

■ Riksbankens kompletterande penningpolitiska åtgärder

Riksbankens direktion har beslutat att göra penningpolitiken mer expansiv. Om detta inte räcker för att inflationen ska stiga mot målet står Riksbanken beredd att snabbt göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Denna fördjupning beskriver mer ingående de olika åtgärderna som i första hand är aktuella. De består av ännu mer negativ reporänta, ytterligare köp av nominella statspapper och utlåning till företag via banker.

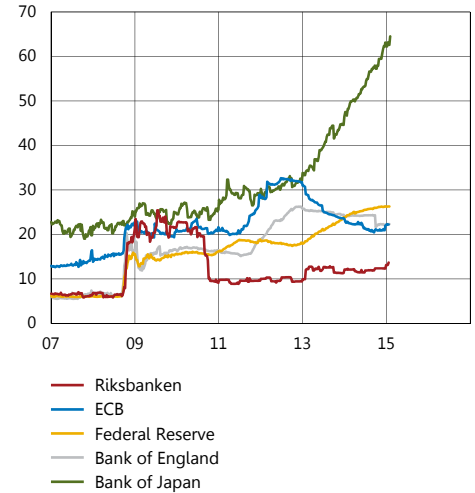
I omvärlden har många centralbanker använt olika typer av åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv, efter det att styrräntorna sänkts till nivåer som vanligen har betraktats som en nedre gräns. I slutet av januari beslutade till exempel ECB att utöka sitt program till att innefatta köp av statsobligationer motsvarande drygt 10 procent av euroområdet BNP. I Danmark och i Schweiz har den nedre gränsen för styrräntan bedömts vara vid negativ ränta och dessa centralbanker har sänkt räntan under noll. Olika centralbanker har alltså prövat olika åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv.¹⁵

Exakt vilka åtgärder som har vidtagits beror på vilka specifika problem man försökt åtgärda i de olika länderna. De åtgärder som en centralbank förfogar över för att bedriva penningpolitik när styrräntan är nära sin nedre gräns handlar i grund och botten om att öka den monetära basen, öka likviditeten i ekonomin, och att på olika sätt byta ut riskfyllda tillgångar mot säkra centralbankstillgångar. Åtgärder av detta slag innebär därför alltid en ökning av centralbankens balansomslutning (se diagram A1).

Eftersom den svenska ekonomin är liten och öppen kommer den att i vissa avseenden gynnas av en mer expansiv penningpolitik i vår omvärld. En starkare tillväxt i omvärlden gynnar exempelvis svensk export. Men samtidigt kan en mer expansiv penningpolitik utomlands leda till att kronan förstärks på ett sätt som gör att konjunkturåterhämtningen dämpas och att den redan låga inflationen i Sverige riskerar att bli ännu lägre under en tid.

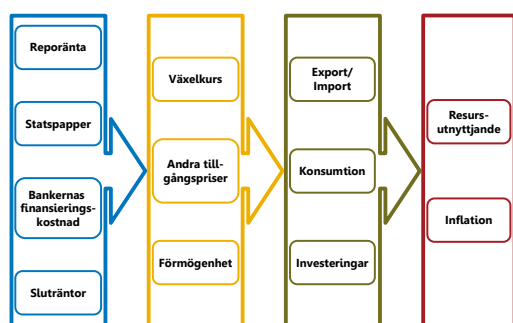
För att den låga inflationen ska stiga mot målet har Riksbanken sänkt reporäntan till $-0,10$ procent och beslutat att återställa räntorna för finjusterande transaktioner till reporäntan $\pm 0,1$ procentenheter. Riksbankens direktion har även beslutat att justera ned reporäntebanan något och köpa nominella statsobligationer till ett belopp av 10 miljarder kronor och med en löptid upp till fem år. Om penningpolitiken behöver bli ännu mer expansiv kan reporäntan och reporäntebanan komma att sänkas ytterligare. Utöver detta kan Riksbanken utöka köpen av statsobligationer och även införa ett program med utlåning till företag via banker. Alla dessa åtgärder kan vidtas snabbt, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. När dessa åtgärder ska sättas in och hur

Diagram A1. Centralbankers balansomslutning
Procent av BNP



Källor: Nationella centralbanker, Reuters EcoWin och Riksbanken

¹⁵ För en beskrivning av vad andra centralbanker gjort, se fördjupningen "Penningpolitik när styrräntan är nära noll" i PPR oktober 2014. Söderström, U. och Westermarck, A. "Penningpolitik när styrräntan är noll" *Penning- och Valutapolitik*, 2009 Sveriges riksbank beskriver i mer allmänna ordalag olika penningpolitiska åtgärder när styrräntan har nått sin nedre gräns.

Diagram A2. Den penningpolitiska transmissionsmekanismen

Källa: Riksbanken

kraffulla de ska vara beror dock på hur framförallt inflationen utvecklas. I denna fördjupning beskriver vi de åtgärder som Riksbanken nu inleder och som vid behov kan utökas om penningpolitiken behöver bli mer expansiv.

Hur skiljer sig kompletterande penningpolitiska åtgärder från penningpolitiken i normalfallet?

Den penningpolitiska transmissionsmekanismen beskriver hur en förändring av penningpolitiken påverkar inflationen och ekonomin i stort. Något förenklat kan transmissionsmekanismen delas upp enligt diagram A2.¹⁶

Riksbanken styr den allra kortaste marknadsräntan, dagslåneräntan, med hjälp av det penningpolitiska styrsystemet. Längre marknadsräntor beror mycket på förväntningar om framtida korta räntor, det vill säga förväntningar om framtida penningpolitik. Om en sänkning av reporäntan kompletteras med en nedrevidering av räntebanan brukar vanligtvis även längre marknadsräntor falla, vilket illustreras av det blå fältet i diagram A2. Lägre marknadsräntor innebär också att växelkursen försvagas under en tid och att förmögenheter ökar i värde (det gula fältet), då aktiekurser och obligationspriser stiger. Det påverkar efterfrågan i ekonomin och leder till att exporten ökar, liksom konsumtionen och investeringarna (det gröna fältet). Sammantaget ökar därmed resursutnyttjandet i ekonomin och löner och andra kostnader stiger så småningom. För att kompensera sig för högre kostnader behöver företagen höja priserna snabbare, vilket ger högre inflation. Den svagare växelkursen leder också direkt till högre inflation eftersom priserna på importerade konsumtionsvaror stiger snabbare.

När räntan sänkts till sin nedre gräns behövs ytterligare kompletterande penningpolitiska åtgärder om penningpolitiken behöver bli mer expansiv. Dessa åtgärder arbetar via transmissionsmekanismen i diagram A2, men tar sina respektive startpunkter på olika ställen.

Hur stort genomslag olika åtgärder kan väntas få beror på vilka delar av den vanliga transmissionsmekanismen som är aktiva under åtgärden. Ett viktigt syfte med kompletterande åtgärder är därtill att tydligt signalera att centralbanken vidtar tillräckliga åtgärder för att inflationsförväntningarna på sikt skall vara förenliga med inflationsmålet. Detta bidrar också till att inflationen stiger mot inflationsmålet.

Ytterligare sänkning av reporäntan

Riksbanken har nu beslutat att sänka reporäntan till -0,10 procent. Få centralbanker har tidigare haft negativa styrräntor och det är därför svårt att veta hur transmissionsmekanismen fungerar med negativa räntor. Sänkningar av reporäntan under noll, åtminstone om sänkningarna sammantaget inte är särskilt stora, bedöms ge liknande effekter som reporäntesänkningar då reporäntan är positiv, eftersom

¹⁶ Se även Hopkins et al. ("Den penningpolitiska transmissionsmekanismen", *Penning- och valutapolitik*, 2009, Sveriges riksbank) för en mer detaljerad beskrivning av den penningpolitiska transmissionsmekanismen.

samtliga kanaler i transmissionsmekanismen kan förväntas vara aktiva. Däremot finns det en osäkerhet i hur pass negativ reporäntan kan bli innan transmissionsmekanismen försvagas. Men **Riksbanken bedömer att reporäntan kan sänkas ytterligare från nuvarande nivå på -0,10 procent. Effekterna av den nuvarande räntesänkningen kommer att påverka Riksbankens bedömning av hur mycket reporäntan kan sänkas.**

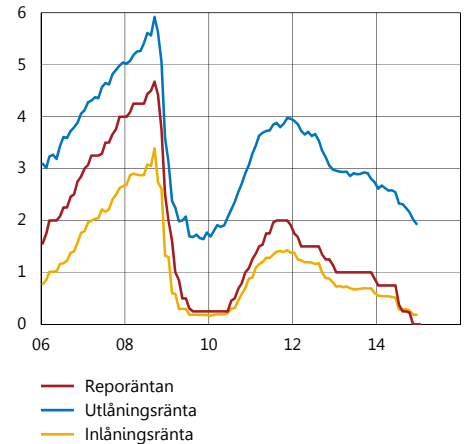
I enkla teoretiska modeller kan räntan inte vara negativ, eftersom hushåll och företag då hellre väljer att placera sitt sparande i kontanter, som inte ger negativ avkastning.¹⁷ I praktiken finns det dock kostnader för att hålla kontanter. De måste till exempel förvaras på ett säkert sätt och även den fysiska hanteringen medför kostnader. Det är därför mycket troligt att noll inte är en nedre gräns i praktiken.

I teorin finns inte något hinder för att marknadsräntorna följer reporäntan och blir negativa. Det svenska betalningssystemet är ett slutet system där banker antingen sätter in ett likviditetsöverskott hos Riksbanken eller lånar likviditet av Riksbanken. Det mesta av likviditetshanteringen mellan bankerna går dock till så att banker som har underskott lånar av banker som har överskott, och vice versa. Om räntorna på dessa transaktioner avviker för mycket från Riksbankens reporänta blir det förmånligt för en bank att istället låna eller sätta in likviditet i Riksbanken. De mycket korta marknadsräntorna tenderar därför att ligga nära reporäntan. Normalt följer därför bankernas in- och utlåningsräntor med när reporäntan förändras, även om det kan ske med viss eftersläpning (se diagram A3). När reporäntan nu sänks till -0,10 procent kan förstås bankerna i praktiken välja att inte införa negativa inlåningsräntor. Bankerna kan då behålla sin intjäning genom att inte sänka utlåningsräntorna i samma utsträckning som vanligt vid en reporäntesänkning. Det skulle i så fall innebära att den penningpolitiska transmissionen kan bli något svagare än normalt när reporäntan sänks under nollgränsen.

Transmissionsmekanismen kan även i viss utsträckning påverkas av att det sedan ett antal år tillbaka finns ett överskott av likviditet som bankerna lånar in i Riksbanken efter dagens slut. När reporäntan är negativ måste bankerna betala Riksbanken för denna insättning. Man ska dock komma ihåg att i början av 2000-talet rådde ett likviditetsunderskott i det svenska betalningssystemet, så i praktiken är det inte ovanligt att bankerna betalar Riksbanken för likviditet (se diagram A4). Med de överskott och med de räntenivåer vi har idag är det frågan om små belopp, framförallt när vi beaktar vinstläget i banksektorn. Men, ju större likviditetsöverskottet är, eller ju mer negativ reporäntan blir, desto större kostnad för bankerna.

Sammantaget talar resonemangen ovan för att reporäntan kan sänkas ytterligare under noll innan kostnaderna för banksystemet blir för stora och utgör något större problem för den penningpolitiska transmissionen. Även om genomslaget ut till hushållens inlåningsräntor skulle bli något mindre än normalt bedöms reporäntesänkningar

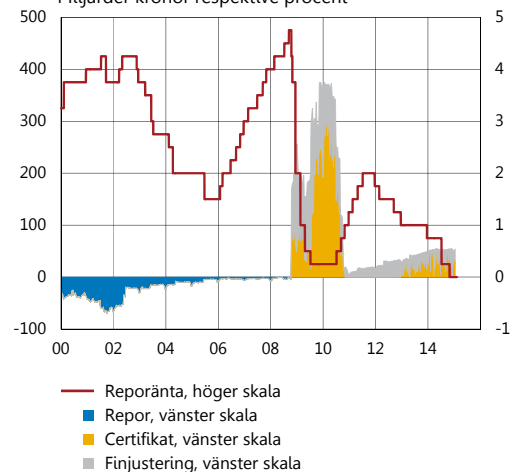
Diagram A3. Reporäntan och bankräntor
Procent



Anm. Ut- och inlåningsräntan avser nytecknade avtal. Inlåningsräntan är beräknad som bankernas genomsnittliga inlåningsränta medan utlåningsräntan avser MFI:s genomsnittliga utlåningsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A4. Bankernas placerings- och lånebehov hos Riksbanken, samt reporäntan
Miljarder kronor respektive procent



Anm: Negativa tal innebär att bankerna lånar likviditet av Riksbanken, positiva att bankerna lånar in.

Källa: Riksbanken

¹⁷ Se Söderström, U. och Westermark, A. "Penningpolitik när styrräntan är noll" *Penning- och valutapolitik*, 2009 Sveriges riksbank.

under noll få en tillräckligt stor effekt via de andra kanalerna i transmissionsmekanismen, till exempel då växelkursen bedöms bli svagare.

Köp av nominella statsobligationer

Riksbankens direktion har beslutat att köpa nominella statsobligationer på andrahandsmarknaden till ett belopp av 10 miljarder kronor i penningpolitiskt syfte, och är beredd att fortsätta köpa statsobligationer om penningpolitiken behöver göras mer expansiv. Riksbanken betalar för obligationerna genom att öka mängden likvida medel i ekonomin. Syftet med sådana köp är att sänka det allmänna ränteläget i ekonomin, bland annat genom den så kallade portföljkanalen.¹⁸ När räntan på säkra tillgångar faller som en följd av centralbankens köp av statsobligationer blir det mer attraktivt för investerare att söka sig till andra mer riskfyllda tillgångar som aktier och företagsobligationer. Köpen ökar likviditeten i ekonomin och på så sätt sprider sig de lägre räntorna på statsobligationer vidare till övriga delar av de finansiella marknaderna. Det lägre ränteläget bidrar i sin tur till att bankerna kan sänka räntorna för ut- och inlåning, vilket ökar företagens vilja att investera samtidigt som hushållen får större incitament att konsumera. Förmögenheten för både hushåll och företag ökar på grund av de högre tillgångspriserna som uppstått via portföljkanalen.

Sammantaget ökar den allmänna efterfrågan och kreditutbudet i ekonomin. När ekonomin stimuleras via en ökad allmän efterfrågan stiger så småningom inflationen, eftersom företagen kan ta ut högre priser och den lägre arbetslösheten pressar upp lönerna. Det finns många studier av de internationella erfarenheterna av köp av statsobligationer. Dessa studier tyder på att åtgärden kan ha relativt stora effekter på både den reala ekonomin och inflationen men det råder samtidigt en stor osäkerhet om effekterna.¹⁹

Riksbanken kan vid behov köpa ytterligare nominella svenska statsobligationer i penningpolitiskt syfte. Köpen skulle i första hand ske över löptider upp till 10 år. Riksgäldskontorets emissioner av nominella obligationer väntas uppgå till 77 miljarder kronor per år under 2015 och 2016. Nettouplåningen, det vill säga skillnaden mellan emissioner och förfall av obligationer, väntas bli 5 miljarder kronor under 2015. Avsikten är att Riksbankens köp ska vara betydande i förhållande till marknadens storlek.

Riksbankens köp ska ske vid auktioner där Riksbankens penningpolitiska motparter och Riksgäldskontorets återförsäljare av statsobligationer har möjlighet att delta. På sådant sätt blir prissättningen och fördelningen av Riksbankens transaktioner transparent för marknaden. I likhet med erfarenheterna i omvärlden väntas dessa köp påverka priserna på bostads- och företagsobligationer, men

¹⁸ Se exempelvis diskussionen i Bowdler, C. och Radia, A. "Unconventional monetary policy: the assessment", *Oxford Review of Economic Policy*, 2012 eller Chen, H., Cúrdia, V. och Ferrero, A. "The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 2011.

¹⁹ Se till exempel Weale, M. och Wieladek, T. "What are the macroeconomic effects of asset purchases", *External MPC Unit Discussion Paper* No. 42, Bank of England; Gertler, M. och Karadi, P. "QE 1 vs. 2 vs. 3...: A Framework for Analyzing Large-Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool", *International Journal of Central Banking*, 2012; och Christensen, J. H. E. och Krogstrup, S. "Swiss Unconventional Monetary Policy: Lessons for the Transmission of Quantitative Easing", *Federal Reserve Bank of San Francisco WP* 2014-18.

också priserna på andra tillgångar.²⁰ Utvärdering av åtgärden sker efter hand.

Utlåning till företag via banker

Centralbanker i omvärlden har även arbetat med kompletterande penningpolitiska åtgärder där centralbanken lånar ut till banker eller på andra sätt ser till att likviditet kommer ut i det finansiella systemet. Ibland har en sådan utlåning riktats till vissa sektorer i ekonomin, som har behövt särskild stimulans.²¹ Direkta lån utanför banksektorn är ofta juridiskt svåra för en centralbank att hantera. Därför har ett antal centralbanker infört program som syftar till att indirekt, via banker, låna ut till exempelvis företag. När åtgärderna riktas på det här sättet är det endast de delar i transmissionsmekanismen som går via företagen i diagram A2 som är aktiva. Det innebär att åtgärden kan förväntas ge mindre effekt på inflationen än via den vanliga transmissionsmekanismen. Medan köp av statspapper, via portföljkanalen, framförallt gynnar större företag som har tillgång till marknadsfinansiering kan riktade lån till företagen via bankerna mer direkt gynna små och medelstora företag, som i större utsträckning är beroende av bankerna för sin finansiering. Att stärka incitamenten för bankerna att öka sin utlåning till företagen kan därför sägas komplettera köp av statsobligationer och sänkning av reporäntan.

Riksbanken anser att ett program för utlåning till företag via banker kan användas som en kompletterande åtgärd. En sådan åtgärd skulle kunna innebära att Riksbanken initialt lånar ut exempelvis 100 miljarder kronor till bankerna med en löptid på fyra år. På ett sådant sätt skulle Riksbanken kunna bidra till att gynna en mer långsiktig utlåning till företagen. Precis som andra centralbanker som genomfört liknande åtgärder kommer Riksbanken vid ett sådant utlåningsprogram att följa upp att utlåningen till företagen verkligen ökar.²² Exakt hur Riksbanken lägger upp ett sådant program kommer att kommuniceras om det blir aktuellt.

Kostnader och risker förknippade med kompletterande penningpolitiska åtgärder

Riksbanken brukar normalt sett göra en vinst som betalas ut till svenska staten varje år. De senaste 25 åren har Riksbanken betalat in över 210 miljarder kronor till statskassan.

Riksbanken och banksystemet utgör ett slutet system, vilket innebär att de pengar som Riksbanken skapar för att köpa statsobligationer per automatik måste komma tillbaka till Riksbanken som inlåning. Denna inlåning sker till räntenivåer på eller mycket nära reporäntan. När Riksbanken köper statsobligationer och utökar sin balansräkning kommer dock förluster att uppstå om räntorna börjar

²⁰ Till exempel kan aktiepriser och även bostadspriser stiga.

²¹ ECB har till exempel genomfört utlåning som exkluderar lån till hushåll för bostadsköp och Bank of England riktar numera sitt "Funding for Lending Scheme" till små och medelstora företag.

²² Bank of England har en sådan uppföljning i sitt "Funding for Lending Scheme" och ECB i sitt TLTRO-program.

stiga mer än vad som förväntades när köpen gjordes.²³ Ju större köp som görs desto större blir också förlusten.

Att Riksbanken gör en förlust behöver dock inte innebära något samhällsekonomiskt problem, även om det betyder att vinstbetalningarna till staten minskar. Detta eftersom den förbättrade ekonomiska situationen, som följer av en mer stimulerande penningpolitik, samtidigt kommer att leda till ökade skatteintäkter och minskade utgifter för exempelvis arbetslöshetsersättning. Den totala nyttan av köpen, inklusive att inflationsmålet uppfylls, blir på så vis sammantaget större än kostnaden.

Även om ett syfte med de åtgärder som diskuteras här är att uppnå ett ökat risktagande är det viktigt att komma ihåg att de samtidigt kan leda till ett alltför stort risktagande bland finansiella aktörer, icke-finansiella företag och hushåll.²⁴ Därmed finns det en risk för att det finansiella systemets motståndskraft mot störningar minskar, vilket också har beaktats vid utformningen av åtgärderna. Detta understryker vikten av att utvärdera de olika åtgärderna efter hand.

Riksbanken är beredd att utöka stimulansen om det behövs

Utöver de åtgärder som beskrivs i denna fördjupning finns ett antal ytterligare åtgärder som Riksbanken kan använda för att inflationen ska nå målet på 2 procent.²⁵ Det kan till exempel handla om köp av olika typer av värdepapper och interventioner på valutamarknaden. Exakt vilka ytterligare åtgärder som kan komma i fråga beror dock på situationen. De åtgärder som har diskuterats i denna fördjupning kan snabbt sättas in, eller utökas i omfattning, om det behövs. Erfarenheterna från vår omvärld visar att förutsättningarna kan förändras snabbt. Ytterst är det förutsättningarna för inflationen som kommer att avgöra om åtgärderna sätts in och hur kraftfulla de ska vara.

²³ För en utförligare diskussion om Riksbankens vinst och balansräkning, se af Jochnick, K. "Måste Riksbanken gå med vinst? Utmaningar för Riksbankens finansiering", tal januari 2015, Sveriges riksbank.

²⁴ För en mer utförlig diskussion om dessa effekter av expansiva centralbanksåtgärder, se Finansiell stabilitetsrapport 2014:2.

²⁵ Se diskussionen i fördjupningen "Penningpolitik när styrräntan är nära noll", Penningpolitisk rapport, oktober 2014.