

FÖRDJUPNING – Coronakrisen och Riksbankens köp av värdepapper

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

Coronapandemin – en ovanlig kris på flera sätt

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

Djup men kortvarig ekonomisk nedgång

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

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

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

Pandemi grundorsaken till krisen

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

Aktiv finanspolitik för övervintring

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

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

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

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

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

Penningpolitik i ny miljö för att förhindra en ännu djupare nedgång

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

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

Vikten av likviditet, fungerande kreditgivning och låga räntor

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

Det ekonomiska blodomloppet måste hållas igång

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

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

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

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

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

Penningpolitikens genomslag behöver säkerställas

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

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

Åtgärder måste vara ändamålsenliga

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

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

Riksbankens köp av värdepapper en del av krishanteringen

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

Nödvärdigt med en bred kombination av väl tilltagna åtgärder

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

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

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

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

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

Tillgångsköp för att behålla effekten av penningpolitiken och hålla ränteläget nere

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

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

Beslut om ramarna för programmet och om köpen av enskilda värdepapper

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

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

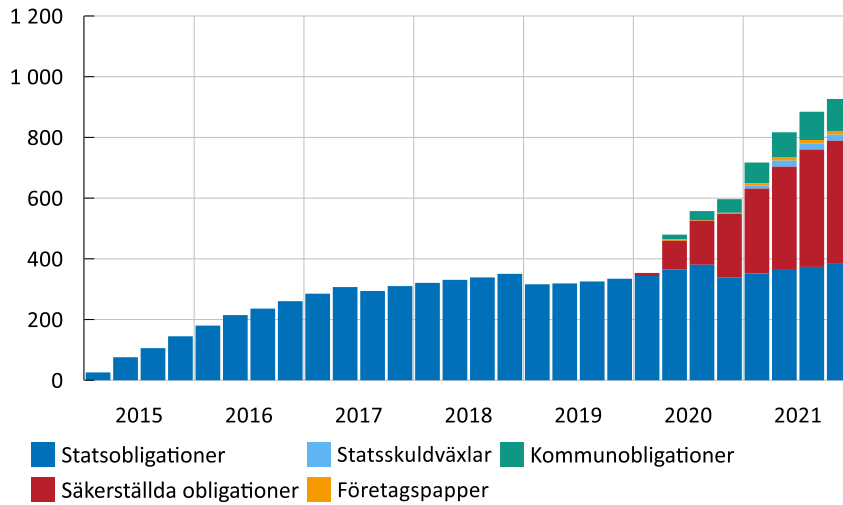
⁵⁰ Se R. Eidestedt, D. Forsman och E. Ünlü (2020), "Storbankernas finansiering och dess påverkan på hushållens bolåneräntor", *Ekonomisk kommentar* nr 14, Sveriges riksbank.

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

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

Diagram 33. Riksbankens innehav av värdepapper

Nominellt belopp, miljarder kronor

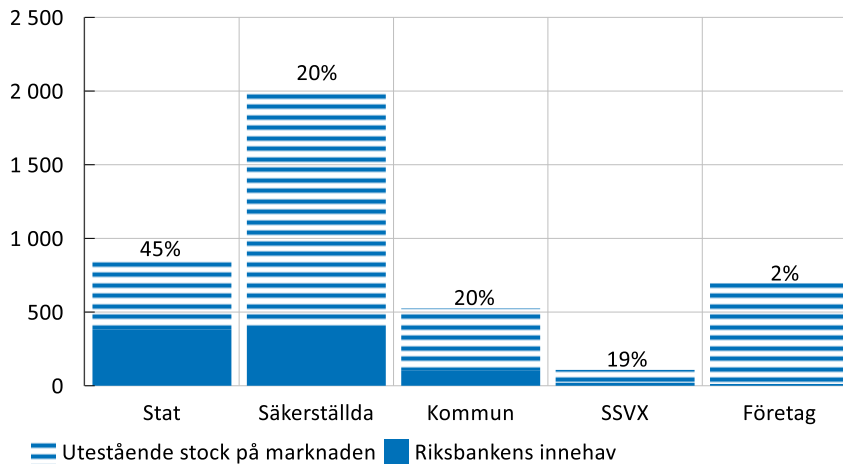


Anm. Företagspapper avser obligationer och certifikat utgivna av icke-finansiella företag.

Källa: Riksbanken.

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

Miljarder kronor



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

Källor: SCB och Riksbanken.

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

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

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

Utvecklingen under våren 2020

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

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

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

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

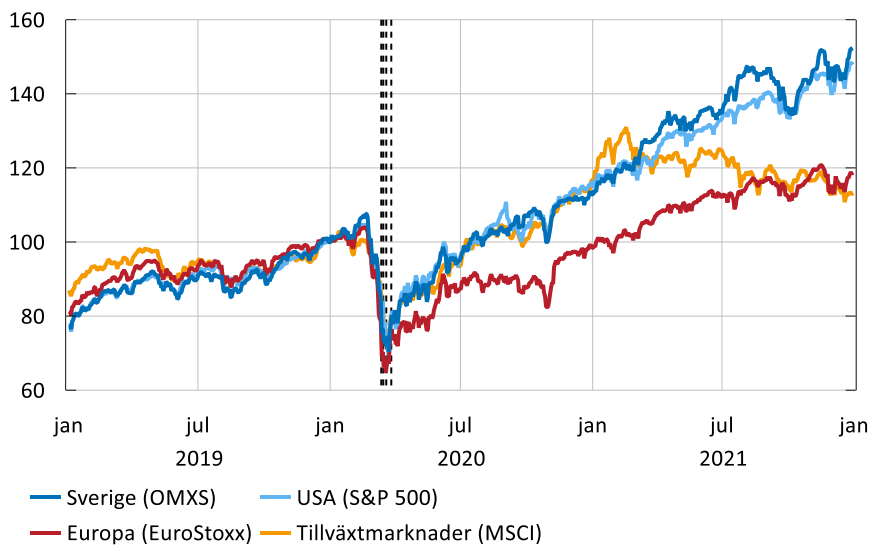
Snabb försämring av kreditläget riskerade att fördjupa den ekonomiska krisen

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

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

Diagram 35. Börsutveckling i inhemsk valuta

Index, 2020-01-03=100



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

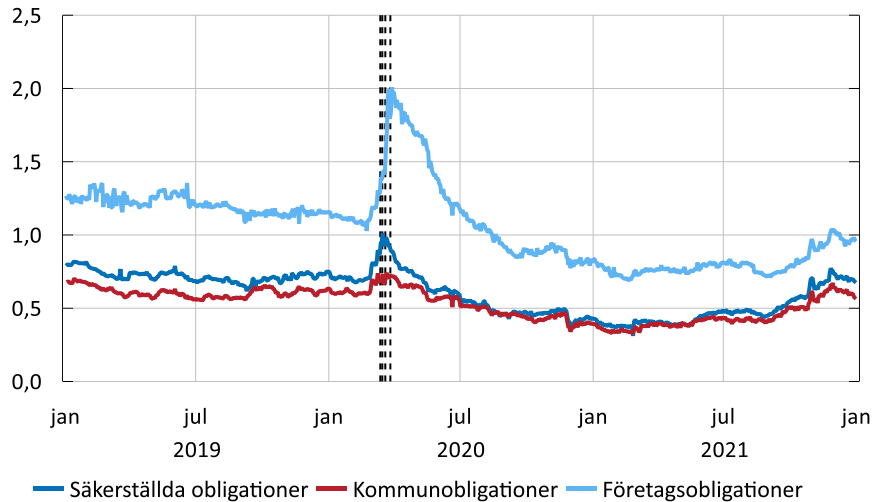
Källa: Macrobond.

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

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

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

Procentenheter

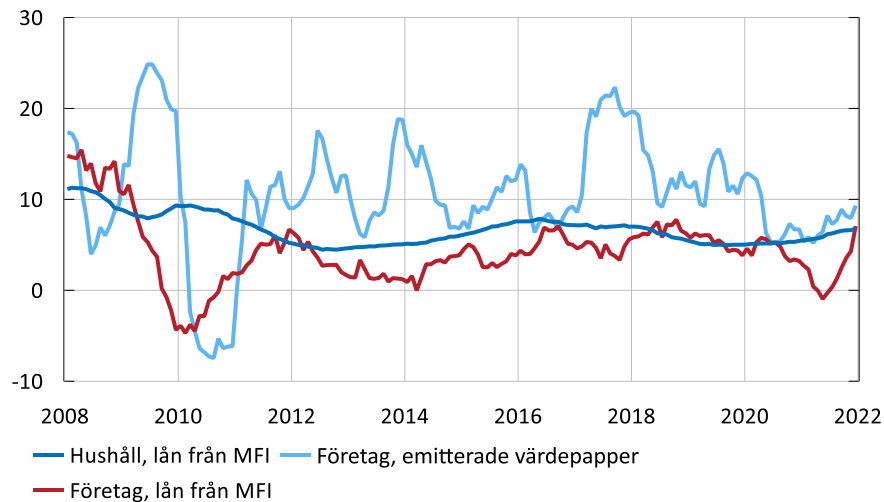


Anm. Säkerställda obligationer, företags- och statsobligationer är nollkupongräntor beräknade med Nelson-Siegel-metoden. Företagsobligationer inkluderar företag med kreditbetyg motsvarande BBB eller bättre. Kommunobligationer är benchmark-obligationer, utgivna av Kommuninvest. Streckade linjer markerar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

Källor: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

Diagram 37. Hushållens och företagens upplåning

Årlig procentuell förändring



Anm. Monetära finansiella instituts utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån. Icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade. Lån från MFI utgör ca två tredjedelar av den totala utlåningen till företag medan emitterade värdepapper utgör ca en tredjedel.

Källa: SCB.

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

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

Riksbankens köp av värdepapper och stabilisering av läget

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

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

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

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

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

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

Utvecklingen från sommaren 2020 och framåt

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

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

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

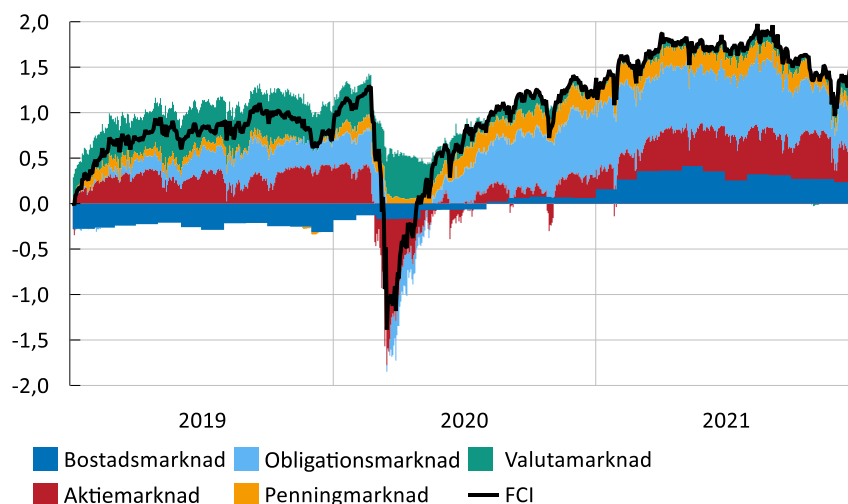
⁵⁹ Det är dock svårt att fastställa exakt hur mycket Riksbankens köp bidrog till detta. Se J. Alsterlind (2021), "Utvecklingen av riskpremierna på säkerställda obligationer under coronapandemin", *Ekonomisk kommentar* nr 13, Sveriges riksbank.

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

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

Diagram 38. Index för finansiella förhållanden

Standardavvikelser



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

Källa: Riksbanken.

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

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

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

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

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

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

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

Den mycket expansiva penningpolitiken speglar omfattningen av krisen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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