

## FÖRDJUPNING

### Normalisering av penningpolitiken i euroområdet

Sedan finanskrisen bröt ut 2008 har ECB använt flera penningpolitiska medel utöver styrräntan för att förstärka den monetära stimulansen i ekonomin och därmed styra inflationen mot målet att den ska vara under men nära 2 procent. Utmärkande för perioden efter finans- och statsskuldskrisen är att styrräntan har varit noll eller nära noll ett antal år utan att inflationen kommit upp till målet (se diagram 134 och diagram 135). Behovet av att göra penningpolitiken mer expansiv ledde till att ECB införde ett omfattande program för tillgångsköp som bidrog till en kraftigt utökad balansräkning för centralbanken (se diagram 134 och diagram 136).<sup>43</sup> Tillgångsköpen bedöms ha haft en dämpande effekt på de långa marknadsräntorna och på så vis stimulerat efterfrågan i ekonomin. I takt med att sviterna av finanskrisen börjat klinga av och realekonomin och inflationen har börjat återhämta sig, uppkommer frågeställningar kring hur penningpolitiken kan normaliseras. Dessa frågor diskuteras i denna fördjupning.

#### VARFÖR TILLGÅNGSKÖP OCH UTÖKAD BALANSRÄKNING?

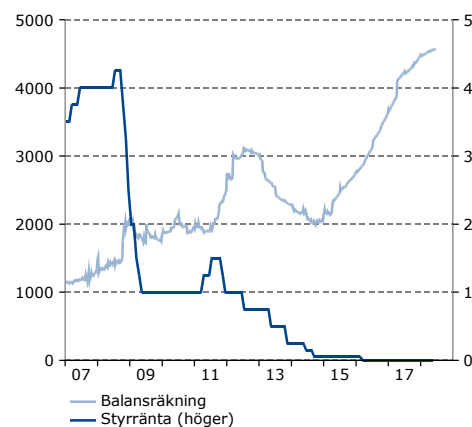
De okonventionella metoderna som implementerats på många håll i världen, inte minst i euroområdet, har haft flera syften. De första åtgärdsprogrammen som ECB genomförde inriktades främst på att öka likviditeten i det finansiella systemet eftersom det uppkom stora likviditetsproblem i inledningen av finanskrisen. Det gjordes genom utökade möjligheter för bankerna att låna hos centralbanken genom exempelvis lån med längre löptider och med lägre krav på säkerheter. Även olika program för tillgångsköp infördes. Viktigast var ECB:s lansering 2012 av ett utökat program för köp av enskilda euroländers statsobligationer för att förhindra spekulation att något land skulle vara tvunget att lämna eurosamarbetet.<sup>44</sup> Några år senare när varken inflationen eller ekonomin tog fart, trots att styrräntan var nära noll, började ECB att föra en penningpolitik med kvantitativa lättnader.

<sup>43</sup> Även många andra centralbanker har använt sig av så kallade okonventionella metoder i form av omfattande tillgångsköp och en växande balansräkning. Förutom det har exempelvis negativa räntor använts i flera europeiska länder och Japan. I Japan har centralbanken också hållit de 10-åriga statsobligationsräntorna nära noll.

<sup>44</sup> Det så kallade OMT programmet (outright monetary transactions). Det innebär att ECB åtog sig att inter文enera på andrahandsmarknaden för statsobligationer för att motverka överdrivna ränteuppgångar. Detta under förutsättning att det berörda landet hade tillgång till marknadsfinansiering, hade ansökt om stödlån från nödfaciliteten ESM och uppfyllde de villkor som förelåg för att nödlånet skulle utbetalas.

**Diagram 134 ECB balansräkning och styrränta**

Miljarder euro, veckovärden respektive procent, månadsvärden



Källor: ECB, Macrobond och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 135 Konsumentpriser i euroområdet**

Årlig procentuell förändring, månadsvärden



Källor: Eurostat och Macrobond.

Kvantitativa lättnader innebär att centralbanken köper obligationer på den öppna marknaden för att pressa ner längre räntor och därmed göra penningpolitiken mer expansiv i syfte att styra inflationen mot målet.<sup>45</sup> Det är främst tre kanaler genom vilka tillgångsköpen verkar. Den första är portföljbalanskanalen vilken innebär att centralbankens köp av obligationer begränsar utbudet av obligationer för andra investerare vilket i sin tur tenderar att leda till ett högre pris på dessa obligationer och därmed lägre ränta. Det medför att investerare söker sig till andra marknader med högre avkastning och högre risk vilket tenderar att minska avkastningen även på dessa tillgångar. Signaleringskanalen är den andra och innebär att köpen signalerar att styrräntan kan komma att hållas på en låg nivå en lång tid framöver, vilket kan ges ökad trovärdighet av att centralbanken annars skulle kunna göra betydande förluster på obligationsinnehavet. En tredje kanal är osäkerhets- eller riskpremiekanalen. Centralbankens köp kan minska osäkerheten om ekonomins utsikter vilket sänker riskpremier och leder till stigande tillgångspriser och fallande räntor.<sup>46</sup>

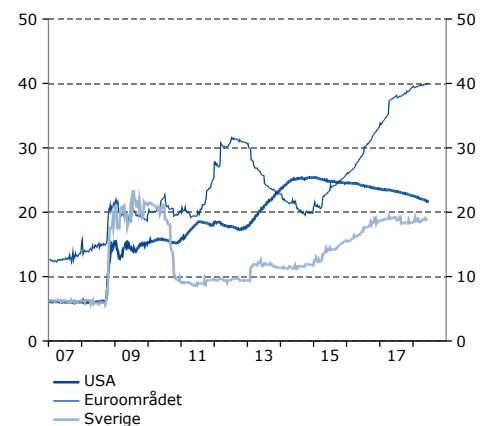
De högre obligationspriserna ökar dessutom marknadsvärdet på bankernas existerande obligationsinnehav och stärker därmed bankernas balansräkningar. Detta bidrog till en minskad systemrisk i banksektorn och kan ha bidragit till att underlätta den penningpolitiska transmissionen i euroområdet. När de okonventionella metoderna infördes var den generella uppfattningen att de skulle vara förhållandevis kortlivade, men ECB nettoköper fortfarande tillgångar i penningpolitiskt syfte och balansräkningen fortsätter att expandera (se diagram 136).

#### UTVECKLING AV CENTRALBANKENS BALANSRÄKNING

Till följd av de olika åtgärder som har vidtagits efter finanskrisen har ECB:s balansräkning i stora drag fördubblats i nominella termer sedan 2007 (se diagram 134). I början av juni 2018 uppgick balansräkningen till drygt 4 500 miljarder euro eller ca 40 procent av BNP (se diagram 136).<sup>47</sup> De första åren efter krisen ökade balansräkningen främst till följd av likviditetsstöd till banksystemet. Därefter ökade den till följd av tillgångsköp. Mellan 2012 och 2014 föll dock balansräkningens storlek eftersom banker betalade tillbaka lån från centralbanken (se diagram 134). En liknande utveckling med kraftigt utökad balansräkning efter

**Diagram 136 Några centralbankers balansräkning**

Procent av BNP, veckovärden



Källor: Lokala källor, Macrobond och Konjunkturinstitutet.

<sup>45</sup> Förutom köp av statsobligationer köper ECB även företagsobligationer i viss utsträckning.

<sup>46</sup> Se fördjupningen "Effekter av centralbankers tillgångsköp" i Konjunkturläget december 2017.

<sup>47</sup> BNP i euroområdets 19 länder, löpande pris, säsongsrensade värden.

finansskrisen kan också ses för centralbankerna i exempelvis USA, Japan och Sverige. Frågan om hur och när penningpolitiken ska normaliseras är således inte unik för ECB.

#### **MOT MINDRE EXPANSIV PENNINGPOLITIK**

ECB har fortfarande negativ inlåningsränta och fortsätter att utöka balansräkningen genom tillgångsköp. Delvis som en effekt av den förda penningpolitiken har tillväxten i euroområdet tagit fart och inflationen har stigit något.<sup>48</sup> Resursutnyttjandet är nu ungefär normalt för euroområdet i stort och ekonomin går emot en mild högkonjunktur.<sup>49</sup> Inflationen har stigit sedan 2016, men den är fortsatt lägre än ECB:s mål att inflationen ska vara under men nära två procent (se diagram 135). ECB har dock påpekat att risken för en påtagligt lägre inflation nu har minskat.

#### **ECB HAR TRAPPAT NER NETTOKÖPEN AV TILLGÅNGAR**

I april 2017 minskade ECB nettoköpen av tillgångar från 80 miljarder euro i månaden till 60 miljarder i månaden. Från början av 2018 minskades beloppet ytterligare till 30 miljarder per månad. Samtidigt återinvesterar dock ECB kuponger och förfallna obligationer, så bruttoköpen blir högre. Nedtrappningen av nettoköpen tillsammans med återinvesteringarna gör att ECB:s balansräkning fortsätter att öka, men långsammare än tidigare. Om inflationen utvecklas som ECB önskar sig, det vill säga att den stiger uthålligt mot inflationsmålet, har de indikerat att tillgångsköpen kan minskas till återinvesteringar av förfallna obligationer och kuponger.<sup>50</sup> Balansräkningens storlek kommer då att hållas oförändrad. ECB indikerar för närvarande att nettoköpen ska pågå åtminstone till och med december 2018, men från och med oktober 2018 med en halvering av månadsköpen till 15 miljarder. ECB planerar även att fortsätta med återinvesteringar en lång tid efter att nettoköpen har upphört.<sup>51</sup>

<sup>48</sup> För effekter av kvantitativa lättnader se fördjupningen "Effekter av centralbankers tillgångsköp" i Konjunkturläget december 2017.

<sup>49</sup> Återhämtningen har dock kommit olika långt i de olika euroländerna.

<sup>50</sup> Se Praet, P., "Monetary policy in a low interest rate environment", tal 6 juni 2018, Berlin.

<sup>51</sup> Se "Penningpolitiska beslut", pressmeddelande 14 juni, ECB.

## MÖJLIGA VÄGAR FÖR NORMALISERINGEN

Som en följd av den förestående normaliseringen av penningpolitiken har en diskussion uppkommit om hur kombinationen av höjd styrränta och en nedtrappning av de okonventionella åtgärderna kan komma att se ut. ECB kan välja olika strategier för normaliseringen av penningpolitiken. En strategi kan vara att börja med att höja styrräntan, vilket sedan följs av en minskning av balansräkningen. En annan strategi kan vara att göra precis tvärtom, det vill säga att man börjar med att minska balansräkningen innan styrräntan börjar höjas. En tredje strategi är att höja styrräntan samtidigt som balansräkningen minskas.<sup>52</sup> Den amerikanska centralbanken, Fed, är inne i en normaliseringsfas sedan en tid tillbaka. Därför kan deras agerande tjäna som exempel för ECB. Fed trappade ner nettoköpen av tillgångar gradvis tills dess att de helt upphörde i oktober 2014. Därefter höll Fed balansräkningen konstant i tre år genom återinvesteringar. En långsam räntehöjningsfas inleddes i december 2015. Först i oktober 2017, efter att styrräntan hade höjts fyra gånger, började Fed minska balansräkningen i långsam takt (se diagram 136). Till en början lät centralbanken kuponger och förfall för som mest 10 miljarder amerikanska dollar per månad förfalla utan att de återinvesterades.<sup>53</sup> Detta tak, på 10 miljarder USD, har ökat med 10 miljarder dollar varje kvartal och ska enligt Feds plan fortsätta att öka till dess att det når 50 miljarder dollar mot slutet av 2018. Taket kommer finnas kvar till dess att FOMC bedömer att balansräkningen har nått en lämplig nivå för att bedriva penningpolitiken effektivt. Att centralbanken inte säljer av tillgångar utan snarare bara låter dessa förfalla är mer förutsägbart och kan ge en mer gradvis normalisering. Inga större marknadsoroligheter har heller följt på den amerikanska normaliseringsprocessen sedan 2014. Det kan bland annat bero på att Fed tidigt var ute och beskrev processen som väntade och därigenom minskade osäkerheten på marknaden.<sup>54</sup> Oavsett vilken strategi som väljs är det sannolikt att ECB tidigt kommunicerar metoden innan de börjar normalisera penningpolitiken.

<sup>52</sup> Det finns olika sätt att minska balansräkningen på. Man kan sälja av delar eller hela innehaven omedelbart, eller så kan man göra en gradvis neddragning genom att hålla obligationerna i portföljen till förfall. En än mer gradvis anpassning är att återinvestera endast en del av förfallen eller bara sluta att återinvestera kupongförfall.

<sup>53</sup> Se exempelvis Monetary Policy Report, februari 2018, Board of Governors of the Federal Reserve System.

<sup>54</sup> Det blev dock oroligt på marknaden 2013 när Fed började avisera att de skulle minska köpen av tillgångar.

## NYA PENNINGPOLITISKA FÖRUTSÄTTNINGAR

Normaliseringen av centralbankers penningpolitik kan påverkas av att nya utmaningar har dykt upp för penningpolitiken sedan finanskrisen. Ett varaktigt lågt inflationstryck och låga neutrala jämviktsräntor kan göra att konventionell penningpolitik, som bedrivs med styrräntor, inte räcker för att upprätthålla centralbankers penningpolitiska mål. Studier visar att den neutrala jämviktsräntan är lägre än tidigare.<sup>55</sup> Detta innebär att en låg styrräntenivå nu är mindre expansiv än vad samma styrräntenivå hade varit före krisen när den neutrala jämviktsräntan var högre. Det innebär också att utrymmet för att kunna sänka styrräntan relativt jämviktsräntan i en konjunkturedgång blir mindre än tidigare. Risken för att styrräntan framöver behöver sänkas till noll, eller lägre, kan därför ha ökat. Det gör att centralbanker kan behöva använda okonventionella penningpolitiska metoder som komplement till styrräntor även i framtiden. Okonventionella metoder kan med andra ord bli konventionella.<sup>56</sup>

En annan ny utmaning rör storleken på balansräkningen. Det finns argument både för och emot att centralbankers balansräkningar i normala tider ska vara större framöver än vad de var före finanskrisen. Ett argument som talar emot är att en centralbank som har stora tillgångsinnehav på balansräkningen riskerar att drabbas av förluster. Dessa förluster kan leda till lägre eller uteblivna utdelningar till staten och att centralbankens egna kapital minskar. Det skulle kunna ge upphov till oönskad kritik från allmänhet och politiker och till och med leda till politisk inblandning som kan hota centralbankens oberoende.<sup>57</sup> Ett annat mer generellt argument är att en större balansräkning hos en centralbank kan leda till en önskan hos politiker att utnyttja resurserna på ett visst sätt, och då minska centralbankens oberoende.<sup>58</sup> För ECB finns det en särskild risk med att den köpt stora mängder statsobligationer utställda av euroländer med stora budgetunderskott och stora statsskulder. Dessa köp har troligen sänkt kostnaderna för att finansiera budgetunderskott i de medlemsländerna och därmed minskat dessa länders incitament att genomföra nödvändiga, men kanske impopulära, reformer som skulle

<sup>55</sup> Se exempelvis: Holston, Laubach och Williams (2017) "Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants" WP 2016-11, Federal Reserve bank of San Francisco, Rachel, L. och T. Smith (2015) "Secular drivers of the global real interest rate", WP 571, Bank of England eller fördjupningen "Ny lägre bedömning av realräntor på längre sikt", Konjunkturläget, mars 2017.

<sup>56</sup> Detta gäller också för exempelvis användandet av negativa räntor och gäller inte bara för ECB utan även för de flesta andra centralbanker.

<sup>57</sup> Se BIS 87th Annual Report.

<sup>58</sup> Se Plosser, C. (2017) "The risks of a fed balance sheet unconstrained by monetary policy", Economics working paper 17102, Hoover Institution.

leda till sundare offentliga finanser.<sup>59</sup> Detta kan göra att ECB hamnar i ett dilemma när den ska normalisera sin penningpolitik och att statsobligationsräntorna i dessa länder stiger. ECB:s tillgångsköpsprogram kunde inledas först efter ett domstolsbeslut eftersom köpen lätt kan uppfattas som monetär finansiering, vilket inte är tillåtet.<sup>60</sup>

Det finns även flera argument i debatten för att i normala tider ha en större balansräkning än före krisen. Ett skäl som har framförts är att en stor balansräkning kan öka den finansiella stabiliteten.<sup>61</sup> Det finns en stark efterfrågan från den privata sektorn på säkra, likvida och kortfristiga tillgångar och centralbanken har en unik förutsättning att erbjuda just detta.<sup>62</sup> Genom att behålla en relativt stor balansräkning kan centralbanken öka utbudet av säkra, statligt garanterade kortfristiga tillgångar i ekonomin vilket minskar risken för att det annars kan uppstå brist på sådana tillgångar.<sup>63,64</sup>

Reaktionerna på marknaderna är ofta svåra att förutse och effekterna av stigande räntor kommer troligen att variera mellan de olika euroländerna. Problem liknande de som uppstod i samband med eurokrisen kan ånyo blossa upp i vissa länder, till exempel genom budgetproblem, ökad osäkerhet om uthålligheten i de offentliga finanserna på grund av ränteuppgången eller förnyade problem för banker i vissa länder.<sup>65</sup> Det finns även risk för stigande långräntedifferenser mellan länderna i euroområdet

<sup>59</sup> Se Beck, G. och V. Wieland, "How to normalize Monetary Policy in the Euro Area", Institute for Monetary and Financial Stability, Goethe University, WP no. 115 (2017).

<sup>60</sup> ECB följer noga förbudet mot monetär finansiering genom att inte köpa på primärmarknaden.

<sup>61</sup> Se Greenwood, Hanson and Stein, "The Federal Reserves balance sheet as a financial-stability tool", Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas city (2016).

<sup>62</sup> För Sverige bedömer Riksgäldskontoret dock att Riksbankens köp av obligationer har bidragit till en minskad likviditet på obligationsmarknaden. Risken med detta är enligt Riksgälden att marknaden blir illikvid och att investerare därför väljer att lämna marknaden.

<sup>63</sup> Se exempelvis: Constâncio, V., "The future of monetary policy frameworks", Lecture at the Instituto Superior de Economia e Gestão, Lissabon, 25 maj 2017, Bernanke, B., "Should the fed keep its balance sheet large?", Brookings, 2 september 2016 eller "Hur stor bör Riksbankens balansräkning vara i framtiden?", Anförande Vice Riksbankschef Martin Flodén, Swedish House of Finance, 2018-04-13.

<sup>64</sup> Ett annat argument för att ha kvar tillgångar på balansräkningen i åtminstone något högre utsträckning än förut är att det kan höja beredskapen att kunna agera i särskilda situationer genom att den upprätthåller marknadsexpertis och kunskap om marknaden på centralbanken och att avtal och system är på plats, se "Hur stor bör Riksbankens balansräkning vara i framtiden?", Anförande Vice Riksbankschef Martin Flodén, Swedish House of Finance, 2018-04-13.

<sup>65</sup> Låga räntor och flacka avkastningskurvor minskar affärsbankernas lönsamhet, Se Borio, C. m.fl., "The influence of monetary policy on bank profitability", Working papers no 514, BIS, oktober 2015.

med risk för spekulation och kapitalflykt. Detta skulle exempelvis kunna uppstå vid marknadstvivels om ett lands möjlighet eller vilja att följa budgetreglerna i den monetära unionen. Vid normaliseringen måste ECB således agera försiktigt och gradvis så att inte löptidspremier och därmed de längre marknadsräntorna drivs upp alltför hastigt.<sup>66</sup>

#### **VAD HAR ECB INDIKERAT OM DEN FÖRESTÅENDE NORMALISERINGEN?**

ECB har poängterat att en kommande normalisering av penningpolitiken beror av inflationens utveckling och överväganden om hur inflationsmålet bäst uppnås på medellång sikt.<sup>67</sup> ECB har indikerat hur normaliseringsprocessen kommer att se ut. Planen är att först minska nettoköpen av obligationer till noll, vilket ECB antar kommer att ske vid årsskiftet.<sup>68</sup> Därefter ska de hålla stocken av värdepapper konstant en lång tid efter det att nettoköpen har upphört (och så länge det behövs), det vill säga att de fortsätter återinvestera förfallna obligationer och kuponger. ECB har i sin kommunikation också aviserat att styrräntan fortsätter att behållas oförändrad långt efter det att nettoköpen har avslutats.<sup>69</sup> ECB har också indikerat att de förväntar sig oförändrade styrräntor åtminstone till efter sommaren 2019 och i alla fall så länge som det behövs. Enligt ECB bidrar deras stock av tillgångar med lång löptid till ett nedåtryck på långa räntor, framför allt genom lägre löptidspremier. De långfristiga marknadsräntorna hålls alltså tillbaka även efter att nettoköpen upphört.<sup>70</sup> Ett argument för att minskningen av balansräkningen ska ske gradvis och passivt, det vill säga hålla tillgångarna till förfall, är att det ökar förutsägbarheten och minskar risken för stora svängningar på marknaden.<sup>71</sup> Det förväntas ta många år för ECB att fasa ut den uppdrivna balansräkningen. Om ECB slutar att återinvestera och passivt låter obligationerna löpa ut skulle det ta

<sup>66</sup> Ett klassiskt exempel på att det är svårt för en centralbank att kontrollera vad som händer med långa räntor är från 1994 när Fed försiktigt började höja styrräntan och de långa räntorna ökade mycket snabbt.

<sup>67</sup> Se exempelvis Draghi, M., "Monetary Policy in the euro area" tal 14 mars 2018 vid The ECB and its watchers XIX conference.

<sup>68</sup> Se "Penningpolitiska beslut", pressmeddelande 14 juni, ECB.

<sup>69</sup> Se Praet, P., "Assessment of quantitative easing and challenges of policy normalization", tal 14 mars 2018 vid The ECB and its watchers XIX conference.

<sup>70</sup> Se Praet, P., "Economic developments in the euro area", tal 9 april 2018 vid European Finance Forum, Frankfurt.

<sup>71</sup> Se "How should the ECB 'normalise' its monetary policy?", Bruegel, Monetary Dialogue nov 2017, in-depth analysis for the ECON Committee.

30 år innan balansräkningen är på nivån som rådde före krisen.<sup>72</sup>  
Som andel av BNP bedöms det ta 14 år till balansräkningen är  
tillbaka till nivån som rådde före krisen.<sup>73</sup>

---

<sup>72</sup> Se "How should the ECB 'normalise' its monetary policy?", Bruegel, Monetary Dialogue nov 2017, in-depth analysis for the ECON Committee.

<sup>73</sup> ECB har dock indikerat att det inte är säkert att balansräkningen på sikt ska tillbaka till nivån före krisen, till exempel om man måste bredda styrsystemet till andra räntor eller motparter. Se Constâncio, V., "The future of monetary policy frameworks", Lecture at the Instituto Superior de Economia e Gestão, Lissabon, 25 maj 2017.