varit på tidigare. Det är en komplex och heterogen marknad som det är svårt att ge sig in på, och vi hade inte riktigt kompetensen. Om vi hade gjort det tidigare hade vi gjort det på ett mindre robust och förmodligen mindre rättvist och marknadsneutralt sätt.

Vi gjorde bedömningen att vi hade fått effekt av våra åtgärder och vår kommunikation, och då var det värt att ta in mer kompetens på området och göra en bättre analys innan vi verkligen levererade på det löfte som vi hade gett redan i mars–april på den marknaden.

Jag stannar där.

Vice ordförande Elisabeth Svantesson (M): Tack, Martin! Nu kommer ledamöter i rummet och på länk att ställa frågor. Vi tar det i tre omgångar, och det är bra om alla bara har en fråga var. Rikta den gärna till någon eller några i direktionen.

Jag kommer att ställa första frågan.

Som ni var inne på gäller redogörelsen ett exceptionellt år. Mycket har gjorts för första gången. Finansutskottet har för första gången fattat beslut om 500 miljarder ofinansierat på ett år. Det säger något om denna kris.

Riksbanken har också gett sig in på nya områden, och min fråga gäller företagsobligationerna och går till Anna Breman och Cecilia Skingsley. Jag

vill gärna höra hur ni ser på kritiken. Även om det inte är så stora belopp i förhållande till vad ni gör i övrigt finns det en diskussion. Stör detta marknadens funktionssätt? Var och är inte detta en överhettad marknad? Hur har ni resonerat kring det när ni ändå har valt att ge er in på obruten mark och göra detta nya med företagsobligationerna? Jag skulle vilja höra er resonera om det.

Ingela Nylund Watz (S): Tack för intressanta dragningar! Också tack till Göran och Hilde för värdefulla frågeställningar som vi kan ta vidare i finansutskottets fortsatta granskning.

Min fråga hänger ihop med vice ordförande Elisabeth Svantessons fråga, så jag behöver inte göra beskrivningen en gång till.

Det har kommit kritik mot de omfattande köpen av inte minst bostadsobligationer, och en fråga som känns angelägen att få svar på av Stefan Ingves är: Har Riksbankens bostadsobligationsköp bidragit till att blåsa upp en fastighetsbubbla?

Dessutom försvårar detta kanske för ungdomar att komma in på bostadsmarknaden, men det är en bisak.

Cecilia Skingsley, Riksbanken: Det är en bra och viktig fråga hur man ser på det faktum att vi gick in i företagsobligationsmarknaden på det sätt vi gjorde. För att förstå det behöver vi gå tillbaka till mitten av mars. Det var en utomordentligt besvärlig situation.

Företagsobligationsmarknaden i Sverige inkluderat certifikaten står för ungefär en tredjedel av det svenska näringslivets kapitalförsörjning. De andra två tredjedelarna är bankfinansiering.

Vi stod i en situation där ett antal fonder stängde för uttag. Det är en omogen marknad med väldigt mycket ”orejtat”, och handeln är inte på något sätt transparent när det gäller prisbildning och hur man handlar. Nu har Finansinspektionen börjat ta en del initiativ för att detta ska fungera bättre, men då var det akut. Det värsta var faktiskt inte att fonderna höll på att stänga, utan det värsta var vad som hände på emittentsidan. Ett antal stora svenska företag konstaterade att om de inte kunde förlänga sina lån i denna marknad skulle de behöva dra på sina kreditlinor i svenska banker, så vi såg en tsunami av kreditförfrågningar in till bankerna.

Vi såg också stora försäljningar av bostadsobligationer. Om man inte kan sälja det som man sitter med men som inte är likvida medel säljer man något annat, och det är ofta bostadsobligationerna. Vi såg alltså också risken för stigande svenska boräntor.

Det här var inte ett läge för en centralbank att vara passiv, så därför gick vi ut med beslutet att vi skulle in i denna marknad. Positivt nog lugnade detta ned situationen. Vi har sedan fått situationen att räntorna på företagspapper i vid mening har sjunkit med över 100 punkter. Skulle vi ha försökt åstadkomma samma sak med reporäntan hade det behövt bli 100 punkters räntesänkning.

Det har kommit synpunkter på detta, men notera att dessa kom först när vi alla var mer torrskodda, det vill säga efter sommaren när vi faktiskt hade gjort det vi sa att vi skulle göra. Det är viktigt att man gör det som centralbank. Vi måste vara rädda om det förtroende vi åtnjuter. Om vi säger att vi ska göra en sådan sak kan vi få en momentan effekt. Det är en viktig del av penningpolitiken att vi med kommunikationens hjälp kan åstadkomma omedelbara effekter. Men då måste man också hålla fast vid det man har beslutat om.

Summa summarum: Det var nödvändigt att agera. Jag tror inte att jag har hört någon som inte tycker att det var nödvändigt att agera. Men att agera och sedan backa på det löftet hade nog varit ännu värre, för i nästa kris skulle i så fall ingen lita på oss om vi försöker upprepa denna övning.

Det sista jag vill säga är att de som har synpunkter på detta faktiskt måste redogöra för vad som hade varit ett bättre alternativ och vad som hade kunnat ge samma stora, goda utväxling som det vi lyckades åstadkomma.

Jag tror att det var rätt, och jag tror att vi kommer att behöva göra det igen om samma situation uppstår i framtiden.

Anna Breman, Riksbanken: Jag vill återknyta till det som du sa, Elisabeth, om att detta var en exceptionell kris. Det som hände var att företag som var livskraftiga och gick väldigt bra drabbades av en helt oväntad chock, en hälsokris, som riskerade att dra ned oss i en ekonomisk kris och till och med en finansiell kris.

Det som hände och som ni har sett på bilderna i dag var att räntorna steg kraftigt på företagsobligationer och andra typer av obligationer. Om vi inte hade agerat hade företagen i denna kris mött kraftigt stigande räntor, och som Cecilia poängterade kommer en tredjedel av företagens finansiering via företagsobligationsmarknaden.

Jag kommer att repetera lite av det som Cecilia sa. Jag vill dock ta upp en sak som hon inte nämnde. Det som hände när företagsobligationsmarknaden inte fungerade var att företagen gick till sina banker och drog på sina kreditlinor. Det här gällde de största företagen, det vill säga de med högst kreditvärdighet. Bankerna har i denna kris framför allt velat låna ut till de företag som är mest pålitliga. Det här kan man se i data. Eftersom det finns en begränsad mängd de kan låna ut drar de ned på utlåningen till små och medelstora företag.

En sak som vi hade med oss här var att om inte vi går in och stöttar denna marknad, som utgör en tredjedel av företagens finansiering, kommer det att minska möjligheten för små och medelstora företag att få den finansiering som de behöver för att övervintra under krisen.

Kombinationen av köp av företagsobligationer och programmet med utlåning till banker för vidareutlåning till företag gjorde sammantaget att vi kunde se till att de företag som var livskraftiga och som fortfarande i dag är det fick det stöd som de behövde. Om vi inte hade gjort det hade det varit betydligt svårare för små och medelstora företag att få den finansiering som de behövde. Det här är en viktig aspekt, tycker jag.

Vi tar många hänsyn i detta program. Som vi såg på Stefans bilder gäller det väldigt lite. Det handlar om 1 procent. Man kan jämföra med köpen av statsobligationer, bostadsobligationer och kommunobligationer som är större. Det har varit ett väldigt effektivt instrument. Väldigt små köp har lyckats stabilisera en marknad som är viktig för konkurrenskraftiga svenska företag.

Stefan Ingves, Riksbankschef: Tack för frågan om bostadsobligationer! Det blir lite upprepning av det jag sa tidigare.

Bostadsobligationsmarknaden är den största delen av obligationsmarknaden i Sverige. Under de omständigheter som rådde under våren för ett år sedan gällde det att på bästa sätt ta hand om svensk ekonomi. Om det då i någon mån fanns en viss negativ effekt för att bostadspriserna kom att stiga – något vi nu vet, men som vi inte kände till då – är det inte orimligt att köpa bostadsobligationer. Hela det svenska finansiella systemet hänger ju ihop så länge bostadsobligationsmarknaden fungerar. Om den inte gjorde det skulle det bli bekymmer för enskilda hushåll, för bankerna och i svensk ekonomi.

Man har då att välja mellan att se till att denna marknad fungerar, givet de omständigheter som rådde då, och att sätta sig med armarna i kors. Att inte göra något hade varit fel beslut enligt mitt sätt att se det.

Med facit i hand vet vi att bostadspriserna har stigit, men vi vet också att vi lyckades hålla räntorna låga. I detta avseende finns det ingen enorm räntesänkning som har puffat iväg bostadspriserna upp till den nivå som de nu har hamnat på.

I svåra tider har man svåra val att göra. Det gäller då att hålla igång svensk ekonomi på bästa sätt, men väl medveten om att när det görs bygger det på kort sikt på att man bygger upp en större skuld för att hålla igång efterfrågan. Detsamma gäller mycket av den ekonomiska politiken, oberoende av om det är vi eller någon annan som fattar besluten. Vi vet samtidigt att frågan på något sätt ska hanteras längre fram. I detta avseende kommer frågeställningen tillbaka.

Penningpolitiken är i vid mening inte särskilt väl lämpad att hantera exempelvis de förmögenhetseffekter som diskuteras på annat håll. Men det finns gott om andra verktyg som man så här långt har undvikit att använda vad gäller att hantera de olika frågor som finns på bostadsmarknaden.

Oscar Sjöstedt (SD): Jag dröjer mig kvar lite på fastighetsmarknaden och bostadsmarknaden och fortsätter på Ingelas tema. Vi fick delvis svar från riksbankschefen.

Det är uppenbart att vi har haft en tämligen stark utveckling på fastighetsmarknaden. Vi talar på årsbasis om åtminstone 15 procent på bostadspriserna och så mycket som 20 procent eller därutöver på villapriserna. Vi fick inledningsvis ett resonemang av riksbankschefen om konsumtionsutrymmet. Man har inte kunnat konsumera särskilt mycket i termer av resor, fastigheter utomlands och så vidare. Därför konsumerar man i stället boende, om man

uttrycker sig så. Det skulle förklara den starka utvecklingen. Att villapriserna har gått upp mer än bostadsrättspriserna är högst sannolikt en direkt coroneffekt.

Men i alla fall, när det gäller den påtagliga uppgången går det på ett ungefär att säga hur mycket av uppgången som beror på fundamenta och hur mycket som i stället är hänförligt till penningpolitiska åtgärder?

Jag tänker såklart på de tämligen omfattande stödköpen av bostadsobligationer. Vi talar ju om storleksordningen 300 miljarder kronor eller i det härade. Min fråga till riksbankschefen eller någon annan i direktionen som känner sig manad: Om en stor del av prisuppgången går att förklaras av stödköpen samt om – det är alltså två ”om” – det finns en risk för överhettning på bostadsmarknaden hur motiverar man i så fall fortsatta stödköp av bostadsobligationer?

Emil Källström (C): Tack för intressanta föredragningar! Flera relevanta frågor har nu ställts om vad som gjorts respektive inte gjorts under det senaste året. För att undvika upprepning kommer min fråga att handla lite mer om framtiden.

Parallellt med krishanteringens världen över har framför allt USA gått in i något av ett nästa skede med mycket expansiv finanspolitik. Den är expansiv på ett sådant sätt som inte gäller bara här och nu utan planerna gäller flera år framöver. Det förs en diskussion huruvida detta är en penningpolitisk game changer och att det är så pass expansivt att det slår över på räntenivåerna. Jag skulle vilja höra hur diskussionerna i direktionen går, och jag riktar min fråga till Henry Ohlsson och kanske riksbankschefen.

Vice ordförande Elisabeth Svantesson (M): Jag låter riksbankschefen få fördela ordet.

Stefan Ingves, Riksbankschef: Då tar vi först Per och sedan Henry.

Per Jansson, Riksbanken: Som svar på Oscars fråga om bostadspriserna är det väldigt svårt att med precision dissekera detta och komma fram till skattningar av exakt hur mycket penningpolitiken respektive andra saker har bidragit. På det generella planet kommer effekterna för penningpolitiken, i den mån den spelar roll i sammanhanget, i förlängningen via effekter på inkomster och räntor.

Som Stefan och andra har betonat blir det när man tittar på inkomstutvecklingen och ränteutvecklingen tydligt hur väldigt svårt det är att ur den få fram en rimlig förklaring till den kraftiga uppgång som vi har sett i bostadspriserna. Oscar sa själv att de ökade från 4–5 procent i årstakt före pandemin upp till 15 procent, om vi tittar på både bostadsrätter och villor. Ännu värre har det varit för villorna. Det går helt enkelt inte att med rimliga verktyg komma fram till att det här skulle komma från effekter av penningpolitiken som går via

inkomster och räntor. Räntorna har ju legat ganska stabilt. Det har i någon mening stött bostadsmarknaden, men det kan inte vara förklaringen till den kraftiga uppgången.

I den senaste penningpolitiska rapporten finns en intressant fördjupningsruta. I den konstaterar vi bland annat att detta med inkomster och räntor inte räcker till. Sedan spekulerar vi lite om vilka åtgärder det i så fall kan tänkas vara. Jag tycker själv att det är övertygande. En komponent, som Stefan också var inne på, är det tvångssparande som vi har haft, det vill säga att man har varit förhindrad att genomföra viss konsumtion och har därför konsumerat det som har funnits till hands. Bland annat bostäder är en sådan komponent.

En annan viktig faktor som vi pekar på är preferenseffekter. Man kan se under pandemin att hemarbetsplatsen har uppvärderats, inte bara som efterfrågeeffekt utan förmodligen också vad gäller utbudssida. De som redan bodde på ett bra sätt och där hemarbetet har funkat bra har varit mindre villiga att sälja sina hus. Det hela har alltså klämts från båda hållen: en ökad efterfrågan såväl som ett minskat utbud på grund av ändrade preferenser.

I sammanhanget har det säkert varit viktigt att folk kan se att även om det blir en normalisering efter pandemin kommer vi säkert inte att gå tillbaka till det vi hade före pandemin. Ett visst inslag av mer flexibilitet i arbetsplatsen kommer säkert att vara bestående.

Vi pekar på ytterligare en faktor, nämligen arbetsmarknaden. Där har visstidsanställda drabbats hårt. I denna grupp är unga och utlandsfödda en stor grupp. Det här är människor som redan från början hade en svag ställning på bostadsmarknaden, medan tillsvidareanställda rimligen har bättre förutsättningar att vara aktiva på bostadsmarknaden. Bland dessa har dock sysselsättningen påverkats i betydligt lägre grad.

Där har vi ett antal förklaringar som, tror jag, spelar stor roll. Det blir också rimligt när vi ser samma mönster i många olika länder. Det här gäller inte bara Sverige. Det känns rimligt att dessa faktorer verkar brett i många länder. Alla hänger ihop intimt med hur pandemin har påverkat detta. Jag tror att det är viktiga faktorer att beakta i diskussionen.

Henry Ohlsson, Riksbanken: En fråga tolkar jag som "Vad väntar runt hörnet?". Det senaste året har vi varit väldigt upptagna av vad som händer här och nu, men det finns naturligtvis alltid goda skäl att fundera på vad som väntar.

Den kraftiga finanspolitiska expansionen i USA är något som kommer att påverka oss mycket framöver. Den ekonomiska aktiviteten runt om i världen kommer att stiga. Vi har redan nu sett att världshandeln har studsat tillbaka. Världshandeln av varor ligger på en högre nivå i dag än vad den gjorde före krisen. Industriproduktionen runt om i världen har också ökat väldigt kraftigt. Vi ser redan nu tecken på att kostnadstrycket runt om i världen har börjat stiga. Kostnaden för exempelvis containrar stiger; de befinner sig på fel ställen på jordklotet.

En annan viktig faktor att fundera över inför framtiden är att det under 2020 fanns en relativt nära samvariation mellan pandemin och ekonomin, inte bara i Sverige utan runt om i världen. Detta samband är mycket svagare i år. Ekonomin går jättebra, och den verkar vara helt oberoende, eller åtminstone väldigt lite beroende, av pandemins utveckling.

Marknadsekonomin i sig är oerhört finurlig. Vi har haft mängder av ekonomiska aktörer som under året på olika sätt har anpassat sin verksamhet till de förutsättningar som givits. Det har varit väldigt viktigt inför framtiden.

Om man ska göra en framtidsspaning är det någonstans här som man ska titta. Man ska titta på de tecken som finns för ytterligare ökad tillväxt, tecken på kostnadstryck och så vidare. När detta verkligen slår igenom är oerhört svårt att veta. Men jag sticker ut hakan lite grann och säger att jag tror att vi inom de kommande åren kommer att se en helt annan utveckling, som också är mycket bättre, både vad gäller handel och ekonomisk tillväxt. Det kan också bli så att kostnadstrycket runt om i världen ökar på ett sådant sätt att vi kanske kommer att lämna det tillstånd av väldigt låg inflation som vi har upplevt under de senaste åren.

Prognoser är alltid jättesvåra. Det vi egentligen gör när vi håller på med prognoser är att titta på de historiska samband som finns. Sedan säger vi att om detta upprepar sig kommer det att bli på det ena eller andra sättet. Men ingen kunde ju prognosticera pandemin, och jag tror att stora och viktiga strukturförändringar i världsekonomin också är oerhört svåra att prognosticera. Vi kan leta efter tecken, early warning och så vidare. Just nu tycker jag att det finns en del tecken som pekar mot något bättre tider.

Vice ordförande Elisabeth Svantesson (M): Vi har ytterligare tre frågeställare kvar här i salen.

Ulla Andersson (V): Tack för intressanta föredragningar och inledningsanföranden! Jag uppskattar också att opponenterarna har fått utrymme. Det var något som Vänsterpartiet en gång i tiden tog initiativ till.

Jag tänkte fortsätta med frågan om bostadsmarknaden. Ganska tidigt i krisen lugnade bostadsmarknaden ned sig. Sett i backspegeln var det tydligt så. Ändå fortsatte obligationsköpen, och de pågår än i dag. I den utvärdering som finns görs ingen analys av vilka konsekvenser stödköpen har haft på den finansiella stabiliteten. Jag vill höra opponenterarnas kommentarer om det och hur de ser på de stora innehav som nu finns med tanke på den höga skuldsättningen i Sverige och vilken påverkan den kan ha på den finansiella stabiliteten.

Min andra fråga blickar lite framåt. Vi har en rekordhög långtidsarbetslöshet. Jag vill få några kommentarer om hur Riksbanken ser på det och vilka eventuella policyimplikationer det kan ha för Riksbankens del. Utvecklingen är väldigt oroande.

Jakob Forssmed (KD): Tack för intressanta och bra föredragningar! Jag tänkte haka på den mer principiella fråga som Elisabeth Svantesson ställde om köp av företagspapper. Jag tycker att ni argumenterade bra för varför det var rimligt att göra dessa, vilka argument som ligger bakom och vilka effekter det kan ha fått.

Däremot finns det skäl att diskutera genomförandet av köpen. Martin Flodén sa att man kunde ha köpt företagsobligationer tidigare om man hade bedömt det som nödvändigt. Men man väntade för att kunna göra mer robusta köp. Då väntade man förstås tills företagsobligationsmarknaden fungerade bättre igen. Det kan naturligtvis hänga samman med kommunikationen från Riksbanken om att den så sent som i september skulle ge sig in på denna marknad. Då hade även emittenterna kommit tillbaka och börjat emittera fler obligationer igen.

Om man tittar på hur Riksbanken agerade i relation till företagscertifikat köpte man ju sådana i relativt stor mängd under våren, och då köpte man inte obligationer. Detta slutade man dock med under hösten. Samtidigt konstateras i ett staff memo att företagscertifikatmarknaden inte alls återkom i samma utsträckning som företagsobligationsmarknaden.

Utifrån framstår det som att det i alla fall krävs en förklaring och en argumentation för varför man gav sig in på företagsobligationsmarknaden men lämnade företagscertifikaten. Det förra fungerade ju bättre än det senare givet den övergripande argumentationen för varför man över huvud taget ger sig in på dessa marknader.

De fungerar naturligtvis olika bra, och inte minst Cecilia Skingsley har redogjort för vilka problem som generellt finns på dessa marknader. Men det är en annan fråga.

Detta var min fråga till den som känner sig manad – kanske någon av dem jag nämnde?

Vice ordförande Elisabeth Svantesson (M): Alla känner sig säkert manade. Vi får strax se, men först släpper vi in ytterligare en frågeställare. Därefter är vi klara med frågorna.

Mats Persson (L): Tack för en bra presentation! Jag har en mycket konkret fråga som handlar om de stöd som under krisen förmedlades ut till banker som i sin tur skulle förmedla dem till företagen. Syftet är att hålla uppe sysselsättningen med hjälp av ökad likviditet till företagssektorn. Ni beslutade om en ram på 500 miljarder. Ungefär 165 miljarder har utnyttjats. Om det är ett bra resultat eller inte är det nog ingen som vet.

Vilka lärdomar drar ni inför framtida kriser utifrån de erfarenheter ni har av stöd som dessa? Fungerar de? På vilket sätt kan sådana insatser bli bättre i akt och mening att få ut pengarna till företag så att vi kan hålla sysselsättningen uppe? Vilka lärdomar och erfarenheter drar ni av detta verktyg, sett i back-spegeln ett år senare?

Vice ordförande Elisabeth Svantesson (M): Då ska tre frågeställare få svar. Vi har ungefär tio minuter kvar. Jag vet att Henry Ohlsson vill svara på någon fråga. Jag tror att även Anna Breman har anmält att hon kan svara på en fråga. Kanske kan riksbankschefen fördela ordet?

Stefan Ingves, riksbankschef: Ska vi kanske börja med Martin och sedan gå över till Cecilia?

Martin Flodén, Riksbanken: Låt mig svara på frågan om företagscertifikat och företagsobligationer. Företagscertifikat är, för den som inte känner till det, egentligen samma sak som företagsobligationer, men löptiden är kortare och de är uppdelade på två olika marknader.

Vi har inte lämnat denna marknad, utan vi finns kvar. Vi erbjuder oss fortfarande att köpa i auktioner, men köpförandet är annat där. Det som har hänt är att säljarna har övergett oss. De gör hellre sina affärer på marknaden. Vi har utformat vårt program mer som en backstop. Det är alltså en annan sorts program, men det finns fortfarande kvar. Marknaden har själv löst problematiken.

Det ställdes en fråga om utvärdering av våra lån till banker för vidareutlåning till företagen. Det stämmer att ”bara” 165 miljarder av 500 miljarder har utnyttjats. Väldigt mycket har alltså utnyttjats. Summan 500 miljarder var något som vi bestämde väldigt snabbt i mars 2020. Vi sa att vi måste sätta ett tak och ta ett väldigt stort belopp. Ambitionen och förhoppningen var inte att allting skulle utnyttjas. Att allt inte är utnyttjat ser jag absolut inte som ett misslyckande.

Hur viktigt det har varit är jättesvårt att svara på. Det här kopplar lite tillbaka till Görans önskemål om att vi ska utvärdera varje åtgärd separat. Det är extremt svårt, eftersom vi inte har vidtagit dessa åtgärder särskilt många gånger. Nu gjorde vi allting samtidigt. Det gjorde vi medvetet eftersom vi inte visste vad som skulle komma att vara viktigt och vad som skulle fungera. I en kris tyckte vi att det var bäst att agera brett med många åtgärder samtidigt.

Det här gör att det blir väldigt svårt att utvärdera. Hur hade det fungerat om vi hade tagit bort en del? Det vet vi inte riktigt. Vi har inte sett några tydliga problem med programmet, så därför är vi nöjda med hur det har fungerat. Men vi kan inte vara mycket mer precisa än så.

Cecilia Skingsley, Riksbanken: Eftersom Martin precis gav det svar om köpprocessen som jag hade tänkt ge låter jag ordet gå vidare.

Anna Breman, Riksbanken: Jag vill svara på Ullas fråga om långtidsarbetslösheten. Vad som är viktigt att ta med sig är det som du också säger, nämligen att arbetslösheten fortfarande ligger kvar på en hög nivå. Framför allt fortsätter långtidsarbetslösheten att stiga. Detta är väldigt oroväckande.

Vad jag vill betona är att den återhämtning som har kommit igång och som är mycket välkommen fortfarande är väldigt tudelad. Global handel har återhämtat sig, och det gynnar svensk export som går riktigt starkt nu. Detta drar ekonomin. Men vi får inte glömma bort de sektorer som har det oerhört tufft, till exempel hotell, restaurang, allt som har med turism att göra och detaljhandel. En del av tjänstesektorn ligger fortfarande 30 procent under förkrisnivå. De sektorer som fortfarande har det väldigt tufft är sådana som är sysselsättningsintensiva. Det är de som anställer många av dem som har blivit arbetslösa under krisen.

Sett till Riksbankens politik är det nu viktigt att vi har en uthållighet. Om vi snabbt börjar dra tillbaka våra åtgärder skulle vi få snabbt stigande räntor. Kom ihåg att förväntningarna på Riksbanken är prissatta på marknaden! Det skulle drabba de branscher som inte fått någon chans att återhämta sig. Det skulle förmodligen göra att arbetslösheten biter sig kvar mycket längre på dessa nivåer. Utvecklingen är oroväckande. Just därför behöver vi se en återhämtning i hela ekonomin innan vi kan säga att de ekonomiska effekterna av krisen är helt över. Arbetslösheten är en väldigt viktig faktor. Den är också viktig för inflationen och för att vi på sikt ska kunna se en uppgång för inflationen.

Henry Ohlsson, Riksbanken: Som vanligt när det gäller långtidsarbetslöshet handlar det också om arbetsmarknadspolitiska åtgärder såsom utbildning och kompetensutveckling. Här har vi ett dilemma. Jag tror att de som skulle behöva utbilda sig mer är väldigt beroende. Alla är inte studievana, och de är förmodligen väldigt beroende av att fysiskt kunna komma till någon form av utbildningsanstalt. Dilemmat är att det är svårt under pandemitider att anordna det slags utbildningar som långtidsarbetslösa behöver. Det blir mycket enklare när de restriktioner som påverkar utbildningssystemet försvinner. Då kan vi göra mer för de långtidsarbetslösa.

Göran Hjelm, Finanspolitiska rådet: Jag uppfattar Ullas fråga som tvådelad. I min ekonomvärld är detta ganska okomplicerat eller åtminstone okontroversiellt. Man behöver skilja på det. Det som inledningsvis gjordes med köp och, som Cecilia var inne på, att utlova att man ska köpa är helt okontroversiellt, och man ska fullfölja det. Det kan vara så att när man väl ska köpa är räntorna låga, men det är för att man har lovat detta. Det är därför klart att man ska fullfölja det hela.

Det enda som är kontroversiellt och som man kan ha olika uppfattningar om är om man ska fortsätta och utöka detta. Det är själva frågan. Det var det som hände den 26 november, om man ska vara mer specifik. Det andra tror jag att alla vill att Riksbanken ska vara, det vill säga en lender and buyer of last resort. Det är helt enkelt okontroversiellt.

Vad gäller det andra som handlade om utvärdering försökte jag peka på ett antal olika utvidgningar av den penningpolitiska redogörelsen som kan underlätta en utvärdering. Som Martin sa är det inte lätt på alla håll och kanter. Men att inte ens visa förväntad bolåneränta och i stället kanske hänvisa till att man har uppskjuten konsumtion i ett år för ett fastighetsbeslut som kanske räcker i 20 år framåt kan bli missvisande.

Jag tror att man behöver båda saker. Då kan man använda generella skattningar av vad ränteförändringar brukar innebära och hur det kapitaliserar på huspriser. Som Stefan säger finns det framsidor av en åtgärd men också sidoeffekter. Båda behöver diskuteras och lyftas fram. Jag tror alltså att man i allmänhet bör utvärdera mer.

Hilde C. Bjørnland, professor vid norska Handelshøyskolen BI

Se riksdagens webbsändning

Vice ordförande Elisabeth Svantesson (M): Då börjar vår tid gå mot sitt slut. Vill Stefan Ingves säga några avslutande ord?

Stefan Ingves, Riksbankschef: Väldigt kort: Om man har ställt ut ett löfte och det har effekt ska man fullfölja detta löfte. Annars får det ingen effekt, och många kommer att minnas det länge. Det måste gå att lita på en myndighet i sådana sammanhang. Det är det ena.

Det andra är att det i dag på precis samma sätt som under bankkrishantering i början av 90-talet förs en diskussion om när alltihop ska avvecklas. Det är ingenting som man experimenterar med för att se om det fungerar, utan man avvecklar sådana här åtgärder vid en framtida tidpunkt då det är uppenbart för alla att det betraktas som en icke-händelse därför att saker och ting har rättat till sig. Det leder alltid till kritik från någon som säger att det borde ha gjorts tidigare. Men det är inte ett experiment som vi ska göra, för det är alldeles för farligt att göra det experimentet.

Vice ordförande Elisabeth Svantesson (M): Stort tack, Stefan Ingves och hela direktionen, för era svar på alla våra frågor och för kommentarerna! Tack också till opponenterna, både Hilde C. Bjørnland och Göran Hjelm, för era insatser här i dag! Å hela utskottets och alla ledamöters vägnar tackar vi er. Det är minst sagt ett intressant år, och när vi ses nästa år och gör samma sak får vi se var vi befinner oss. Stort tack! Därmed avslutar jag sammanträdet.

BILAGA 2

Bilder från utfrågningen

Bilder visade av Stefan Ingves, riksbankschef



Stefan Ingves
Riksbankschef

2020 – ett speciellt år

- WHO deklarerar covid-19 som pandemi den 11 mars
- Stor osäkerhet på de finansiella marknaderna
- Kraftiga fall i BNP världen över, synkroniserad global kris
- Helt centralt att säkerställa kreditgivningen för att förhindra även en finansiell kris, samt att hålla räntorna låga



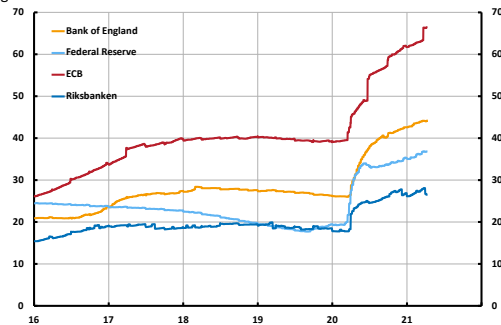


Många och snabba beslut om åtgärder under 2020

- 21 penningpolitiska beslut mot normalt 5 per år
- Nödväntigt att agera snabbt, kraftfullt och med ett brett spektrum av åtgärder som är i kraft tillräckligt länge
- Svårt att i förväg veta vilken kombination av åtgärder som stöttar ekonomin på bästa sätt
- Andra centralbanker agerade på motsvarande sätt

Centralbankernas balansräkningar har ökat under coronakrisen

Procent av årlig BNP

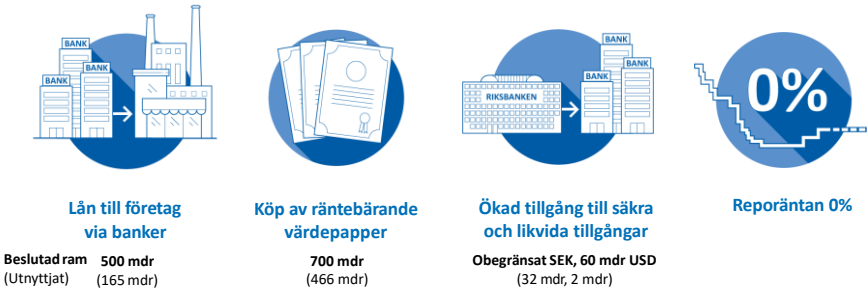


Årlig BNP beräknas som summan av innevarande kvartal och de tre föregående. Senast tillgängliga BNP-utfall används för de senaste observationerna.

Källor: Macrobond, Bank of England och Riksbanken



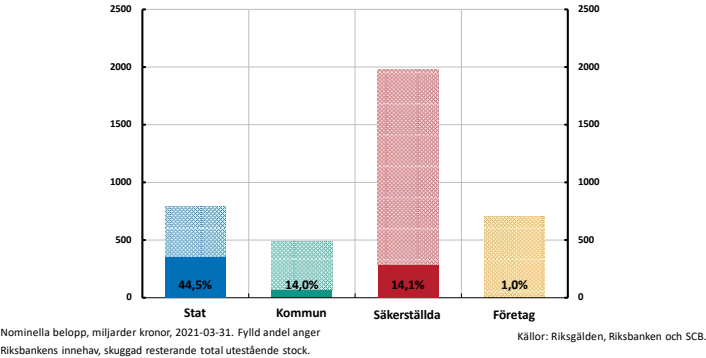
En kombination av åtgärder mest effektivt



Riksbanken har köpt nya typer av värdepapper under coronakrisen



Riksbankens innehav i förhållande till utestående stock



Prisstabilitet och finansiell stabilitet särskilt tydligt sammanvävda under kriser



Målet med penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde och politiken påverkar och verkar via finansiella marknader.

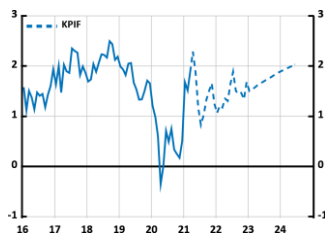


Med instabila finansiella marknader blir det omöjligt att upprätthålla prisstabilitet

Åtgärderna bra för både finansiell stabilitet och prisstabilitet



Inflationen oundvikligen under målet, men väntas stiga (och variera mycket)



Årlig procentuell förändring. Det högra diagrammet visar medianen av de långsiktiga förväntningarna.

... och långsiktiga förväntningar har hållits uppe relativt väl

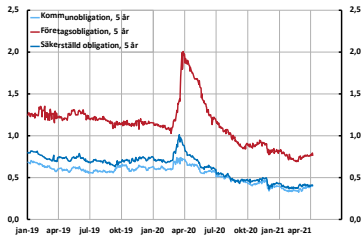


Källor: SCB, TNS Sifo, Prospera och Riksbanken

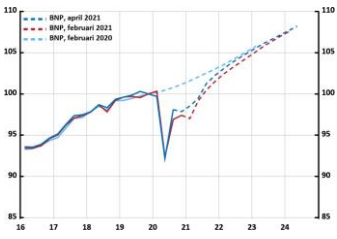


Den samlade ekonomiska politiken har fungerat

Stabilare på finansiella marknader



... och en återgång till tidigare tillväxtbana är i sikte



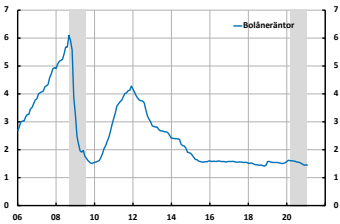
Räntorna på säkerställda obligationer, företagsobligationer och statsobligationer är nollkuponräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer avser företag med ett högt kreditbetyg. Kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Det högra diagrammet visar ett index, 2019 kv 4 = 100.

Källor: SCB och Riksbanken.

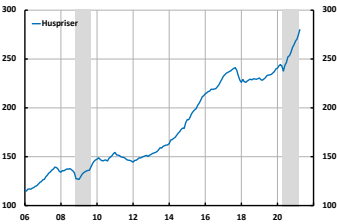


Bolåneräntor och bostadspriser under finanskrisen respektive coronapandemin

Bolåneränta



Bostadspriser



Månadsdata. Procent respektive index 2005 = 100. Säsongsrensad data för huspriser. De grå fälten visar de första 10 månaderna efter finanskrisens och coronakrisens utbrott.

Källa: SCB och Valueguard.

Sammanfattning



- Kraftfulla åtgärder från regeringar och centralbanker förhindrade en ännu djupare kris
- Finansiella marknader stabiliserades och en finanskris kunde undvikas
- Inflationen under målet men långsiktiga förväntningar har upprätthållits relativt väl
- Pandemikrisen sannolikt annorlunda från tidigare kriser – svensk BNP väntas återgå till tidigare bana
- Men penningpolitiken behöver ge fortsatt stöd och återhämtningen är tudelad

Tack!



Bilder visade av Hilde C. Bjørnland, norska Handelshøyskolen BI

Utfrågning i Riksdagen om penningpolitiken

Hilde C. Bjørnland
Handelshøyskolen BI

4. mai 2021



Innhold

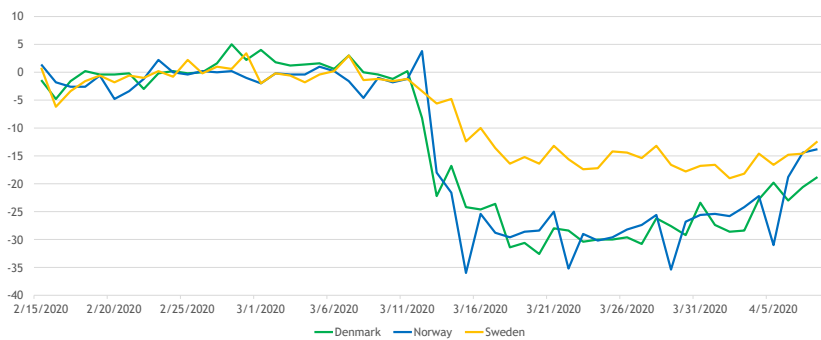
1. Covid-19 og makroøkonomisk utvikling, et skandinavisk perspektiv
2. Prognoser og pengepolitikk i 2020
3. Hensyn til finansiell stabilitet



1. Covid-19 og makroøkonomisk utvikling, et skandinavisk perspektiv



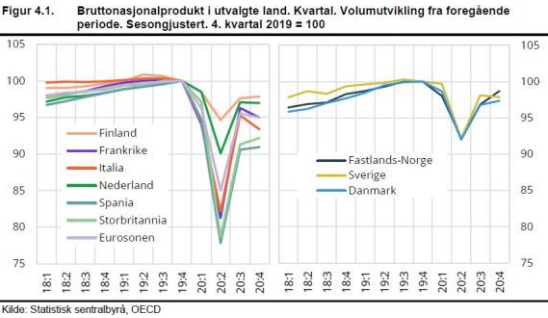
Google mobility report: All activity, except parks. Percentage



Kilde: Egne beregninger



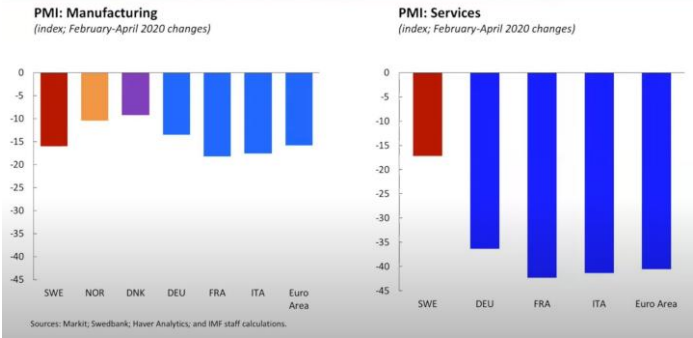
BNP i utvalgte land



Kilde: Bougroug, A. Kragh Kjos, Ø og P. Sletten (2021) «Økonomisk utvikling gjennom Covid-19: En sammenligning av utvikling i Norge, Sverige og Danmark»



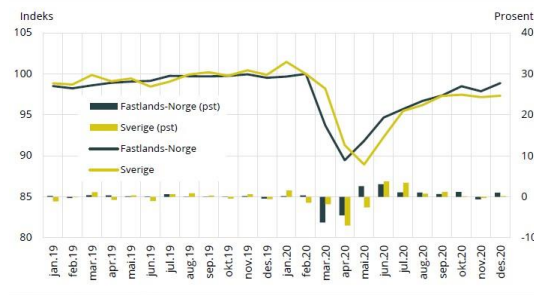
Tjenesteytende næringer trakk særlig ned



Kilde: IMF May 2020



Figur 4.2. Bruttonasjonalprodukt Fastlands-Norge og aktivitetsindikator for svensk økonomi. Indeksert volumutvikling. Måned. Sesongjustert. Februar 2020 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå, SCB

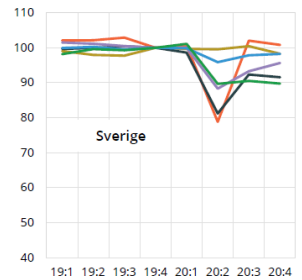
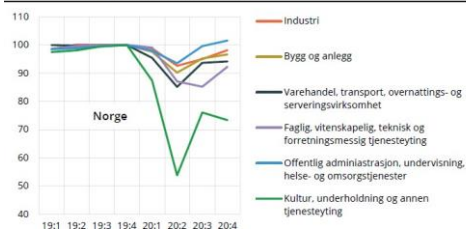


Kilde: Bougroug, A. Kragh Kjos, Ø og P. Sletten (2021) «Økonomisk utvikling gjennom Covid-19: En sammenligning av utvikling i Norge, Sverige og Danmark»



Men noen forskjeller mellom næringer

Figur 4.5. Bruttonasjonalprodukt i utvalgte næringer. Indeksert volumutvikling. Kvartal. Sesongjustert. 4. kvartal 2019 = 100



Kilde: Bougroug, A. Kragh Kjos, Ø og P. Sletten (2021) «Økonomisk utvikling gjennom Covid-19: En sammenligning av utvikling i Norge, Sverige og Danmark»



Oppsummering

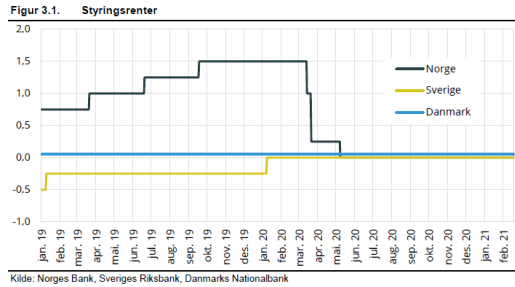
- Tallene for 2020 tyder på at strengere tiltak i Danmark og Norge kan ha hatt noe mer negativ effekt i første kvartal på grunn av fallet i tjenestenæringene, mens i andre kvartal ble bildet motsatt.
- Fallet i BNP i 2020 var likevel ganske likt i Skandinavia; marginalt større fall i Sverige enn i Fastlands-Norge.
- Sammensatt bilde: Smitteverntiltak (ikke alene en årsak), andel syke, næringsstruktur, åpenhet, økonomisk politikk, energipriser....



2. Prognoser og pengepolitikk i 2020

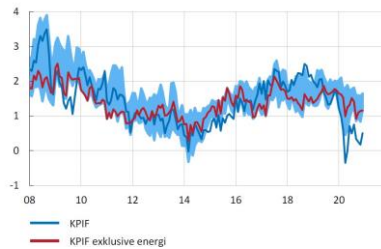


Burde styringsrenten vært satt ned?



Inflasjon primært drevet ned av fallende energipriser. Boost til økonomien?

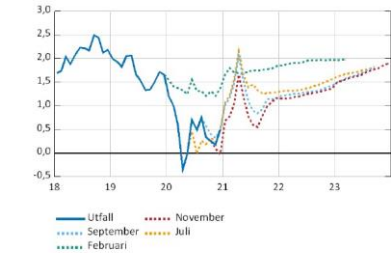
Diagram 10. KPIF, KPIF eksklusive energi och underliggende inflasjon
Årlig procentuell förändring



Prognoser versus scenarier: Midlertidig fall i inflasjon

Diagram 20. KPIF, prognoser 2020

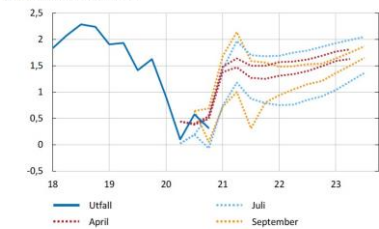
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 26. KPIF, alternativa scenarier

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

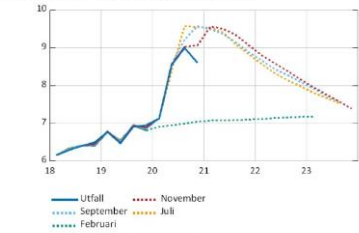
BI

AACSB EQUIS AMBA

Prognoser versus scenarier: Noe mer persistens i arbetsledighet

Diagram 23. Arbetslöshet, prognoser 2020

Procent av arbetskraften, 15-75 år, säsongrensade data

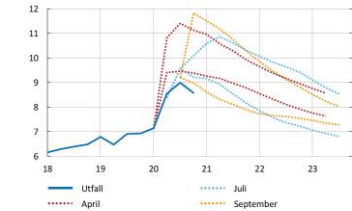


Anm. I diagrammet syns flera utfallslinjer. Det beror på att serierna är säsongrensade och säsongrensningen kan förändras då ett nytt utfall publiceras.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 25. Arbetslöshet, alternativa scenarier

Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

BI

AACSB EQUIS AMBA

Pandemi og rente

- Trolig liten realøkonomisk effekt om renten ble satt mer ned pga. smitteverntiltak og nedstenging av samfunnet
- Pengepolitikken er ineffektiv når nær null, og kan ha asymmetrisk effekt, se Binning, Bjørnland og Maih (2019)

*) Binning, A., Bjørnland, H.C. and J. Maih (2019) «Is monetary policy always effective? Incomplete interest rate pass-through in a DSGE model” Norges Bank WP 22/2019

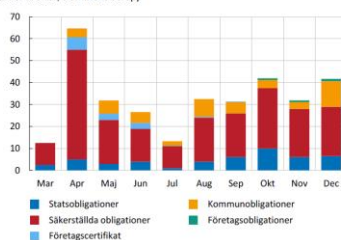


Andre virkemidler for svensk økonomi



Kjøp av verdipapir, nok og i tide?

Diagram 17. Riksbankens kjøp av värdepapper under 2020
Miljarder kronor, nominellt belopp



Anm. Siffrorna visar de totala köp som genomförts inom ramen för det tillgångsköpsprogram som inleddes i mars 2020.

Källa: Riksbanken.

BI



Oppsummering

- Lite drahjelp fra konvensjonell pengepolitikk våren 2020, men effekten hadde nok uansett ikke vært stor. Viktigere med ukonvensjonelle støttetiltak enn å sette renten ned til under null.
- Finanspolitikken har hatt en viktig rolle, men vanskelig å vite effekt og samspill med pengepolitikk
- Scenarior versus prognoser, midlertidig effekt, men usikker treffsikkerhet.

BI



3. Hensyn til finansiell stabilitet

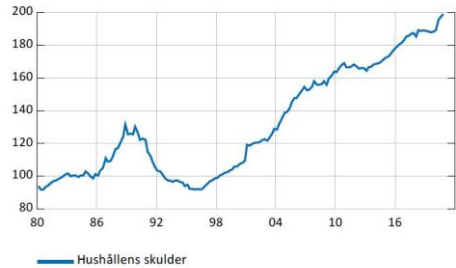


Vil Riksbanken ta tilstrekkelig hensyn til finansiell stabilitet fremover?

- *Riksbankens oppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalnings-väsende. 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 skuld-sättning 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 och under coronapandemin, 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.*



Diagram 28. Hushållens skulder
Procent av årlig disponibel inkomst



Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen.
Källor: SCB och Riksbanken



Boligpriser og gjeld har økt under pandemien. Hvem har særlig oppmerksomhet mot dette?

Diagram 27. Bostadspriser enligt HOX Sverige
Procent



Källor: Valueguard och Riksbanken.



Oppsummering

- Hvordan vite om *"Risikoer forknippede med utviklingen på de finansielle markedene veksels inn i de pengepolitiske beslutningene"*?
- Hva med Motsyklisk kapitalbuffer? Betydning for pengepolitikken?
- Hva er de viktigste finansielle utfordringene fremover?



Takk for oppmerksomheten



Bilder visade av Göran Hjelm, Finanspolitiska rådet

Penningpolitiken 2020

Göran Hjelm

Kanslichef och chef för Finanspolitiska rådet
(Kommentarerna är mina egna)

Ekonomin på egna ben



Ekonomin med offentlig back-up



Back-up = being the *Last Resort*

- **Lender** of Last Resort
- **Buyer** of Last Resort
- **Insurer** of Last Resort



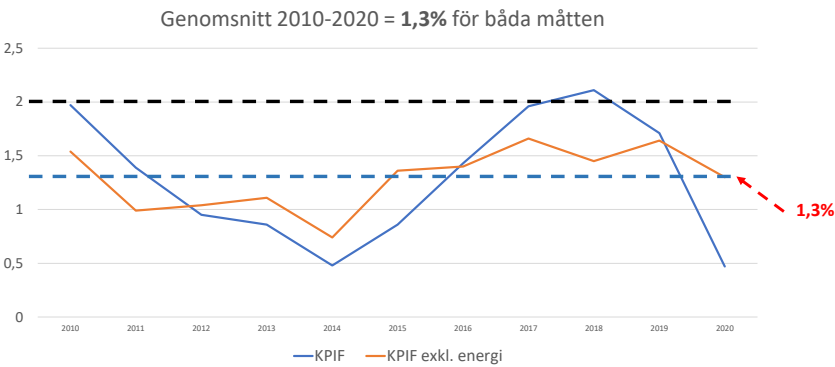
Agenda

Tre delområden inom penningpolitiken 2020 kommenteras kortfattat:

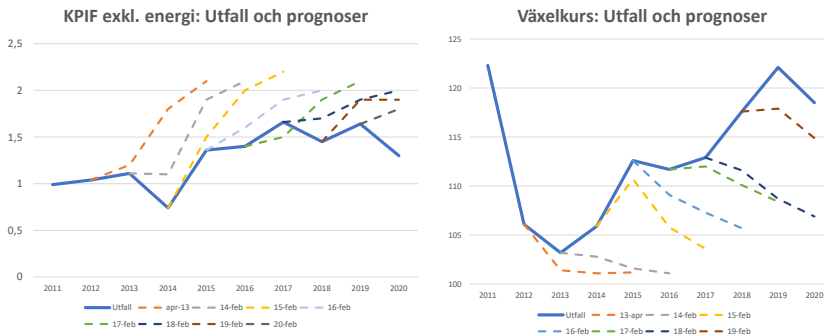
- prognoser
- verktyg
- kommunikation

Inflation och inflationsprognoser

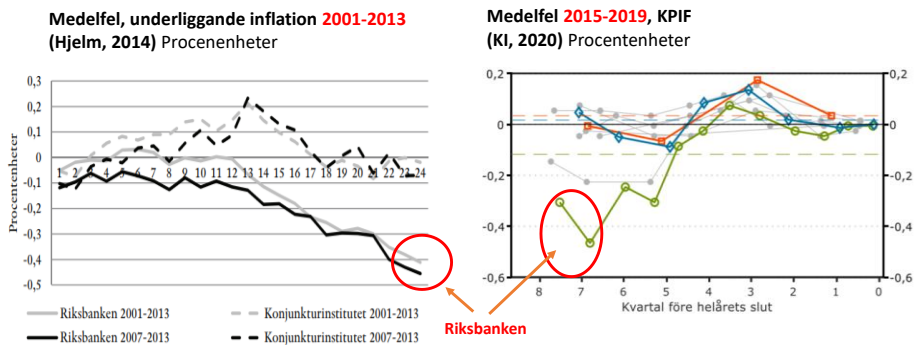
Måluppfyllelsen 2020 ungefär som tidigare



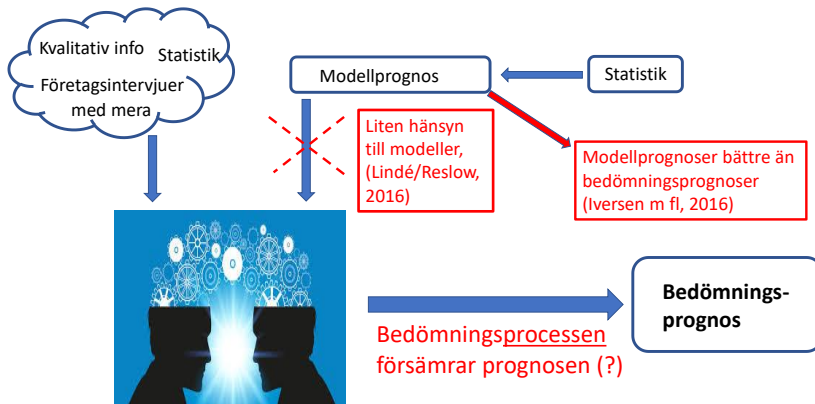
Bristande kunskap om inflationens drivkrafter



Långvariga problem med inflationsprognoser på två års sikt



Vad beror prognosfelen på – modeller eller missbedömningar?



Slutsatser: inflation och inflationsprognoser

- Långvarigt problem med systematiska fel i inflationsprognoser på två års sikt
- Riksbankens bedömningsprocess förefaller systematiskt försämrade prognoserna
- Problematisksk då penningpolitik bl.a. baseras på prognoser
 - påverkar räntebana och Riksbankens trovärdighet i stort
- Vad göra?
 - Redovisa prognoser med fast horisont (24 mån.) i *Redogörelsen för penningpolitiken*
 - Redovisa modellprognoser i *Redogörelsen för penningpolitiken*, förklara avvikelser
 - Analysera strukturer för s.k. staff forecast
 - Var öppen med avvikelser → kommunicera symmetriskt, bl.a. kring effekter av energipriser:

"Inflationen låg mellan 0 och 1 procent under större delen av 2020 efter att ha varit nära 2 procent under perioden 2017-2019. Det var främst energipriserna som ökade ovanligt långsamt under 2020."

Penningpolitiska verktyg

Penningpolitik när räntesänkningar och statsobligationsköp nått vägs ände

- Kommunikation – forward guidance

- Helikopterpengar
 - till individer
 - till banker

- Valutainterventioner

- Köpa privata tillgångar → Fokus på denna i det följande



Fördelningseffekter och/eller Offentligfinansiella risker

Tillgångsköp utanför kristider är inte normalt

Penningpolitisk rapport, april 2020:

Skuldebrev utgivna av företag och banker är förknippade med kreditrisker och köp av sådana tillgångar ligger normalt utanför de flesta centralbankers verksamhetsområde

Bank of International Settlements, BIS, 2020:

... some previous red lines were crossed ... a key boundary had been direct interventions in corporate bond markets, which could be perceived as engaging in credit allocation ...

Yet many did so in this crisis as part of a concerted policy effort to cushion the blow to firms ...

Once the immediate crisis passes and the dust settles, the balance of considerations will shift ...

A key element of exit is to decouple the unwinding of emergency measures from the monetary policy stance

Ska centralbanken vara *Buyer of last and first resort*?

Akutvård



- Buyer of last resort
- Finansiell stress: riskpremier rusar
- Marknadsmislyckande
- Ta på sig risker så att förtroendet återvänder

BIS (2020): **Röd linje**

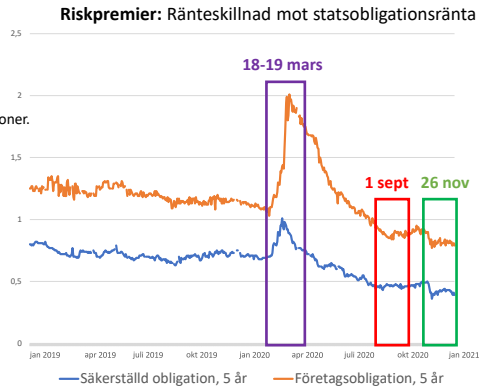
Långvård



- Buyer of first resort
- Pressa riskpremier i normala tider
- Öka tillgångspriser → öka efterfrågan
- Varför **röd** linje?
- Offentligfinansiella risker
- Påverkar fördelning/resursallokering

Riskpremier – och räntor – lägre än innan krisen

- **18-19 mars 2020:**
 - köp av säkerställda obligationer.
 - annonsering av köp av företagsobligationer
 - **15 maj 2020:** BlackRock anlitas för köp av företagsobligationer. Uppdraget beräknas bli klart under maj.
 - **1 juli 2020:** BlackRocks uppdrag förlängs till augusti
 - **1 sept 2020:** Köp av företagsobligationer inleds
 - **26 nov 2020:** Öväntat beslut om utökade tillgångsköp i penningpolitiskt syfte
- Riskpremierna föll direkt på beskedet
- → Riskpremie 0,3 p.e. lägre än innan krisen
- → Förväntad rörlig bolåneränta om 5 år ca 0,4 p.e. lägre



Penningpolitiska vågskålar vid utökade tillgångsköp 26 nov. 2020

Möjliga argument för:

- Ekonomin behöver lägre räntor
- Att köpa privata tillgångar är "som vilket penningpolitiskt verktyg som helst"

Koppling till finansiell stabilitet

- Motverka ev. kvarvarande marknadsmisslyckande
- Marknaden litar inte på Riksbanken
 - Säkerställa förtroende för *buyer of last resort*-funktion

Möjliga argument emot:

- Marknaden bör bestämma lämpliga riskpremier utanför kristider
- Offentligfinansiella risker
- Påverkar resursallokering
- Sänka reporäntan mer effektivt
 - eller, ekonomin är inte i behov av lägre räntor
- Om stimulans behövs är finanspolitik lämpligare (och har utlovats vid behov 2021 + valår 2022)
- Riksbankens tidigare kommunikation kring risker med låga bostadsräntor



Slutsatser: Buyer of last resort resp. utvidgade tillgångsköp 26 nov. 2020

- Var Riksbanken redo att agera *buyer of last resort* för företagsobligationer när krisen briserade?
- Utökade tillgångsköp 26 nov. 2020
 - Inte sannolikt att ytterligare närvaro på tillgångsmarknaderna behövdes
 - Riksbanken hade faciliteterna som kan skalas upp om det behövs
 - Riksbanken har visat att man agerar (dvs. inga hänsyn till moral hazard)
 - Bidrar till ytterligare stigande tillgångspriser (=det penningpolitiska syftet)
- Bättre stabiliseringspolitisk mix att vid behov istället använda finanspolitiken (vilket utlovats)
- Till Finansutskottet:
 - I Redogörelsen för penningpolitiken bör Riksbanken uppskatta effekter av olika penningpolitiska verktyg, bl.a. på inflation och tillgångspriser
 - Elefanten i rummet
 - ska privata tillgångsköp vara "som vilket penningpolitiskt verktyg som helst"?
 - en politisk fråga



**Måste vara
tankad!**



Kommunikation och samspel

Kommunikativa förbättringar under senaste året

Signalering till finanspolitiken:

- Inte höja räntan om finanspolitiken blir mer expansiv
- Finanspolitik lämpligare än tillgångsköp i penningpolitiskt syfte
- Specificering av åtgärders syfte underlättar samspel med finanspolitiken

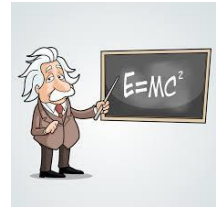


→ Dock sent jämfört med andra centralbanker

- Kommunikation kring penning- och finanspolitikens roll och den stabiliseringspolitiska mixen borde startat många år tidigare

Beskrivning av "lån till företag via banker" symptom på en större kommunikativ utmaning

- Riksbanken, 13/3; 2/7
 - "... låna ut upp till 500 miljarder kronor till företagen via bankerna"
 - "...gratis pengar som vi förväntar oss att bankerna förmedlar till företagen"
 - "... extra förmånliga lån till banker..."
- DN 13/3-2020:
 - "Riksbanken å sin sida lånar ut upp till 500 miljarder kronor till svenska företag via bankerna. Lånen löper på två år till 0 i ränta".
- SvD: 28/4-2020:
 - "Gratis likviditetslån till företag via banker har också börjat erbjudas av Riksbanken"
- Riksbanken, DN-debatt 16/4
 - "Vi skulle inte ha kunnat genomföra ... programmet för företagsutlåning via banker"



Penningpolitik 2020-tal är inte penningpolitik 2010 eller 1985

- Skriv ett nytt strategidokument från scratch
 - *Penningpolitiken i Sverige från 2010 utdaterad*
- Förslag på (internt) arbetsnamn:
 - "De-mystifiera penningpolitik – en ambitiös ansats"
- Kommunikativ målbild:
 - Journalister ska förstå så att de kan förklara för sina läsare
 - Politiker ska kunna förstå för att:
 - (i) kunna planera finanspolitiken över konjunkturcykeln och
 - (ii) utvärdera Riksbankens arbete.



I relation värd att arbeta på

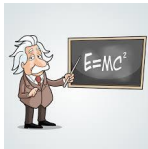


Finansutskottet behöver vara aktivt – *it takes two to dance*

- Begär utökat underlag för utvärdering av penningpolitiken
- Efterfråga ett utförligt, pedagogiskt strategidokument om penningpolitiken
- Säkerställ resurser till ordentlig årlig utvärdering
 - Penningpolitik
 - Övrig verksamhet
- I kommande lagstiftning
 - Inför proportionalitetsprincip
 - Säkerställ buyer-of-last-resort-funktion
 - Bestäm om privata tillgångsköp ska vara som vilket penningpolitiskt verktyg som helst
 - Bestäm om krediter till banker utanför kristider ska villkoras till att banker lånar ut till vissa ekonomiska aktörer
 - Låt Riksrevisionen kontrollera lagefterlevnad



Tack!



Ett citat som beskriver de penningpolitiska vågskålar



Stefan Ingves, juni 2020

[Den andra] frågan gäller effektiviteten i olika åtgärder och de risker som de för med sig. Anta exempelvis att Riksbanken kan göra penningpolitiken mer expansiv genom att köpa vissa finansiella tillgångar. Detta kan öka riskerna på Riksbankens balansräkning avsevärt och leda till framtida förluster för skattebetalarna. Anta nu att motsvarande effekt hade kunnat uppnås med en relativt mild finanspolitisk stimulans. Detta skulle troligen vara möjligt i ett läge där penningpolitiken befinner sig vid nedre gränsen. Riksbanken skulle då inte höja räntan när den ekonomiska aktiviteten stiger och därmed skulle finanspolitiken bli mer effektiv än normalt. I detta fall bör det finnas förutsättningar för att föra en diskussion om vilken policy-mix som är mest ändamålsenlig.