

## FÖRDJUPNING – Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken

Penningpolitiken i Sverige är idag, liksom i många andra länder, mycket expansiv. Detta har bidragit till en stark konjunktur och till att inflationen nu är nära målet. Penningpolitiken bedöms bli mindre expansiv framöver, vilket också avspeglas i prognosen för reporäntan. Då uppstår frågor om hur Riksbankens innehav av statsobligationer kommer att utvecklas på sikt, och hur höjningar av reporäntan kommer att samspela med förändringar i innehavet. Riksbankens övergripande strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken liknar den som har valts av andra centralbanker. Strategin innebär att Riksbanken först avslutar nettoköpen av statsobligationer, medan återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i tillgångsportföljen fortsätter. Därefter, när penningpolitiken gradvis ska bli mindre expansiv, höjs reporäntan långsamt, medan återinvesteringarna fortsätter. När reporäntan har höjts till en lämplig nivå kan återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar trappas ned eller avslutas, så att Riksbankens innehav av statsobligationer minskar när obligationerna förfaller. På lång sikt bör innehavet vara mindre än idag, men exakt hur stort det kommer att vara beror på flera faktorer som är svåra att bedöma idag.

### Penningpolitiken väntas bli mindre expansiv på sikt

Sedan februari 2015 har Riksbanken sänkt reporäntan från noll till -0,50 procent, genomfört omfattande köp av statsobligationer och även kommunicerat en beredskap att vid behov intervensera på valutamarknaden. Förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen återinvesteras tillsvidare för att penningpolitiken ska förbli mycket expansiv.

I ett historiskt perspektiv är detta en ovanlig penningpolitik. Syftet är dock detsamma som med vanliga penningpolitiska åtgärder: att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och att stödja den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Men att uppfylla de penningpolitiska målen är speciellt utmanande när både det allmänna globala ränteläget och inflationen är låga, eftersom penningpolitiken då begränsas av att det finns en nedre gräns för styrräntan.<sup>6</sup> Detta är en viktig anledning till att Riksbanken och flera andra centralbanker sedan finanskrisens början 2008 även har vidtagit kompletterande penningpolitiska åtgärder, såsom köp av olika finansiella tillgångar.

Det ekonomiska och penningpolitiska läget har dock gradvis förändrats till det bättre. Det har under 2017 kommit ytterligare tecken på att konjunkturuppgången i omvärlden fortsätter. I Sverige är resursutnyttjandet högt och inflationen nära målet. Liksom Riksbanken bedriver de större centralbankerna i omvärlden alltså en expansiv

penningpolitik, men de befinner sig i olika penningpolitiska faser. Federal Reserve i USA avslutade sina nettoköp av tillgångar hösten 2014 och har sedan december 2015 inlett en serie räntehöjningar. I oktober 2017 började Federal Reserve att gradvis minska sitt tillgångsinnehav. Den europeiska centralbanken (ECB) har å andra sidan annonserat att man fortsätter med sina tillgångsköp åtminstone till och med september 2018.

Denna fördjupning beskriver på ett övergripande sätt de olika strategier och planer som kommunicerats av Federal Reserve och ECB. Därefter beskrivs Riksbankens övergripande strategi för en gradvis normalisering av den svenska penningpolitiken.

### Flera strategiska frågor att ta ställning till

När penningpolitiken ska normaliseras och göras mindre expansiv behöver centralbankerna ta ställning till en rad frågor. En fråga gäller hur stort innehav av finansiella tillgångar centralbanken behöver på lång sikt för att effektivt och ändamålsenligt kunna genomföra penningpolitiken. Om innehaven ska minskas jämfört med dagens nivåer, behöver centralbankerna också ta ställning till hur detta ska gå till. Eftersom de finansiella tillgångar som centralbankerna huvudsakligen har köpt (obligationer) förfaller vid löptidens slut är ett sätt att minska tillgångsinnehavet att helt enkelt sluta återinvestera förfall och kupongbetal-

<sup>6</sup> För en tidigare beskrivning av vilka åtgärder andra centralbanker har vidtagit, se fördjupningen "Penningpolitik när styrräntan är nära noll" i Penningpolitisk rapport oktober 2014. U. Söderström, och A. Westermark, "Penningpolitik när styrräntan är

noll", *Penning- och valutapolitik* 2009:2, Sveriges Riksbank, beskriver i mer allmänna ordalag olika penningpolitiska åtgärder när styrräntan har nått sin nedre gräns.

ningar. På så sätt kommer innehavet att minska automatiskt utan ytterligare beslut från centralbanken.<sup>7</sup> En alternativ strategi är att aktivt sälja av tillgångar.

En annan fråga rör i vilken ordning de olika instrumenten bör användas: ska centralbanken först höja styrräntan och därefter minska innehavet, eller är den omvända ordningen mest lämplig? Eller ska båda verktygen användas parallellt? En relaterad fråga rör om det är förändringar i styrräntan eller förändringar i tillgångsinnehavet som kommer att vara det huvudsakliga penningpolitiska verktyget på sikt.

Rent tekniskt finns det förstås många olika sätt och sekvenser av beslut för att göra penningpolitiken mindre expansiv. För att normaliseringen ska fortlöpa på ett smidigt sätt kan det dock vara önskvärt att på förhand vara tydlig med hur penningpolitiken förväntas utvecklas under de närmaste åren.

### **Federal Reserve har länge signalerat hur man planerat att normalisera penningpolitiken**

Bland de stora centralbankerna har Federal Reserve, som redan har tagit konkreta steg mot en mindre expansiv penningpolitik, varit mest tydlig om vilken strategi man tänker använda när penningpolitiken normaliseras.<sup>8</sup>

Till att börja med har Federal Reserve kommunicerat att man på längre sikt inte avser att inneha mer finansiella tillgångar än vad som krävs för att genomföra penningpolitiken på ett effektivt och ändamålsenligt sätt. Innehavet kommer därför att vara avsevärt mindre än under de senaste åren, men större än före den finansiella krisen. För att minimera påverkan på allokeringen av krediter mellan olika sektor kommer innehavet främst bestå av statsobligationer.

Vad gäller ordningen för de olika verktygen har Federal Reserve tidigare annonserat att man skulle fortsätta att återinvestera alla förfall i tillgångsportföljen tills höjningarna av styrräntan var "på god väg".<sup>9</sup> Man valde alltså att börja höja räntan innan avvecklingen av tillgångarna hade inletts. En anledning till att göra så är att centralbanken då kan använda sitt vanliga instrument (styrräntan) för att anpassa penningpolitiken om avvecklingen av tillgångar skulle orsaka osäkerhet och en alltför snabb åtstramning av de finansiella förhållandena, eller om andra störningar i ekonomin skulle inträffa.

När styrräntan väl bedöms befinna sig på lämpligt avstånd från den nedre gränsen finns det i stort sett två typer av penningpolitiska strategier som kan övervägas.<sup>10</sup> En

strategi är att utnyttja balansräkningen som ett oberoende andra verktyg, som kompletterar styrränteförändringar, till exempel genom att sälja av de tillgångar som centralbanken köpt. En alternativ strategi är att bara använda styrräntan som ett aktivt verktyg för penningpolitiken, medan balansräkningen får en passiv roll, till exempel genom att de tillgångar som köpts tillåts förfalla vid löptidens slut. Federal Reserve har tidigare kommunicerat, och nu börjat tillämpa, den senare strategin. Man har också kommunicerat att avsikten är att låta tillgångsportföljen vara ett passivt penningpolitiskt instrument även på sikt.

Federal Reserve framhåller också att man är beredd att anpassa detaljerna i sin strategi om så skulle anses nödvändigt mot bakgrund av den ekonomiska och finansiella utvecklingen.

### **ECB har kommunicerat färre detaljer**

ECB har varit mindre detaljerad i sin kommunikation om hur penningpolitiken kan komma att normaliseras. Man har betonat att inflationsutvecklingen och det allmänna ekonomiska läget avgör när och hur penningpolitiken normaliseras.<sup>11</sup>

Det ECB officiellt har kommunicerat handlar framför allt om hur länge penningpolitiken förväntas vara expansiv. Tillgångsköpen förväntas fortlöpa till slutet av september 2018 eller längre om så skulle behövas, och åtminstone till dess ECB bedömer att inflationen stiger mot inflationsmålet. ECB har även kommunicerat att viktiga styrräntor förväntas ligga kvar på nuvarande nivå under en längre tid, och långt efter att nettoköpen av tillgångar har avslutats.<sup>12</sup> Det senare är i linje med Federal Reserves kommunikation och åtgärder.

ECB har vidare indikerat att styrräntan på sikt kommer att återgå till att vara det huvudsakliga penningpolitiska instrumentet. ECB har dock inte sagt om man i likhet med Federal Reserve avser att ge balansräkningen en passiv roll, till exempel genom att låta de tillgångar som köpts förfalla vid löptidens slut.

Vad gäller ECB:s långsiktiga planer för balansräkningen har man kommunicerat att sammansättningen och storleken på centralbankens balansräkning på lång sikt innehåller begränsad information om penningpolitiken, eftersom

<sup>7</sup> En variant av denna strategi är att återinvestera en viss andel av förfall och kupongbetalningar för att låta innehavet minska mer gradvist.

<sup>8</sup> Se Board of Governors of the Federal Reserve System, "Policy Normalization Principles and Plans", pressmeddelande, 17 september 2014; och Board of Governors of the Federal Reserve System, "Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans", pressmeddelande, 14 juni 2017.

<sup>9</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, "Federal Reserve Issues FOMC Statement", pressmeddelande, 16 december 2015.

<sup>10</sup> L. Brainard, "Transitions in the Outlook and Monetary Policy", tal vid John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Cambridge, Massachusetts, 2 mars 2017.

<sup>11</sup> Se till exempel M. Draghi, "Monetary policy and the economic recovery in the euro area", och P. Praet, "Calibrating unconventional monetary policy", tal vid The ECB and Its Watchers XVIII Conference, Frankfurt am Main, 6 april 2017.

<sup>12</sup> M. Draghi, Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, 20 november 2017.

styrräntan i normala tider är det huvudsakliga penningpolitiska instrumentet.<sup>13</sup> ECB har också betonat att balansräkningen på sikt kan behöva vara större än före den finansiella krisen, till exempel om centralbanken behöver bredda styrsystemet till andra räntor eller andra motparter.<sup>14</sup>

### Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken

Riksbankens direktion gör vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle en bedömning av vilken bana för reporäntan och vilka andra eventuella kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Vilken sekvens av penningpolitiska åtgärder som är lämplig bestäms, liksom för ECB och Federal Reserve, således av normala överväganden om vad som är bäst för att stabilisera inflationen kring inflationsmålet samt produktion och sysselsättning kring långsiktigt hållbara banor.

Jämfört med de stora centralbankerna behöver en centralbank i en liten öppen ekonomi som den svenska i högre grad ta hänsyn till andra centralbankers agerande. Om Riksbankens penningpolitik tydligt avviker från omvärldens skulle kronans växelkurs kunna påverkas kraftigt, vilket i sin tur skulle kunna föra med sig negativa effekter på både inflationen och tillväxten i svensk ekonomi. Detta talar för att låta valet av långsiktig strategi för Sverige ta intryck av vilken strategi andra centralbanker väljer.

Exakt hur penningpolitiken så småningom ska göras mindre expansiv är svårt att planera i detalj. Men Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken kan översiktligt åskådliggöras i fem olika faser (se figur A1). I fas 1 görs penningpolitiken fortfarande mer expansiv. I fas 2 avslutas nettoköpen av tillgångar. Fas 3 och framför allt fas 4 är faser där penningpolitiken gradvis görs mindre expansiv. Fas 5 är ett normalläge på längre sikt. De olika fasernas respektive längd är dock inte förutbestämd utan bestäms av hur ekonomin utvecklas. Och i praktiken är gränserna mellan faserna inte nödvändigtvis skarpa, utan penningpolitiken kan gradvis gå från en fas till en annan. Dessutom kommer penningpolitiken som vanligt att anpassas efter ekonomin, och det kan inte uteslutas att den under normaliseringsperioden kan behöva göras mer expansiv.

Riksbankens strategi innebär att nettoköpen av statsobligationer avslutas först, medan återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i tillgångsportföljen fortsätter (fas 2 i figur A1). På så sätt förblir penningpolitiken mycket expansiv. Förfall i Riksbankens obligationsportfölj sker dock i stora steg, ungefär var 18:e månad. För att undvika köp av mycket stora volymer under en kort period

kan återinvesteringar därför behöva jämnas ut över en längre period, och kan även inledas före förfallet.

Därefter, när penningpolitiken gradvis ska bli mindre expansiv, höjs reporäntan långsamt, medan återinvesteringarna fortsätter (fas 3 i figur A1).

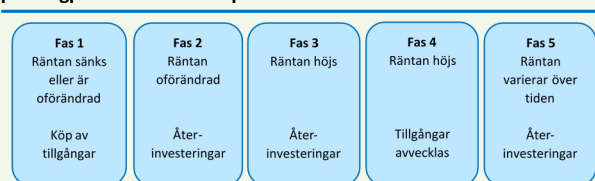
Direktionen bedömer att Riksbankens innehav av statsobligationer på längre sikt bör vara mindre än dagens nivå. Riksbanken äger idag drygt 40 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer, och det är rimligt att innehavet på sikt minskar till en lägre nivå. Exakt hur stort innehavet kommer att vara beror dock på ett antal faktorer som nu är svåra att bedöma, till exempel vilken storlek på bankernas likviditetsöverskott mot Riksbanken som är lämplig för att Riksbanken ska kunna implementera penningpolitiken på ett effektivt sätt.

När reporäntan har höjts till en lämplig nivå kan återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar trappas ned eller avslutas, så att Riksbankens innehav av statsobligationer minskar när obligationerna förfaller (fas 4 i figur A1). På så sätt minskar tillgångsinnehavet och storleken på Riksbankens balansräkning på ett förutsägbart sätt. Medan innehavet minskar kommer penningpolitiken att justeras främst genom förändringar av reporäntan.

På längre sikt kan återinvesteringarna komma att återupptas så att obligationsinnehavet hålls på en önskvärd nivå (fas 5 i figur A1). Riksbanken bedömer att reporäntan även på längre sikt kommer att vara det huvudsakliga penningpolitiska verktyget för att stabilisera inflationen kring inflationsmålet samt produktion och sysselsättning kring långsiktigt hållbara banor.

Det är förstas osäkert hur snabbt reporäntan kan komma att höjas och innehavet av statsobligationer minskas. Riksbanken kommer att anpassa detaljerna kring normaliseringen av penningpolitiken allteftersom ekonomin utvecklas. Och om de ekonomiska förutsättningarna så kräver kan penningpolitiken återigen göras mer expansiv.

Figur A1. Stilerad bild av en strategi för att gradvis göra penningpolitiken mindre expansiv



<sup>13</sup> Se ECB, "The role of the central bank balance sheet in monetary policy," Economic Bulletin Issue 4, June 2015.

<sup>14</sup> Se V. Constâncio, "The future of monetary policy frameworks", föreläsning vid Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisbon, 25 maj 2017.