

FÖRDJUPNING – Utländska centralbankers planer för en gradvis mindre expansiv penningpolitik

Under coronakrisen har centralbanker bedrivit en expansiv penningpolitik genom att hålla styrräntorna låga och, i många fall, genom att köpa såväl offentligt som privat emitterade värdepapper. Centralbankerna har köpt värdepapper för att göra penningpolitiken mer expansiv när styrräntorna bedömts vara vid eller nära sin effektiva nedre gräns. Ett annat syfte har varit att förbättra penningpolitikens effektivitet genom att stötta specifika kreditmarknader som fungerat dåligt. Centralbankernas innehav av värdepapper är nu stort. Hur innehaven utvecklas framöver kommer därför att påverka de globala finansiella förhållandena.

Många ekonomier har kommit långt i återhämtningen efter coronakrisen och de innehav av värdepapper som främst köpts i marknadsvårdande syfte har på flera håll redan avvecklats eller är under avveckling. I takt med att det ekonomiska läget fortsätter att förbättras aktualiseras frågan om vad centralbankerna kommer att göra med de stora obligationsinnehaven och sina styrräntor. Den information som centralbankerna hittills har kommunicerat har vissa gemensamma drag. Flera centralbanker har beslutat eller kommunicerat att det första steget är att sänka takten i obligationsköpen ("tapering") för att sedan under en tid hålla innehaven konstanta genom att återinvestera vid förfall. Några av centralbankerna räknar med att i nästa steg se till att styrräntan befinner sig en bit över sin effektiva nedre gräns innan de börjar minska obligationsinnehaven. Det finns också skillnader i centralbankernas agerande och planer, bland annat rörande köpen av privata tillgångar och hur avvecklingen av värdepappersinnehaven ska gå till.

Historiskt stora värdepappersinnehav och låga styrräntor

Många centralbanker, inklusive Riksbanken, har använt en rad olika penningpolitiska verktyg under coronakrisen. Generellt har centralbankerna sänkt sina styrräntor till nivåer där ytterligare sänkningar inte bedömts vara effektiva (se diagram 12 i kapitel 2). Dessutom har centralbankerna köpt betydande volymer värdepapper, med såväl offentliga som privata emittenter, för att hålla nere räntenivåer och underlätta genomslaget av penningpolitiken genom att motverka försämrad funktionalitet på specifika marknader som är viktiga för kreditförsörjningen i ekonomin. I liknande syfte skapade centralbankerna under fjolåret olika faciliteter för att underlätta tillgången

på likviditet på viktiga delar av de finansiella marknaderna. Sammantaget bedöms åtgärderna ha bidragit till den snabba återhämtningen i världsekonomin genom att förhindra att coronapandemins hårda slag mot ekonomin resulterade i en finansiell kris. En viktig del av detta har varit att säkerställa att tillgången till krediter till låga räntor varit god, trots den kraftiga störningen som pandemin innebar.

Centralbankernas innehav av värdepapper är nu mycket stora (se diagram 11 i kapitel 2) och inkluderar även olika typer av tillgångar. Vad de stora centralbankerna väljer att göra med sina värdepappersinnehav när de bedömer att penningpolitiken behöver göras mindre expansiv kan därför få betydande konsekvenser för räntenivåer och den ekonomiska utvecklingen globalt.

Flera verktyg är tillgängliga för att så småningom minska stimulanserna

Pandemins hämmande inverkan på de utvecklade ekonomierna börjar nu avta, sysselsättningen stiger och inflationen överstiger centralbankernas mål i flera länder. I det läget har de stora centralbankernas planer för en mindre expansiv penningpolitik hamnat i fokus hos marknadsaktörer och andra ekonomiska bedömare.

Centralbanker ställs i detta läge inför flera frågor och avvägningar, som till exempel hur förändringar av styrräntan och storleken på värdepappersinnehavet ska användas för att reglera hur expansiv penningpolitiken är. En annan fråga är hur stort innehavet bör vara på längre sikt och hur snabbt det ska tillåtas minska. Här kan också den återstående löptiden i centralbankens innehav påverka avvägningen. Om innehavet består av obligationer med en lång återstående löptid skulle försäljning kunna vara mer aktuell. Både i vilket skede och på vilket sätt en avveckling bör ske skulle dessutom kunna skilja sig åt mellan tillgångsslag. När en marknad åter fungerar väl kan till exempel värdepapper som främst köpts för att motverka en tillfällig störning på denna marknad komma att avvecklas tidigare och snabbare än värdepapper som köpts i syfte att sänka det allmänna ränteläget.¹⁸

Bank of England har i sin senaste penningpolitiska rapport tydligt redogjort för sin strategi för att gradvis minska den penningpolitiska stimulansen och preciserat i vilken ordning man bedömer att styrräntan kommer att höjas och värdepappersinnehavet minskas.¹⁹ Med hänvisning till att det med större säkerhet går att bedöma effekterna av förändringar i styrräntan än av förändringar i värdepappersinnehavet, och att det därtill är enklare och går snabbare att genomföra styrränteförändringar, räknar Bank of England med att höja styrräntan innan värdepappersinnehavet börjar avvecklas. Detta för att skapa utrymme att senare använda räntan för att motverka eventuella oväntade negativa effekter av att värdepappersinnehavet minskar eller om det uppstår andra störningar som kräver ytterligare stimulans. När Bank of England har höjt styrräntan till 0,5 procent är det sedan meningen att avvecklingen av värdepappersinnehavet ska påbörjas, initialt genom att man upphör med att återinvestera vid

¹⁸ För en översikt över möjliga skäl att i ett tidigt skede påbörja en minskning av värdepappersinnehav, se K. Forbes, "Unwinding Monetary Stimulus in an Uneven Economy: Time for a New Playbook?", augusti 2021, www.kansascityfed.org/documents/8341/Forbes_Unwinding_Stimulus_in_an_Uneven_Economy_final.pdf.

¹⁹ "Box A: The MPC's strategy for the mix of monetary policy instruments to deliver tighter policy", Monetary Policy Report, augusti 2021.

förfall. I ett senare skede, när styrräntan nått 1 procent, kan det bli aktuellt med en snabbare avveckling genom aktiv försäljning. Bank of England förväntar sig dock inte att sälja av mer än att balansräkningen förblir betydligt större än vad den var före finanskrisen.

Andra centralbankers strategier och planer

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve fortsätter för närvarande att nettoköpa (det vill säga utöka innehavet av) statsobligationer och bostadsobligationer. Man har däremot avslutat köpen och minskat innehaven av företagscertifikat och företagsobligationer samt räntebärande papper med kort löptid utgivna av delstater och lokala myndigheter.²⁰ Federal Reserve har uttryckt villkor som behöver vara uppfyllda för att man ska dra ner på sina nettoköp och ytterligare villkor för när det senare kan bli aktuellt att höja styrräntan (se också kapitel 2).²¹ I protokollet från det penningpolitiska mötet i juli framkom att Federal Open Market Committee (FOMC), som beslutar om penningpolitiken, diskuterade om ekonomin närmat sig målen för sysselsättning och inflation tillräckligt mycket för att det ska vara lämpligt att börja köpa värdepapper i långsammare takt.²² Kommittén diskuterade också om köpen av bostadsobligationer borde trappas ned snabbare än köpen av statsobligationer.

Federal Reserve har inte kommunicerat i vilket skede innehaven av statsobligationer och bostadsobligationer ska börja avvecklas. När detta senast var aktuellt, 2014, efter några år av återhämtning efter finanskrisen, förklarade man att flera höjningar av styrräntan skulle genomföras innan tillgångsportföljen skulle tillåtas minska.²³ Avvecklingen av tillgångsportföljen skulle ske genom förfall snarare än aktiv försäljning och man räknade med ett långsiktigt värdepappersinnehav som var betydligt mindre än det då rådande, men större än före den finansiella krisen. På lång sikt skulle innehavet främst vara inriktat mot statsobligationer, för att undvika en bestående inverkan på allokeringen av krediter mellan olika sektorer. Efter de nya värdepappersköp som vidtogs för att lindra de ekonomiska konsekvenserna av coronakrisen och den nyligen genomförda strategiöversynen har Feds kommunikation inte innehållit motsva-

²⁰ Köpen av företagscertifikat, företagsobligationer och räntebärande papper med kort löptid utgivna av delstater och lokala myndigheter genomfördes efter godkännande av, och i vissa fall med kapital från, det amerikanska finansdepartementet som sedermera meddelat att dessa godkännanden och stöd skulle upphöra vid olika tidpunkter under 2021.

²¹ Se tal av J. H. Powell, 27 augusti 2021, www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20210827a.htm.

²² Med nettoköp avses de totala köpen (bruttoköp) minus de förfall som äger rum under samma period. Nettoköp av en tillgång leder med andra ord till en ökning av innehavet av den tillgången. Med uttrycket "tapering" menas normalt en nedtrappning av nettoköpen och därmed en sänkning av takten med vilken innehavet ökar. En närmare beskrivning av FOMC-diskussionerna återfinns i protokollet från FOMC:s möte i juli 2021.

²³ "Policy Normalization Principles and Plans", daterad den 17 september 2014 med tillägg daterade den 18 mars 2015 och 13 juni 2017, www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomc_policynormalization.pdf.

rande tydliga indikationer på i vilket skede en eventuell minskning av värdepappersinnehavet ska inledas. Samtidigt har man gjort klart att det dröjer länge innan en första räntehöjning blir aktuell.²⁴

Den europeiska centralbanken (ECB) har två program för tillgångsköp: APP (Asset Purchase Programme) som initierades 2014 och PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) som initierades i mars 2020 för att lindra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin. Inom båda dessa program pågår fortfarande nettoköp av både offentliga och privata värdepapper. Inom ramen för PEPP räknar ECB med att nettoköpa värdepapper tills coronakrisen bedöms vara över och åtminstone till och med mars 2022. Vid septembermötet beslutade ECB att rekalkibrera månadsköpen till en lägre köptakt. Beträffande nettoköpen av tillgångar inom ramen för APP har ECB-rådet indikerat att man förväntar sig att avsluta dem strax innan styrräntorna börjar höjas. Värdepappersinnehavet under APP ska bibehållas under en längre tid efter att höjningar av styrräntorna har inletts. Förfall av det som köpts under PEPP ska återinvesteras till fullo åtminstone till slutet av 2023 och "utfasningen av PEPP-portföljen ska därefter hanteras så att den inte inverkar på den lämpliga penningpolitiska inriktningen".²⁵ Det är i dagläget alltså inte tydligt uttryckt vad detta kommer att innebära för PEPP-innehavet.

Bank of Canada har tidigare under året avslutat de program som varit avsedda att stödja funktionaliteten hos viktiga finansiella marknader, däribland ett program för köp av bostadsobligationer och företagspapper. Man köper alltjämt statsobligationer men takten i dessa köp har successivt trappats ned med hänvisning till en allt starkare ekonomi. I mars i år påpekade vice centralbankschefen Gravelle i ett tal att man räknar med att övergå från att nettoköpa statspapper till att upprätthålla innehavet genom att återinvestera vid förfall en tid innan man börjar höja styrräntan.²⁶

De stora centralbankerna bedriver en fortsatt expansiv penningpolitik

Få centralbanker har redogjort i någon större detalj för sina exakta planer eftersom den ekonomiska utvecklingen alltid är osäker och penningpolitiken behöver kunna anpassas till ny information. I det som kommunicerats går det dock att uppfatta vissa gemensamma drag när det gäller de stora obligationsinnehaven. Flera av centralbankerna är tydliga med att de ser framför sig en försiktig och gradvis hantering av dessa

²⁴ Exempelvis sade Federal Reserve-ordföranden Jerome Powell vid en presskonferens den 16 juni 2021 att det man nu fokuserar på är tillgångsköpen och att en första räntehöjning ligger en bra bit in i framtiden ("well into the future"), se www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20210616.pdf.

²⁵ Se ECB:s ekonomiska rapport, mars 2021, www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ecb/svenska/2021/ecbs-ekonomiska-rapport-mars-2021.pdf.

²⁶ Andra centralbanker har inte kommunicerat lika mycket om sina strategier och planer för värdepappersinnehavet på sikt men det kan vara värt att notera att Reserve Bank of Australia har sänkt takten i sina värdepappersköp med hänvisning till en starkare återhämtning; att Reserve Bank of New Zealand nyligen upphörde med sina tillgångsköp och har aviserat att styrräntehöjningar är på väg redan under det närmaste året; och att Norges Bank, som sänkte sin styrränta till 0 procent i samband med coronapandemin men inte haft något program för värdepappersköp, har kommunicerat att det snart kommer att vara lämpligt att höja styrräntan.

innehav. Initialt ska takten i nettoköpen minskas, vilket innebär att innehaven fortsätter att öka, om än i avtagande takt.²⁷ Vidare har de större centralbanker som tydligt kommunicerat något om saken, närmare bestämt ECB och Bank of England, indikerat att man räknar med att styrräntan ska höjas innan man låter obligationsinnehaven minska. Bank of England har tydliggjort att syftet med detta är att styrräntan ska ha hunnit höjas ytterligare en bit ovanför sin effektiva nedre gräns innan tillgångarna avvecklas så att man återfår möjligheten att använda just styrräntan för att vid behov justera penningpolitikens expansivitet. Vidare har de centralbanker som berört frågan om värdepappersinnehavets framtida storlek indikerat att de räknar med att det kommer att vara betydligt mindre på lång sikt än idag men större än före finanskrisen.

Samtidigt som det finns vissa gemensamma drag i det centralbankerna kommunicerat om hur de ser på värdepappersinnehavets utveckling framöver, så framträder också skillnader. Flera centralbanker har redan avslutat de köp av privata värdepapper som påbörjades under coronakrisen i marknadsvårdande syfte, såsom köpen av företagspapper. Men detta gäller inte alla – exempelvis köper ECB alltjämt en bred uppsättning offentliga och privata värdepapper. Det finns också tecken på att centralbankerna till viss del har olika planer för om värdepappersinnehaven alltid ska hållas till förfall eller om innehaven även kan minskas genom försäljningar. Det är naturligt att man kan komma till olika bedömningar i den här frågan, bland annat eftersom erfarenheterna av hur minskade innehav kommer att påverka ekonomierna är begränsade och eftersom de finansiella systemen har olika egenskaper i olika länder.

De många viktiga och svåra frågorna gör att det finns anledning att vänta sig mer diskussion och fler klargöranden om centralbankernas planer för styrräntor och värdepappersinnehav framöver.

²⁷ I forskningslitteraturen är det vanligen storleken på centralbankens innehav som är avgörande för hur värdepappersköpen påverkar räntor och i förlängningen ekonomin i stort. Se vidare J. Alsterlind, H. Erikson, M. Sandström och D. Vestin, "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", *Ekonomiska kommentarer* nr 12, 2015. I den mån det är innehavets andel av utestående stock som avgör expansiviteten så blir i praktiken även den utestående stockens utveckling betydelsefull – om statsskulden växer kan nettoköp krävas för att bibehålla graden av expansivitet. Själva köptakten kan ha betydelse för räntenivåer och därmed expansivitet även av andra skäl, i synnerhet på marknader med låg likviditet under stressade marknadsförhållanden. Ytterst är betydelsen av innehav respektive köptakter en empirisk fråga och här är faktaunderlaget inte så stort och definitiva slutsatser därför svåra att dra.