

FÖRDJUPNING

Penningpolitik under nollränta

I scenarierna med oförändrad arbetskostnad i kapitel 3 kan traditionell penningpolitik inte användas i önskvärd utsträckning för att stimulera ekonomin eftersom styrräntan har nått sitt golv. Riksbanken kan då i stället ta till olika okonventionella penningpolitiska åtgärder. Riksbanken kan till exempel öka sitt innehav av olika räntebärande papper och göra direkta uppköp av statsobligationer. Man kan också tillfälligt övergå till en svag, fast växelkurs.⁸⁸ Denna fördjupning diskuterar effekterna av okonventionella åtgärder.

Konjunkturinstitutets bedömning är att det inte genomförs okonventionella penningpolitiska åtgärder som påtagligt stimulerar efterfrågan. Simuleringarna i kapitel 3 utgår därför från att penningpolitiken inte kan bli mera expansiv när styrräntan har sänkts maximalt⁸⁹.

KREDITLÄTTNADER

Redan under hösten 2008 började många centralbanker inklusive Riksbanken att tillämpa okonventionella åtgärder för att stimulera kreditgivningen. Centralbanker har köpt olika finansiella tillgångar och underlättat handeln med dem samtidigt som de har fungerat som garant för att det finns avsättning för de finansiella instrumenten framöver. Detta bidrar till att riskerna på de finansiella marknaderna uppfattas som lägre och riskpremierna faller. När riskpremierna faller så blir det billigare för banker och andra finansinstitut att låna pengar för att finansiera sin verksamhet. Därmed förbättras också i regel tillgången på krediter. De räntor som hushåll och företag får betala innehåller också en premie för risk. När riskerna uppfattas som mindre tenderar även räntorna som hushåll och företag möter att sjunka.

Från hösten 2008 har bankernas möjligheter att låna från centralbankerna utökats i många länder. Riksbanken har exempelvis gett ut lån på längre löptider, med andra säkerhetskrav och till flera banker än tidigare. Både i juli och i september i år utfärdade Riksbanken ett ettårslån till fast ränta.⁹⁰ Effekten av detta är osäker men det kan ha bidragit till något lägre långa räntor.

⁸⁸ Se Svensson, L. "Penningpolitik vid nollränta", tal hos SNS, 17 februari 2009, www.riksbank.se.

⁸⁹ Konjunkturinstitutet bedömer att Riksbanken inte kommer att sänka räntan under 0,25 procent.

⁹⁰ Se "Den 13 juli erbjuder Riksbanken lån i svenska kronor till fast ränta", pressmeddelande nr. 72, 9 juli 2009, Sveriges riksbank.

KVANTITATIVA LÄTTNADER

Expansiv penningpolitik i form av kvantitativa lättnader innebär i första hand att centralbanken köper statsobligationer på öppna marknaden och därmed ökar mängden pengar i ekonomin.

Kvantitativa lättnader kan stimulera ekonomin på flera sätt. För det första förses banksystemet med mer likviditet. Förhoppningen är att detta ska öka bankernas utlåning till hushåll och företag, vilket stimulerar konsumtion och investeringar. Efterfrågan i ekonomin ökar och därmed ökar den förväntade inflationstakten. Det är dock inte självklart att sådana åtgärder har önskad effekt. Exempelvis ledde kvantitativa lättnader i Japan till att den japanska monetära basen⁹¹ ökade med nästan 300 procent mellan 1993 och 2003 medan bankernas utlåning endast ökade marginellt och den förväntade inflationen var fortsatt låg. Motsvarande utveckling kan man se i Storbritannien där bankernas reserver har ökat i takt med penningmängden medan utlåningen till företag och hushåll inte ökar i samma utsträckning.⁹²

Kvantitativa lättnader kan också påverka långa räntor. När centralbanken går in och köper statsobligationer med lång löptid så ökar efterfrågan på statsobligationer. När efterfrågan ökar stiger priset och räntan faller. När Bank of England under våren 2009 inledde sina massiva uppköp av statsobligationer föll de brittiska långräntorna initialt med ungefär en halv procentenhet. Under de följande månaderna kröp dock långräntorna tillbaka upp, liksom skillnaden gentemot till exempel tyska långa räntor. Om ränteuppgången berodde på att åtgärderna var ineffektiva eller på något annat är dock svårt att veta. Det är därför oklart vilken effekt kvantitativa lättnader hittills har haft på de långa räntorna i Storbritannien.

Rent teoretiskt sett skulle ekonomin kunna stimuleras genom att centralbanken köper statsobligationer direkt av staten för att finansiera statens löpande utgifter. Detta verkar orealistiskt eftersom det skulle skada trovärdigheten för finanspolitiken och penningpolitiken. Att finansiera ett budgetunderskott via sedelpressarna strider dessutom mot internationella regleringar.⁹³

ANDRA SÄTT ATT ÖKA DEN FÖRVÄNTADE INFLATIONEN

Det grundläggande problemet med nollränta och låga inflationsförväntningar är att realräntan blir för hög även när den nominella räntan ligger nära noll. Utmaningen för centralbanken är

⁹¹ Monetär bas definieras som utelöpande sedlar och mynt, bankernas inlåning i centralbanken och centralbankscertifikat.

⁹² Se "Trends in lending, August 2009", Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/monetary/trendsinlending.htm>.

⁹³ Att centralbanken ger regeringen tillgång till sedelfinansiering är en åtgärd som diskuteras bland akademiker (se Flodén, M., "Global nollräntepolitik", inlägg på Ekonomistas.se, 3 mars 2009). Bland annat Maastrichtfördraget innehåller förbud mot detta.

därmed att höja den förväntade inflationen så att realräntan blir lägre. En teoretiskt möjlig lösning på problemet är att centralbanken tillfälligt går över till en fast, svag växelkurs. Vidare kan inflationsmålet tillämpas på ett sådant sätt att målet om 2 procent inflation gäller den genomsnittliga inflationen över en längre period snarare än varje enskilt år.⁹⁴

En svag växelkurs driver upp inflationen dels genom att priserna på importerade varor stiger, dels genom att efterfrågan ökar när svenska produkter blir billigare jämfört med utländska produkter. I praktiken skulle det dock vara politiskt känsligt att medvetet försvaga växelkursen och därigenom försöka öka de svenska företagens konkurrenskraft på andra länders bekostnad.

En annan möjlig åtgärd är att sikta på att uppnå 2 procent inflation över en längre period snarare än att sikta på 2 procent inflation under varje enskilt år. Att inflationen är så låg under den nuvarande recessionen skulle då medföra att den sedan kan tillåtas vara högre än inflationsmålet under nästa konjunkturuppgång. Då skulle Riksbanken inte behöva höja styrräntan så snabbt när ekonomin tar fart igen, vilket skulle ge lägre långräntor redan i dag. Därigenom kan penningpolitiken stimulera ekonomin trots att styrräntan inte kan sänkas ytterligare.

I dagsläget verkar det inte troligt att den rörliga växelkursen överges eller att tillämpningen av inflationsmålet ändras. Det faktum att sådana åtgärder existerar och i princip kan tas till vid behov kan i sig ha en stabiliserande effekt på inflationsförväntningarna.

SLUTSATSER

Det är inte troligt att okonventionella penningpolitiska åtgärder som påtagligt stimulerar efterfrågan kommer att genomföras. Olika kreditlättnader för att lindra finanskrisens effekter, framför allt på företagets tillgång på krediter, har genomförts under 2008 och 2009. Men sannolikheten för att de väsentligt stimulerar efterfrågan ytterligare under 2010–2012 är liten. Kvantitativa lättnader tycks ha små effekter på ekonomin. Att Riksbanken tillfälligt skulle gå över till en svag, fast växelkurs eller sikta på att uppnå inflationsmålet under en längre period är osannolikt. Simuleringarna i kapitel 3 utgår därför från att penningpolitiken inte blir mera expansiv när styrräntan redan har sänkts till 0,25 procent.

⁹⁴ Se Svensson, L., "Penningpolitik vid nollränta", tal hos SNS, 17 februari 2009, www.riksbank.se.