

Långsiktiga konsekvenser av ekonomisk politik i spåren av coronakrisen

Coronakrisens dramatiska effekter på den makroekonomiska utvecklingen motiverar långtgående åtgärder på såväl det penningpolitiska som det finanspolitiska området. Men i kriser finns det en risk att beslut fattas utan att deras långsiktiga konsekvenser beaktas tillräckligt mycket. I denna artikel lyfts två sådana beslut: Riksbankens beslut att utöka sina tillgångsköp till att omfatta företagsobligationer och EU:s stats- och regeringschefers beslut att använda en del av ett lånefinansierat återhämtningspaket för bidrag till medlemsstaterna. Det förra beslutet riskerar att minska förtroendet för Riksbanken och underminera dess oberoende, medan det senare riskerar att skapa prejudikat som för EU mot ökad överstatlighet.

KAROLINA EKHOLM

är professor vid Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet.
karolina.ekholm@ne.su.se

Coronakrisen har slagit hårt mot de flesta ekonomier, med stora produktionsfall, ökad arbetslöshet och försämrade offentliga finanser. Utvecklingen har dock varit långt ifrån likformig mellan länder. I Europa har ekonomier som Italien, Spanien och Frankrike drabbats av betydligt brantare fall i BNP än ekonomierna i Norden. Skillnaderna verkar inte på något uppenbart sätt hänga samman med vare sig hur hårt länderna drabbats av covid-19, hur restriktiva åtgärder länderna vidtagit för att minska smittspridningen eller vilka åtgärder som vidtagits för att mildra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin.

Denna artikel fokuserar på de ekonomisk-politiska åtgärder som vidtagits i samband med coronakrisen, i Sverige och internationellt. Under våren 2020 vidtogs omfattande åtgärder på såväl det finanspolitiska som det penningpolitiska området. Dessa åtgärder var framför allt inriktade på att skydda ekonomierna från att hamna i fritt fall, med massuppsägningar och totalstopp i kreditflödet. Men med tiden – och i takt med indikatorer på en viss stabilisering av ekonomin – har de ekonomisk-politiska besluten blivit mer inriktade på att understödja en återhämtning av ekonomin.

I en kris kan beslut fattas som ändrar hur den ekonomiska politiken bedrivs utan att de långsiktiga konsekvenserna får särskilt mycket uppmärksamhet. I denna artikel ska jag redogöra för två områden där jag menar att fattade beslut kan få långtgående konsekvenser: Riksbankens köp av företagsobligationer och EU:s medlemsstaters beslut om ett återhämtningspaket på 750 miljarder euro.

Riksbankens beslut att utsträcka sina tillgångsköp till att även omfatta företagsobligationer följer en trend där centralbanker efter den globala finanskrisen kommit att inkludera regelrätta köp av alltmer riskfyllda till-

Författaren tackar Lina Maria Ellegård och Lars Hörngren för värdefulla synpunkter.

gångar i sin penningpolitiska arsenal. Denna utveckling kan förstås mot bakgrund av att den konventionella penningpolitiken – som består i att bestämma den riskfria räntan på den kortaste tidshorizonten – nått sin nedre gräns i många länder. Men det är en utveckling som innebär att centralbanker direkt påverkar prisbildningen på riskfyllda lånekontrakt och därmed får en direkt roll i allokeringen av krediter – och därmed reala resurser – i ekonomin. Detta reser frågor kring centralbankers oberoende och vilken roll det är önskvärt att de har i ekonomin.

Vid ett toppmöte i juli 2020 kom EU:s stats- och regeringschefer överens om ett återhämtningspaket på 750 miljarder euro. Paketet ska finansieras med upplåning på finansiella marknader och delvis utbetalas i form av bidrag. Det är visserligen inte första gången EU-kommissionen får befogenheter att låna pengar för att stödja medlemsstater i kris. Men det är första gången som detta tillåts ske för att via bidrag täcka medlemsstaters löpande utgifter snarare än för att ge dem lån på förmånliga villkor. Detta reser frågor om huruvida vi är på väg mot en finanspolitisk union i EU och om det i så fall finns folkligt stöd för en sådan utveckling.

Före en redogörelse för bakgrunden till och en diskussion om eventuella konsekvenser av dessa två beslut kommer ändamålsenligheten mer generellt för olika typer av ekonomisk politik att diskuteras. Som alla ekonomiska kriser kan den som utlösts av coronapandemin väntas leda till kraftigt försämrade offentliga finanser och ökad offentlig skuldsättning. Vad konsekvenserna kan väntas bli av det på lite längre sikt kommer också beröras.

1. Ekonomisk politik i olika faser av krisen

De ekonomisk-politiska åtgärder som hittills har vidtagits i Sverige och andra länder har huvudsakligen varit inriktade på att undvika att ett fritt fall i ekonomin slår sönder produktionskapacitet på ett sätt som försämrar möjligheterna till en återhämtning. Det har skett genom åtgärder som dels direkt har skyddat jobb och inkomster, dels har minskat risken att en nedgång i den ekonomiska aktiviteten förstärks via negativa *feedback*-effekter (se t ex Gourinchas 2020). Exempel på sådana negativa *feedback*-effekter är när fallande tillgångspriser leder till en kreditåstramning som skapar en nedåtgående spiral på såväl finansiella marknader som i den reala ekonomin.

Ett sätt att beskriva åtgärder för att skydda jobb och inkomster är att de syftar till att i så stor utsträckning som möjligt vidmakthålla de nätverk av relationer som ekonomin i grund och botten bygger på (Didier m fl 2020). Det handlar om relationer som kan ha byggts upp under lång tid mellan arbetsgivare och arbetstagarer, leverantörer och kunder, hyresvärdar och hyresgäster samt långgivare och låntagare. Att behålla dessa relationer så intakta som möjligt är viktigt för att värna ekonomins produktionskapacitet och därmed skapa så goda förutsättningar som möjligt för en återhämt-

ning när väl pandemin är under kontroll. Permitteringsstöd, omsättningsstöd och hyresstöd är samtliga åtgärder som kan sägas ha detta syfte.

I princip skulle denna typ av åtgärder kunna finnas kvar så länge som smittspridningen hindrar en återgång till normala förhållanden – dvs så länge det inte finns fungerande vaccin eller tillräckligt effektiva behandlingsmetoder för att göra viruset relativt harmlöst. Men ju längre tid det tar, desto svårare blir sådana åtgärder att motivera, eftersom de är kostsamma för statskassan samtidigt som de undanröjer de incitament till anpassning hos företag och individer som annars skulle finnas. Calmfors (2020) trycker t ex på att stöden under en övergångsfas – när det inte längre råder akut kris men smittspridningen inte heller är under kontroll – kan behöva finnas kvar men i minskad omfattning och helst utformade så att de uppmuntrar företag och enskilda till aktivitet snarare än passivitet. Ett konkret förslag är att kombinera permitteringsstöden med starkare krav på att de korttidspermitterade deltar i någon form av utbildning.

Efter övergångsfasen – när smittläget tillåter en återgång till ett normalt liv – behöver den ekonomiska politiken inriktas på att understödja en återhämtning. Då handlar det om mer konventionella åtgärder för att stimulera efterfrågan. Hade coronakrisen inträffat före den globala finanskrisen hade det huvudsakliga ansvaret för detta i Sverige hamnat på Riksbanken, som hade förväntats understödja en återhämtning genom att sänka räntan. Men med dagens låga räntor finns det inte särskilt mycket utrymme kvar för penningpolitiska stimulanser. Därför kommer denna efterfrågestimulans att behöva komma från finanspolitiska åtgärder. Det är bakgrunden till att regeringens senaste budget innehåller omfattande stimulanser med reformer på drygt 105 miljarder kr 2021 och drygt 85 miljarder kr 2022 (Regeringen 2020). Om läget fortfarande motiverar restriktioner vad gäller social interaktion och resande i början av 2021, finns det en risk att de aviserade stimulanserna kommer för tidigt och behöver senareläggas. Det är dock ett betydligt mer lätthanterligt problem än det som vanligtvis är nackdelen med att använda finanspolitiska stimulanser för att understödja en återhämtning efter en negativ chock, nämligen att åtgärderna kommer för sent.

Redan genom att automatiska stabilisatorer får verka kan utvecklingen väntas leda till betydande budgetunderskott och ökad offentlig skuldsättning i de flesta länder. Med aktiva finanspolitiska stimulanser förstärks denna utveckling. För vissa länder kommer den ökade skuldupbyggnaden i en situation då skuldsättningen redan i utgångsläget är hög.

Bland ekonomer finns det olika uppfattningar om hur stora risker en ökad offentlig skuldsättning innebär. Det finns förstås en gräns vid vilken skuldsättningen inte längre är hållbar – då räntor och amorteringar blir så höga att de inte kan täckas av de inkomster som den offentliga sektorn kan dra in. Men med dagens låga räntor förefaller ett sådant scenario ligga ganska långt borta. Blanchard (2019) skapade debatt när han till synes argumenterade för att offentlig skuldsättning i USA inte hade några fiskala

kostnader och kanske inte ens några välfärdskostnader att tala om.¹ Hans utgångspunkt var att den riskfria räntan kan väntas vara lägre än den ekonomiska tillväxten under överskådlig framtid. I en sådan situation kan staten låna utan att behöva betala för det med höjda skatter eller minskade utgifter i framtiden för att undvika en stigande skuldkvot.

Men frågan är om man kan utgå ifrån att differensen mellan tillväxt och ränta kommer att förbli positiv i framtiden. Enligt Lian m fl (2020), som analyserat hur räntor och tillväxt utvecklats i förhållande till varandra i ett stort antal länder, finns det anledning att vara skeptisk. De menar att hög offentlig skuldsättning kan påverka relationen mellan tillväxt och ränta på ett sätt som skapar risker, bl a genom att leda till att perioder där tillväxten överstiger räntan blir kortare och till att sannolikheten att differensen vänder tecken och blir negativ blir högre.

En fråga som behöver beaktas i detta sammanhang är vilken betydelse det har att många centralbanker använder köp av statspapper som en del av penningpolitiken. Federal Reserve (Fed), Europeiska centralbanken (ECB), Bank of England, Bank of Japan och Riksbanken har samtliga pågående program som involverar köp av statsobligationer. Medan den penningpolitiska styrräntan bara har direkt effekt på den riskfria räntan på korta tidshorisonter kan dessa köp trycka ned den riskfria räntan längre ut på yieldkurvan. Så länge som penningpolitiken kan förväntas ha den inriktning den har i dag – vilket är rimligt att förvänta sig så länge som inflationen förblir på en låg nivå – kan dessa program väntas fortgå och den riskfria räntan alltså förbli låg. Men det innebär inte nödvändigtvis att man kan räkna med att tillväxten kommer att överstiga räntan på statsskulden under överskådlig framtid. Om tillväxten blir väldigt låg eller om statsskulden uppfattas som riskfylld så att räntan på statsskulden inkluderar en betydande riskpremie, kan differensen mellan tillväxt och ränta bli negativ. Då blir en hög skuldkvot svårare att hantera och kan väntas tvinga fram skattehöjningar och/eller utgiftsminskningar.

Om sedan inflationen skulle ta fart och på ett varaktigt sätt hamna över centralbankernas inflationsmål i länder med en hög skuldkvot så står centralbankerna inför svåra avvägningar. Antingen ska inflationen bekämpas med en penningpolitisk åtstramning och höjd ränta som riskerar leda till en statsskuldskris. Eller så ska räntan hållas ned för att underlätta statens finansiering av sin upplåning med konsekvensen att centralbanken riskerar att förlora kontrollen över inflationen.

Lyckligtvis är denna eventuella problematik inte särskilt relevant för ett land som Sverige, som i utgångsläget har en låg offentlig-finansiell skuld och därmed ett betydande utrymme för att öka skuldsättningen utan att den framstår som riskfylld. Men det är en problematik som skulle kunna bli relevant för ECB, eftersom flera euroländer hade höga skuldkvoter redan

¹ Att Blanchards syfte verkligen var att propagera för ökad skuldsättning motsägs dock av att det i *abstract* uttryckligen står att så inte är fallet: "My purpose [...] is not to argue for more public debt [...] It is to have a richer discussion of the costs of debt and of fiscal policy than is currently the case".

innan de drabbades av coronapandemin. Utvecklingen i euroområdet har betydande direkta och indirekta effekter på svensk ekonomi, så det är en eventuell problematik man behöver vara medveten om. De senaste publicerade inflationssiffrorna för euroområdet (i oktober 2020) har dock varit negativa, så man behöver knappast oroa sig över att en sådan problematik uppstår i närtid.

2. Oro på finansiella marknader och penningpolitisk respons

När covid-19 började spridas i Europa och USA blev det omedelbart reaktioner på de finansiella marknaderna. Figur 1 visar utvecklingen under 2020 för VIX-indexet, som fångar förväntad volatilitet utifrån prissättningen på aktieindexderivat och ibland refereras till som ett *fear index*, dvs ett mått på graden av rädsla på marknaden. Som framgår av diagrammet ökade den förväntade volatiliteten drastiskt i slutet av februari och början av mars. Indexet minskade sedan från mitten av mars till början av juni för att sedan i princip ligga kvar på en förhöjd nivå jämfört med början av året.

Aktiepriserna föll på bred front under samma period som den förväntade volatiliteten ökade. Som framgår av figur 2 föll börsindex i Sverige mätt med OMX30 på ett likartat sätt som breda börsindex i USA, Storbritannien och Tyskland (S&P500, FTSE100 och DAXPI). Det handlar om börsfall på minst 30 procent jämfört med värdena i början av året, vilket utgör en dramatisk utveckling. Dessa fall har i stort sett återhämtats sedan dess, med undantag för FTSE100 som man kan förmoda tyngs av de tröga förhandlingarna kring Storbritanniens framtida relation med EU27.

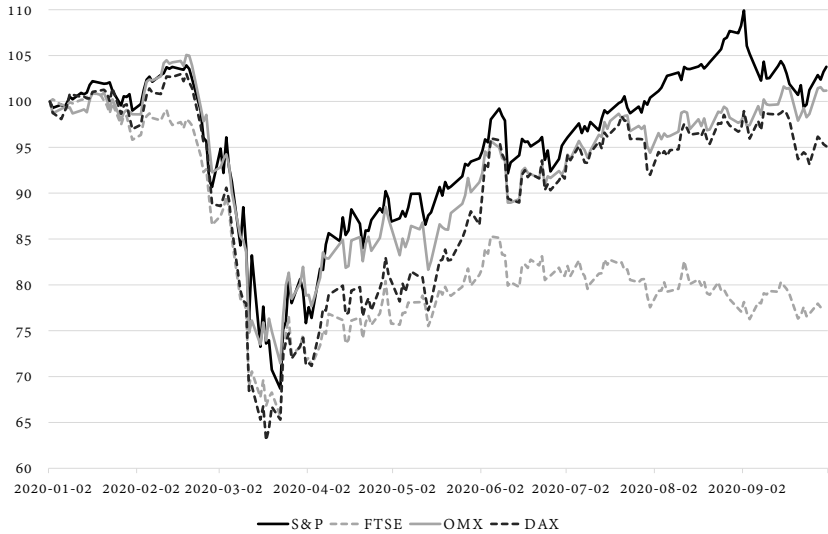


Figur 1
VIX-index

Ann: VIX mäter marknadsförväntning på volatilitet utifrån optionspriser med börsindex som underliggande tillgång och publiceras av Chicago Board Options Exchange. Gap i kurvorna utgör dagar då ingen handel skett.

Källa: FRED Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://fred.stlouisfed.org/series/VIXCLS>.

Figur 2
Börsindex i USA,
Storbritannien,
Tyskland och Sverige
(index=100 2 januari
2020)

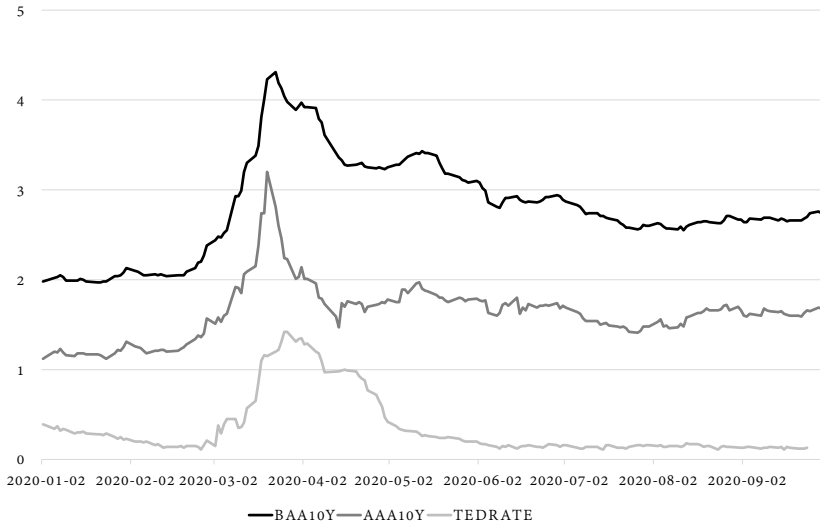


Ann: Börsutvecklingen mäts med S&P 500, FTSE 100, DAXPI samt OMX30 och serierna antar värdet 100 2 januari 2020. Serierna baseras på stängningskurser. Gap i kurvorna utgör dagar då de respektive börserna har varit stängda.

Källa: Yahoo Finance, <https://finance.yahoo.com>.

En annan utveckling som tyder på försämrad likviditet och ökad osäkerhet på de finansiella marknaderna under våren var stigande riskpremier. Figur 3 visar tre olika spreadar som fångar riskpremier på olika kreditinstrument i USA. De två översta kurvorna visar spreaden mellan företagsobligationer med olika kreditbetyg och tioåriga statsobligationer. Som framgår mer än fördubblades dessa spreadar under några veckor mellan slutet av februari och slutet av mars. Diagrammet visar också spreaden mellan interbankräntan – dvs den ränta som gäller när banker lånar pengar av varandra – och räntan på amerikanska statspapper. Även denna spread mer än fördubblades under denna tid.

Att spreadarna på företagsobligationer ökade när det blev tydligt att spridningen av covid-19 skulle leda till omfattande intäktsbortfall för företagen är inte så konstigt, eftersom det innebar att kreditrisken ökade väsentligt. Men i USA utgör företagsobligationsmarknaden en viktig finansieringskälla för företagen och försämrade möjligheter att låna genom denna marknad skulle kunna leda till en kreditåtstramning som förstärkte nedgången i ekonomin. Fed annonserade den 23 mars 2020 ett stort antal åtgärder för att motverka de negativa effekterna av coronakrisen, däribland köp av företagsobligationer på både primär- och sekundärmarknaden (Federal Reserve 2020a). Dessa köp har en ram på 750 miljarder dollar och sker via ett särskilt företag som US Treasury kapitaliserar med 75 miljarder dollar för att kunna täcka eventuella förluster. I slutet av augusti 2020 uppgick Feds innehav av företagsobligationer till 12,5 miljarder dollar, där samtliga obligationer köpts på andrahandsmarknaden (Federal Reserve 2020b).



Figur 3
Spreadar mellan företagsobligationer och statsobligationer samt mellan interbankränta och statspapper i USA, procentenheter

Anm: BAA10Y och AAA10Y är skillnaden mellan yield på å ena sidan företagsobligationer med kreditbetyget Baa respektive Aaa (enligt Moody's) och å andra sidan tioåriga amerikanska statsobligationer. TEDRATE är skillnaden mellan tremånaders Libor i dollar och amerikanska statspapper med tre månaders löptid.

Källa: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://fred.stlouisfed.org/series/BAA10Y>.

Feds köp av företagsobligationer utgör visserligen inte något helt nytt, men det innebär ytterligare ett steg i riktning mot att bli involverad i allokeringen av krediter i den privata sektorn. Redan i samband med den globala finanskrisen köpte Fed företagscertifikat och andra riskfyllda instrument. Andra centralbanker har också köpt företagsobligationer redan tidigare. Bank of Japan började köpa företagsobligationer 2009 och ECB lanserade 2016 ett program som möjliggör köp av eurodenominerade företagsobligationer med tillräckligt höga kreditbetyg. Bank of England köpte företagsobligationer under perioden september 2016–april 2017 för tio miljarder pund (se Çelik m fl 2020). Men att Fed visade sig vara beredda att bli djupt involverade i allokeringen av krediter i en utpräglad marknadsekonomi som den amerikanska har väckt uppmärksamhet och lett till en hel del kritik (se t ex Guida och Mejdrich 2020).

Huruvida köpen av företagsobligationer har varit nödvändiga för att undvika en kreditåtstramning som skulle ha fördjupat krisen är svårt att avgöra. Som framgår av diagrammet i figur 3 började spreadarna på företagsobligationer falla i samband med att åtgärderna annonserades i mars 2020. När köpen väl började genomföras i juni 2020 hade spreadarna kommit ner till ungefär de nivåer som de har legat på sedan dess. Det är möjligt att annonseringen av köpen är skälet till att spreadarna är på lägre nivåer i dag. Men det är också möjligt att köpen var onödiga när de väl började genomföras för att den panik som rådde under våren då hade lagt sig.

Även i Sverige steg spreadarna på företagsobligationer i samband med att det stod klart att covid-19 hade utvecklats till en pandemi (Sveriges riks-

bank 2020a, s 14). Liksom i USA föll de tillbaka under andra kvartalet och när Riksbanken väl påbörjade sina köp av företagsobligationer i september 2020 var de redan tillbaka på normala nivåer. Var detta en konsekvens av att marknadsaktörer förväntade sig dessa köp? Eller hade de fallit tillbaka på grund av att den akuta krisen tycktes vara över? Det är omöjligt att säkert veta svaret på dessa frågor.

Riksbanken konstaterar i sitt pressmeddelande om påbörjan av köpen att läget på de finansiella marknaderna förbättrats och att den svenska marknaden för företagsobligationer då fungerade på ett tillfredsställande sätt (Sveriges riksbank 2020b). Deras motivering till att ändå genomföra köpen var att det ”håller nere företagets finansieringskostnader och stärker Riksbankens förmåga att agera om kreditförsörjningen till företag försämras”.

Eftersom företagsobligationer utgör en mindre del av de svenska företagens kreditförsörjning är det dock svårt att tro att köpen skulle kunna ha stor betydelse för den generella nivån på företagets finansieringskostnader. Det skulle eventuellt kunna ha betydande effekter på finansieringskostnaden för vissa företag, som t ex fastighetsbolag, som använder sig av företagsobligationsmarknaden för en stor del av sin kreditförsörjning. De har dessutom varit särskilt ifrågasatta i och med att coronakrisen kan tänkas påverka efterfrågan på affärs- och kontorslokaler. Men det är tveksamt om det är Riksbankens uppgift att se till att finansieringskostnaderna hålls nere för just dessa företag.

Det finns också nackdelar med denna typ av åtgärder som behöver vägas mot eventuella fördelar. Myndigheters interventioner på marknader påverkar köparnas och säljarnas incitament och därmed prisbildningen och bör syfta till att rätta till ett marknadsmisslyckande. Om det inte finns något marknadsmisslyckande att rätta till leder interventionen till snedvridningar. Att likviditeten föll drastiskt på företagsobligationsmarknaden under våren och det verkade svårt för aktörerna på marknaden att få information om priser tyder på att det då förelåg ett marknadsmisslyckande (Finansinspektionen 2020). Men att det skulle rättas till av att en myndighet går in som köpare på marknaden långt senare kan ifrågasättas.²

Att låna ut pengar till företag är knappast centralbankens uppgift och att ta på sig den uppgiften kan i förlängningen underminera centralbankens oberoende. Om det finns tydliga skäl för att tillhandahålla företagskrediter trots att bankerna är ovilliga att ge företagen lån borde dessa krediter av legitimitetsskäl ges inom ramen för finanspolitiken och beslutas av regering och riksdag. Det kan vara praktiskt för politiska beslutsfattare att låta centralbanken använda sin balansräkning för att köpa privata tillgångar som företagsobligationer och därmed undvika att de hamnar i statens balansräkning. Men det skapar en otydlighet om vad åtgärderna innebär och omöjliggör, eller åtminstone kraftigt försvårar, det demokratiska ansvarsutkrävandet.

Om det verkligen finns ett behov av offentliga köp av företagsobligationer vore det mer transparent att efter ett riksdagsbeslut ge Riksgälden

² Åtgärderna har kritiserats av Österholm (2020) på delvis liknande grunder.

i uppgift att låna på statslånemarknaden och uppdra åt en regeringsmyndighet – t ex Riksgälden själv eller Kammarkollegiet som redan ägnar sig åt tillgångsförvaltning – att köpa företagsobligationer för motsvarande belopp. Det skulle tydliggöra att det handlar om åtgärder av finanspolitisk karaktär som, genom att de har allokeringspolitiska effekter, hör hemma inom riksdagens och regeringens ansvarsområde. Det är av samma skäl rimligt att köp av riskfyllda privata tillgångar finansieras med statspapper, inte med centralbankspengar. Det skulle också göra det tydligt att eventuella kreditförluster måste täckas av skattebetalarna och att ansvaret för detta ligger på riksdagen som gett uppdraget. Eftersom Riksgälden till skillnad från Riksbanken inte är en oberoende myndighet utan en myndighet under regeringen skulle det också möjliggöra utkrävande av ansvar för hur åtgärderna genomförs och resurserna används (jämför Cecchettis och Schoenholtz (2020) kritik av Feds köp av företagsobligationer).

Riksbankens köp av företagsobligationer är visserligen begripliga utifrån att det med en reporänta på noll och en statslåneränta strax däröver är svårt att göra penningpolitiken särskilt mycket mer expansiv utan att agera för att pressa ned räntespreadar på riskfylld utlåning. De följer också en trend där flera centralbanker tagit steget att inkludera företagsobligationer i alltmer omfattande tillgångsköpsprogram.³ Men det är högst oklart om åtgärdens nytta verkligen överstiger kostnaderna. Dessutom leder den till en uppblandning av penning- och finanspolitiken på ett sätt som kan skada förtroendet för Riksbanken och i förlängningen underminera dess oberoende. Därmed kan den påverka hur den ekonomiska politiken bedrivs för en lång tid framöver.

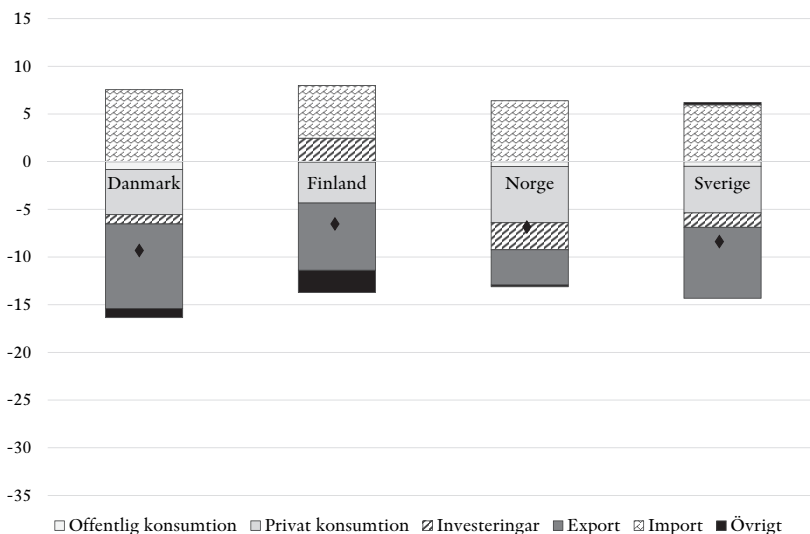
3. Skillnader i makroekonomisk utveckling i EU

Som nämndes i inledningen är skillnaderna stora när det gäller hur hårt olika länder har drabbats ekonomiskt av coronakrisen. Inte minst gäller detta utvecklingen i Europa, där euroländer i södra Europa vars offentliga finanser redan i utgångsläget var svaga är de som tycks ha drabbats hårdast. Hittills (i oktober 2020) har BNP-siffror t o m andra kvartalet 2020 publicerats och de visar kraftiga fall i samtliga EU-länder, men med stora variationer. Räknat på förändringarna de två första kvartalen 2020 varierar BNP-fallen mellan 5,7 procent i Finland och 22,1 procent i Spanien. I Spaniens fall handlar det alltså om att ekonomins storlek under ett halvår krympte med mer än en femtedel – en nästan ofattbart dramatisk utveckling. Europas största ekonomi, Tyskland, krympte med 11,5 procent, dvs ungefär hälften så mycket.

Figur 4 och 5 visar olika komponenters bidrag till fallet i BNP under för-

³ Som framgår ovan har dock Fed:s köp skett inom ramen för ett program som backas upp av den federala budgeten. Det bör även framhållas att ECB:s agerande ända sedan eurokrisen 2010 präglas av att det är den enda federala institutionen inom euroområdet med beslutsmakt. Någon federal regering som kunnat gripa in med stöd av en federal budget finns således inte. Parallellt mellan ECB och Riksbanken riskerar därför att leda fel.

Figur 4
Olika komponenters bidrag till förändringen i BNP mellan fjärde kvartalet 2019 och andra kvartalet 2020, procentenheter, nordiska länder



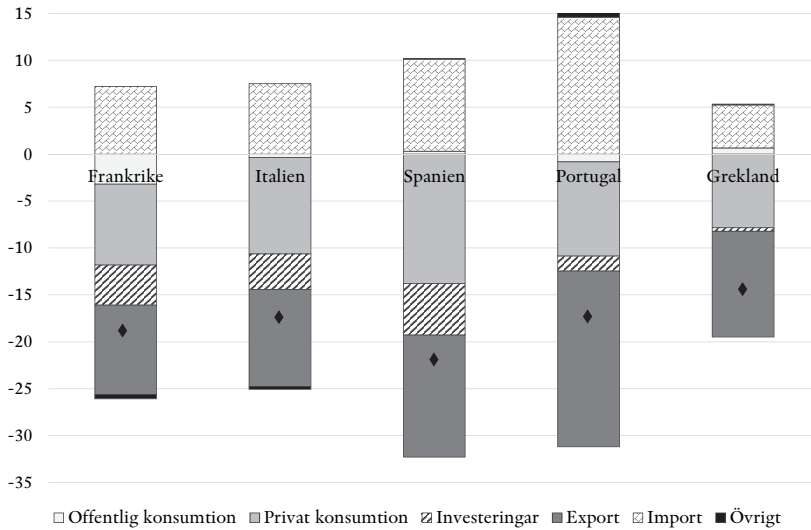
Anm: Komponenternas bidrag är beräknade baserade på säsongrensade och kalenderjusterade siffror i fasta priser. Komponenternas andel av BNP baseras på förhållandena i sista kvartalet 2019. De svarta markeringarna anger förändring av BNP.

Källa: Eurostat och egna beräkningar.

sta halvåret 2020. Figur 4 visar komponenternas bidrag för de fyra nordiska länderna, Danmark, Finland, Norge och Sverige. Figur 5 visar deras bidrag för Frankrike, Italien, Spanien, Portugal och Grekland, här betecknade EU-länder i södra Europa. De svarta markörerna visar det totala fallet i BNP. Diagrammen har samma skala på y-axeln för att tydliggöra hur stora skillnaderna är mellan dessa två ländergrupper när det gäller BNP-utvecklingen. I de nordiska länderna föll BNP med mellan knappt sex procent (Finland) och knappt nio procent (Danmark). I länderna i södra Europa handlar det om fall mellan knappt 15 procent (Grekland) och drygt 22 procent (Spanien).

När det gäller bidragen från olika komponenter visar diagrammen att de negativa bidragen från såväl minskad privat konsumtion som minskad export var betydligt större i länderna i södra Europa. I de större ekonomierna, Frankrike, Italien och Spanien, var också bidraget från minskade investeringar förhållandevis stort. Figur 4 visar att Finlands relativt goda utveckling under första halvåret 2020 hänger samman med att investeringarna faktiskt ökade där till skillnad från i övriga länder.

Ett annat sätt att studera vari produktionsfallen har bestått är att göra motsvarande dekomponering av förändringen av det totala förädlingsvärdet på bransch- eller sektornivå. Figur 6 och 7 presenterar en sådan dekomponering för det första halvåret 2020. För alla länder som visas i diagrammen utom Sverige utgjorde minskad aktivitet i den sektor som kallas "Handel m m" det enskilt största bidraget till det totala produktionsfallet. Denna sektor inkluderar förutom grossist- och detaljhandel även transporttjänster samt hotell- och restaurangtjänster. Det handlar alltså i stor utsträckning



Figur 5
Olika komponenters bidrag till förändringen i BNP mellan fjärde kvartalet 2019 och andra kvartalet 2020, procentenheter, EU-länder i södra Europa

Anm: Komponenternas bidrag är beräknade baserade på säsongrensade och kalenderjusterade siffror i fasta priser. Komponenternas andel av BNP baseras på förhållandena i sista kvartalet 2019. De svarta markeringarna anger förändring av BNP.

Källa: Eurostat och egna beräkningar.

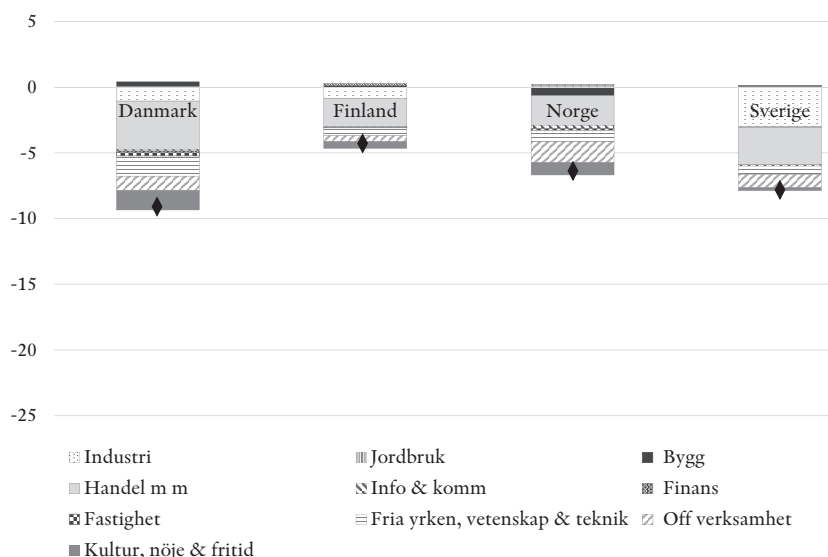
om den typ av kontaktnära verksamhet som man kan vänta sig har drabbats särskilt hårt av social distansering. För Spanien, Portugal och faktiskt också Finland förklaras ungefär hälften av produktionsfallet av minskad aktivitet i denna sektor. I Greklands fall handlar det om mer än två tredjedelar av fallet. I Spanien, Portugal och Grekland utgör handel m m en förhållandevis stor del av den totala ekonomin – i slutet av 2019 ungefär en fjärdedel av det totala förädlingsvärdet. Men även i Italien och Danmark utgjorde sektorn mer än 20 procent av det totala förädlingsvärdet.

I Sverige var det i stället den minskade industriproduktionen som utgjorde det enskilt största bidraget till produktionsfallet. Det är frestande att koppla denna avvikelse från det generella mönstret i figur 6 och 7 till Sveriges betydligt mindre restriktiva åtgärder för att åstadkomma social distansering jämfört med andra europeiska länder. Men en sådan koppling motsägs av att minskad industriproduktion gett det helt klart största bidraget till Tysklands produktionsfall, medan det bidragit ungefär lika mycket till fallet som handel m m i Sverige.⁴

Det är också värt att notera att i princip alla branscher bidrog med minskad aktivitet, förutom i Grekland där framför allt byggbranschen bidrog med ökad aktivitet. Under första halvåret 2020 fanns det alltså knappast i dessa länder någon bransch som motverkade nedgången, utan alla delar av ekonomin drogs med i fallet.

⁴ Enligt egna beräkningar av data från Eurostat minskade det totala förädlingsvärdet i Tyskland med 11,6 procent. Industrin bidrog med 4,6 procentenheter och handeln med 2,2 procentenheter.

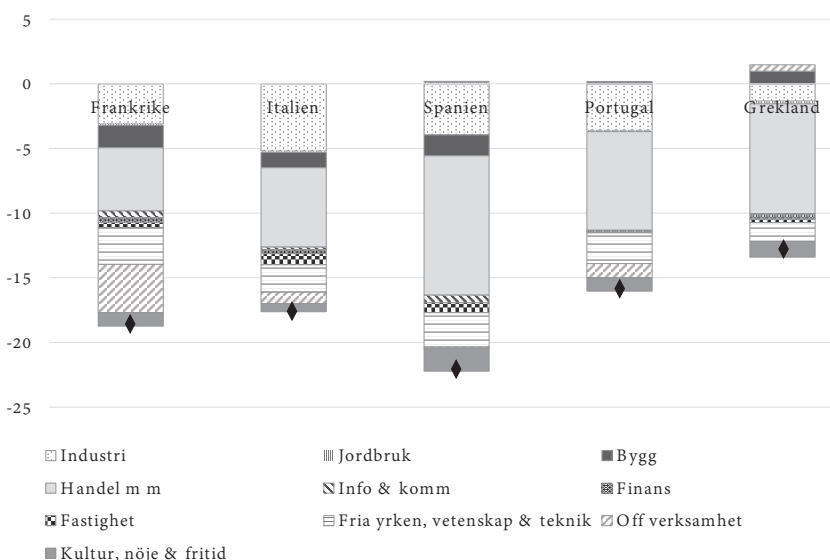
Figur 6
Olika branschers bidrag till förändringen i totalt förädlingsvärde mellan fjärde kvartalet 2019 och andra kvartalet 2020, procentenheter, nordiska länder



Anm: Komponenternas bidrag är beräknade baserade på säsongrensade och kalenderjusterade siffror i fasta priser. Branschernas andel av det totala förädlingsvärdet baseras på förhållandena i sista kvartalet 2019. De svarta markeringarna anger förändring av BNP.

Källa: Eurostat och egna beräkningar.

Figur 7
Olika branschers bidrag till förändringen i totalt förädlingsvärde mellan fjärde kvartalet 2019 och andra kvartalet 2020, procentenheter, EU-länder i södra Europa



Anm: Komponenternas bidrag är beräknade baserade på säsongrensade och kalenderjusterade siffror i fasta priser. Branschernas andel av det totala förädlingsvärdet baseras på förhållandena i sista kvartalet 2019. De svarta markeringarna anger förändring av BNP.

Källa: Eurostat och egna beräkningar.

4. Finanspolitiskt återhämtningspaket på EU-nivå

Att olika delar av EU drabbats så olika och att det är ekonomierna i södra Europa som fortfarande inte riktigt återhämtat sig efter eurokrisen som drabbats hårdast har påverkat hanteringen av coronakrisen på EU-nivå. Som nämnts tidigare behöver politiken inriktas på att rädda jobb och inkomster i den akuta krisfasen och under en övergångsfas då smittspridningen fortfarande är så omfattande att det påverkar det dagliga livet. Men i ett redan ansträngt läge för de offentliga finanserna kan det bli svårt att vidta åtgärder som är kostsamma för statskassan och därmed ökar en redan hög statsskuld.

Tabell 1 visar utgångsläget vad gäller den offentliga skulden som andel av BNP för ett antal EU-länder. Den genomsnittliga skuldkvoten för euroområdet var 2019 84,1 procent av BNP. Men länder som Grekland, Italien och Portugal hade skuldnivåer som låg betydligt över 100 procent av BNP. Frankrike och Spanien hade skuldkvoter nära 100 procent.

EU:s stabilitets- och tillväxtpakt fungerar som ett finanspolitiskt ramverk och innebär åtminstone på pappret begränsningar för medlemsstaternas finanspolitiska inriktning. Det finns två grundläggande regler, nämligen att det offentlig-finansiella sparandet inte ska understiga -3 procent av BNP och att den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld inte ska överstiga 60 procent. Som framgår av tabellen är skuldregeln i praktiken överspelad eftersom inte bara enskilda länder utan EU-området i genomsnitt bröt mot den med råge redan före denna kris. Regeln om budgetunderskott har medlemsstater brutit mot många gånger, men övriga regler i pakten skapar ändå ett tryck på medlemsstaterna för att undvika sådana avvikelser. I samband med coronakrisen annonserade dock EU-kommissionen att man

Land/område	Skuldkvot
<i>EU27</i>	77,8
<i>Euroområdet</i>	84,1
Danmark	33,2
Finland	59,4
Frankrike	98,1
Grekland	176,6
Italien	134,8
Nederländerna	48,6
Portugal	117,7
Spanien	95,5
Sverige	35,1
Tyskland	59,8
Österrike	70,4

Tabell 1
Den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld som andel av BNP 2019, procent

Källa: Eurostat.

skulle aktivera en undantagsklausul i regelverket för att explicit tillåta avsteg från reglerna. Det innebär att det för närvarande inte finns några regler på EU-nivå som förhindrar att även hårt skuldsatta medlemsstater använder finanspolitik för att mildra de ekonomiska effekterna av coronakrisen. Men frågan är om beslutsfattarna i sådana länder vågar riskera den långsiktiga hållbarheten i de offentliga finanserna genom att genomföra aktiva finanspolitiska åtgärder som ökar de offentliga underskotten.

I samband med coronakrisen har det alltså uppstått en situation då de länder som drabbats hårdast ekonomiskt i EU är bland dem som i utgångsläget har minst utrymme att motverka långsiktig skada på ekonomin med finanspolitiska medel. Det är ett problem som det ligger i alla medlemsstaters intresse att försöka lösa, eftersom långvarig stagnation i stora delar av unionen påverkar samtliga medlemsstaters ekonomier negativt.

I tabell 1 visas också skuldkvoterna för de länder som har kommit att kallas ”de sparsamma fyra” (*the frugal four*), dvs Danmark, Nederländerna, Sverige och Österrike. Ibland räknas även Finland till gruppen sparsamma länder. Epitetet sparsamma har de fått på grund av sitt motstånd mot dels en ny flerårig budget på EU-nivå som utgår ifrån att Storbritanniens tidigare nettobidrag täcks upp av övriga nettobidragsgivare, dels ett omfattande återhämtningspaket som finansieras med upplåning på EU-nivå och involverar direkta bidrag till medlemsstaterna. Som framgår av tabellen har samtliga av dessa länder lägre skuldkvoter än genomsnittet för EU och euroområdet. Österrike bryter dock för närvarande mot regeln i stabilitets- och tillväxtpakten om en skuldkvot på maximalt 60 procent.

I juli 2020 kom EU:s stats- och regeringschefer efter långa förhandlingar överens om både en ny långtidsbudget och ett omfattande återhämtningspaket. Det skars något i långtidsbudgeten jämfört med EU-kommissionens ursprungliga förslag, men inte fullt ut för att kompensera för Storbritanniens utträde ur unionen. I gengäld fick de ”sparsamma” länderna rabatter så att deras EU-avgifter inte skulle öka kraftigt i förhållande till nuvarande nivåer.⁵

Men viktigare för hur den ekonomiska politiken kommer att bedrivas inom EU framöver är troligtvis beslutet om det paket på 750 miljarder euro som ska användas för att underlätta en återhämtning efter coronakrisen. Paketet innehåller både en del som betalas ut i form av lån till medlemsstaterna och en del som betalas ut i form av bidrag. Under förhandlingarna minskades den del som ska användas för bidrag, inklusive garantier, från 500 till 390 miljarder euro (Darvas 2020). Likväl kommer alltså merparten av pengarna som ska lånas upp att betalas ut i form av bidrag i stället för

⁵ De delar av budgeten som drogs ner var huvudsakligen de delar som syftade till att modernisera den genom satsningar på sådant som det finns ett starkt gemensamt intresse för, t ex forskning. När ansvaret för detta dåliga utfall ska utkrävas är det viktigt att ha i åtanke att det mest uppenbara alternativet skulle vara att dra ner på jordbruks- och regionalstödet – som utgör merparten av EU:s gemensamma budget – inte att göra budgeten större. Men det finns ett mycket starkt motstånd mot att skära i jordbruks- och regionalstödet i både Syd- och Östeuropa.

förmånliga lån. Återbetalningen planeras ske under lång tid, ända fram till 2058. Kommissionen verkar hoppas att återbetalningen delvis ska kunna ske med egna intäkter från nya skatter på framför allt miljöområdet och på digitala företag. Men att medlemsstaterna skulle överföra beskattningsrätt till kommissionen verkar inte särskilt troligt, eftersom det riskerar att urholka den egna skattekraften och därmed den nationella kontrollen av finansmakten. Hittills har de bara gått med på att kommissionen får rätt till intäkterna från en ny avgift på plast, vilken inte kan väntas dra in särskilt mycket pengar.

Hur det ska gå till att dela ut bidrag av denna storlek på ett sätt som leder till att de verkligen bidrar till en återhämtning i hårt drabbade medlemsstater är högst oklart. Planen är att bidragen ska distribueras mellan 2021 och 2023. Utbetalningar ska baseras på nationella återhämtningsplaner som medlemsstaterna utformar och som sedan behandlas i en av kommittéerna under ministerrådet. En fördelningsnyckel avgör hur mycket medlemsstaterna maximalt kan få. Kommissionen väntas ha inflytande över återhämtningsplanerna genom att de uttryckligen ska ta sin utgångspunkt i kommissionens årliga länderspecifika rekommendationer till de enskilda medlemsstaterna. Men varje enskild medlemsstat har möjlighet att kräva att stats- och regeringscheferna granskar om en annan medlemsstat verkligen lever upp till sina åtaganden. Då blockeras utbetalningarna till den ifrågasatta medlemsstaten under maximalt tre månader. I slutändan är det dock EU-kommissionen som bestämmer om utbetalningarna ska fortsätta eller inte (Europeiska rådet 2020).

Med detta system är det alltså i princip medlemsstaterna själva som ska granska rimligheten i varandras återhämtningsplaner och dra i nödbromsen om pengarna verkar användas till fel saker. Det framstår som ett tungrott system som knappast kommer att främja samarbetsklimatet i EU. Risken verkar hög att misstänkta fall av korruption och förskingring som kan kopplas till utbetalade bidrag leder till konflikter mellan medlemsstaterna.

Den viktigaste aspekten av det nya återhämtningspaketet är dock att det kan utgöra ett steg i riktning mot finanspolitiska beslut på överstatlig nivå och därmed mot en finanspolitisk union. Det skulle i så fall vara en hett åtrådd utveckling bland politiska företrädare för euroländer som Frankrike, Italien och Spanien. Flera ekonomer har också argumenterat för att det krävs mer finanspolitisk integration inom euroområdet för att den monetära unionen ska vara långsiktigt hållbar (se t ex Berger m fl 2019). Men det är en utveckling som det är osannolikt att det skulle finnas folkligt stöd för i ett land som Sverige, där andelen som uppger att de skulle vilja ge EU mer befogenheter att hantera en kris som coronakrisen är näst lägst i hela unionen (Europaparlamentet 2020, s 31). Även i länder som Tyskland och Nederländerna finns skepsis mot en sådan utveckling, både på politisk nivå och bland medborgarna.

Vissa har velat tolka överenskommelsen om återhämtningspaketet i termer av ett "hamiltonskt" ögonblick. Det syftar på Alexander Hamilton,

som hävdas ligga bakom att USA:s delstaters skulder togs över av den nationella nivån i slutet av 1700-talet och därmed förde Förenta Staterna mot en federal stat (se t ex Beck 2020). Det är förmodligen att dra alltför långtgående slutsatser, men det är uppenbart att det finns de som vill se uppgörelsen som ett avgörande steg som för EU i en riktning mot mer integration. Den franske presidenten Emmanuel Macron kommenterade uppgörelsen med att det var det viktigaste ögonblicket för Europa sedan skapandet av euron. Den nederländske premiärministern Mark Rutte kommenterade å andra sidan uppgörelsen med att det var en *one off*, ett exceptionellt beslut som krävdes i en särskild situation (France24 2020). Med så olika tolkningar av vad det är man har kommit överens om är det upplagt för framtida konflikter om vad beslutet egentligen innebär för EU:s långsiktiga utveckling.⁶

5. Slutord

I denna artikel har jag pekat på två områden där det skett mer genomgripande förändringar av hur den ekonomiska politiken bedrivs – Riksbankens beslut att inkludera köp av företagsobligationer i sin penningpolitiska arsenal och EU:s medlemsstaters beslut att låta EU-kommissionen skuldsätta sig för att via bidrag finansiera medlemsstaternas löpande utgifter. Båda besluten finns det förstås en del som talar för, med det finns också invändningar som behöver diskuteras.

Marknaden för svenska företagsobligationer visade tydliga tecken på marknadsmisslyckande under våren 2020, vilket motiverade ett ingripande från myndigheternas sida. Men det är svårt att se att den bästa formen för ett sådant ingripande skulle vara att centralbanken går in som köpare av obligationerna, i synnerhet när marknaden fungerar på ett tillfredsställande sätt. Det är en åtgärd som innebär att en oberoende myndighet påverkar allokeringen av företagskrediter och tar på sig en kreditrisk som ytterst bärs av skattebetalarna. En sådan utökning av centralbankens uppgifter borde åtminstone föregås av en ordentlig diskussion på politisk nivå om vad det är för uppgifter man vill att landets centralbank utför. Om man verkligen vill att den använder sin balansräkning för att förvärva riskfyllda privata tillgångar bör man också explicit besluta om att täcka eventuella kreditförluster med medel från statskassan. Men då uppstår frågan varför den oberoende centralbanken ska utföra denna uppgift på eget initiativ i stället för en myndighet under regeringen, som Riksgälden, baserat på ett uttryckligt beslut från riksdagen.

Beslutet om att i samband med coronakrisen ge EU-kommissionen rätt att skuldsätta sig för att finansiera medlemsstaters löpande utgifter gör det möjligt för kommissionen att stå för en del av finansieringen av välbehövliga finanspolitiska åtgärder som kan bidra till återhämtningen i hårt drab-

⁶ Det finns också olika tolkningar av vad man kom fram till vad gäller möjligheterna att neka bidrag till länder som rör sig bort från att vara en rättsstat, se t ex rapporteringen i *Financial Times* (2020).

bade och hårt skuldsatta EU-länder. Att dessa länder lyckas återhämta sig är ett starkt intresse för samtliga medlemsstater. Men frågan är om det bästa sättet att stödja en återhämtning i EU verkligen är att ge den överstatliga nivån befogenheter som medlemsstaterna hittills haft ensamrätt till, samtidigt som medlemsstaterna involveras i en tungrodd beslutsprocess om vilka av de andra medlemsstaternas utgifter som ska beviljas bidrag. Det finns en risk att åtgärden skapar ett prejudikat som leder till att lånefinansiering av löpande utgifter på EU-nivå normaliseras, vilket i så fall skulle föra EU i riktning mot en finanspolitisk union. Medan det finns brett stöd för en sådan utveckling bland väljarna i delar av EU, finns det knappast det i ett land som Sverige.

Det finns ett talesätt att man aldrig ska låta en kris gå till spillo, med innebörden att man då har möjlighet att genomföra saker som i normala fall är otänkbara.⁷ I en kris försvinner många av de spärar som vanligtvis hämmar genomgripande förändringar och verkar för *status quo*. Dessa spärar bottenar bl a i att olika grupper har motstridiga intressen. När genomgripande förändringar drivs igenom i en kris kan det vara en förändring som det finns goda skäl att genomföra, men som blockerats av de grupper som missgynnas av den. Men det kan också vara så att förändringen i första hand gynnar en viss grupps intressen på bekostnad av andra grupper, vars motstånd mot förändringen har försvagats i krisen. Det bidrar i så fall till att underminera förtroendet för beslutsprocesserna och i förlängningen för de institutioner som är berörda.

Det är inte uppenbart vilket av dessa fall som är mest relevant för de förändringar som jag har beskrivit här. Men det är något som borde diskuteras ordentligt så att vi inte bara *råkar* genomföra förändringar som påverkar hur den ekonomiska politiken bedrivs under lång tid framöver trots att *status quo* hade varit bättre.

Beck, T (2020), "A Hamiltonian Glimpse in Europe", *VoxEU*, 27 juli 2020, voxeu.org/content/hamiltonian-glimpse-europe.

Berger, H, G Dell'Ariccia och M Obstfeld (2019), "Revisiting the Economic Case for Fiscal Union in the Euro Area", CEPR Discussion Paper 13813.

Blanchard, O (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review*, vol 109, s 1197–1229.

Calmfors, L (2020), "Finanspolitik för ett starkare Sverige", i Eklund, K (red), *Finanspolitik för ett starkare Sverige, Omstartskommisionen*, Ekerlids Förlag, Stockholm.

Cecchetti, S och K L Schoenholtz (2020), "The Fed Goes to War: Part 2", blogginlägg 25 mars 2020, www.moneyandbanking.com/commentary/2020/3/25/the-fed-goes-to-war-part-2.

Çelik, S, G Demirtas och M Isaksson (2020), "Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy", OECD Capital Market Series, Paris, www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-and-Monetary-Policy.htm.

Darvas, Z (2020), "Having the Cake, But Slicing it Differently: How is the Grand EU Recovery Fund Allocated?", Bruegel blog post,

REFERENSER

⁷ Det är något oklart vem som ursprungligen myntade detta talesätt. Det tillskrivs ofta Winston Churchill men går förmodligen längre tillbaka än så. Emanuel Rahm sade "You never want a serious crisis go to waste" i en intervju med *Wall Street Journal* under den globala finanskrisen (Seib 2008).

23 juli 2020, www.bruegel.org/2020/07/having-the-cake-how-eu-recovery-fund/.

Didier, T, F Huneus, M Larrain och S L Schmukler (2020), "Financing Firms in Hibernation during the COVID-19 Pandemic", *Research & Policy Briefs* 30, World Bank Group, Washington DC, documents1.worldbank.org/curated/en/228811586799856319/pdf/Financing-Firms-in-Hibernation-During-the-COVID-19-Pandemic.pdf.

Europaparlamentet (2020), "Public Opinion in Times of Covid-19. Public Opinion Survey Commissioned by the European Parliament", EU juni 2020, www.europarl.europa.eu/at-your-service/files/be-heard/eurobarometer/2020/public_opinion_in_the_eu_in_time_of_coronavirus_crisis/report/en-covid19-survey-report.pdf.

Europeiska rådet (2020), "European Council Conclusions, 17-21 July 2020", Bryssel 21 juli 2020, www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf.

Federal Reserve (2020a), "Federal Reserve Announces Extensive New Measures to Support the Economy", pressmeddelande, 23 mars 2020, www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm.

Federal Reserve (2020b), "Periodic Report: Update on Outstanding Lending Facilities Authorized by the Board under Section 13(3) of the Federal Reserve Act", 7 september 2020, www.federalreserve.gov/publications/files/pdcf-mm1f-cpff-pmccf-smccf-talf-mlf-pp1f-msn1f-mself-mslpf-non1f-noclf-9-8-20.pdf#page=3.

Financial Times (2020), "EU Pandemic Recovery Package Stokes Rule-of-Law Dispute", 22 juli 2020, www.ft.com/content/83ba3c08-d73f-42c3-8d7d-b355746024af.

Finansinspektionen (2020), "FI vill se ökad transparens på företagsobligationsmarknaden", pressmeddelande, 11 september 2020, www.fi.se/sv/publicerat/nyheter/2020/fi-vill-se-okad-transparens-pa-foretagsobligationsmarknaden/.

France24 (2020), "EU Rescue Deal: 'The Most Important Moment in the Life of Our Europe,' Says Macron", 21 juli 2020,

www.france24.com/en/20200721-eu-rescue-deal-the-most-important-moment-in-the-life-of-our-europe-says-macron.

Gourinchas, P-O (2020), "Flattening the Pandemic and Recession Curves", i Baldwin, R och B Weder di Mauro (red), *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do What-ever It Takes*, CEPR Press, London.

Guida, V och K Mejdric (2020), "'The Balloon Might Pop': Fed's Corporate Intervention Spurs Anxiety", *Politico*, 16 juli 2020, www.politico.com/news/2020/07/16/fed-corporate-intervention-worry-365047.

Lian, W, A F Presbitero och U Wiriadinata (2020), "Public Debt and r - g at Risk", IMF Working Paper 20/137, Washington.

Regeringen (2020), "Budgetpropositionen för 2021 – jobba Sverige ur krisen tillsammans", pressmeddelande 21 september 2020, www.regeringen.se/pressmeddelanden/2020/09/budgetpropositionen-for-2021-jobba-sverige-ur-krisen-tillsammans/.

Seib, G F (2008), "In Crisis, Opportunity for Obama", *Wall Street Journal*, 21 november 2008, www.wsj.com/articles/SB122721278056345271.

Skingsley, C och A Breman (2020), "Riksbanken behöver en bred verktygslåda", *Svenska Dagbladet*, replik, 25 september 2020, www.svd.se/riksbanken-behoover-en-bred-verktygslada.

Sveriges riksbank (2020a), *Penningpolitisk rapport*, September 2020, www.riksbank.se/globalassets/media/rappporter/ppr/svenska/2020/200922/penningpolitisk-rapport-september-2020.pdf.

Sveriges riksbank (2020b), "Riksbanken inleder köpen av företagsobligationer i september", pressmeddelande, 1 september 2020, www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pressmeddelanden/pressmeddelanden/2020/riksbanken-inleder-kopen-av-foretagsobligationer-i-september/.

Österholm, P (2020), "Ge inte fria tyglar till Riksbanken", *Svenska Dagbladet*, debatt, 18 september 2020, www.svd.se/ge-inte-fria-tyglar-till-riksbanken.