

KI-KOMMENTAR

Kvantitativa lättnader och monetär finansiering – lika men ändå olika

Mikaela Bolin
Göran Österholm

Konjunkturinstitutet
Fleminggatan 7, Box 12090
102 23 Stockholm

Dnr 2021-236
KI 2021:15 ver 2

26 augusti 2021



Innehåll

Kvantitativa lättnader och monetär finansiering – lika men ändå olika.....	3
Inledning.....	3
Kvantitativa lättnader görs i penningpolitiskt syfte	4
Exempel: Centralbanken köper statsobligationer från en pensionsfond.....	6
Centralbanken håller statsobligationerna till förfall	8
Monetär finansiering av finanspolitik	8
Olika typer av monetär finansiering	9
Kan kvantitativa lättnader bli indirekt monetär finansiering?	11
Skillnader mellan kvantitativa lättnader och indirekt monetär finansiering	11
Kvantitativa lättnader som blir indirekt monetär finansiering	12
Risker med indirekt monetär finansiering.....	12
Monetär finansiering kan leda till en för expansiv finanspolitik	12
Målkonflikten mellan monetär finansiering och prisstabilitet kan skada förtroendet för centralbanken	13
Expansiv finanspolitik och skadat förtroende för centralbanken kan leda till okontrollerad inflationsökning	13
Sammanfattning.....	14
Referenser	15

KI-kommentarer är korta analyser om relevanta frågor för Konjunkturinstitutet. En KI-kommentar har beretts av namngivna medarbetare på Konjunkturinstitutet. KI-kommentarer är en publikation som Konjunkturinstitutet ansvarar för.

Kvantitativa lättnader och monetär finansiering – lika men ändå olika

Centralbankers kvantitativa lättnader, där köp av statsobligationer ingår, och regeringars lånefinansierade finanspolitik har om de genomförs samtidigt många likheter med monetär finansiering. Monetär finansiering av finanspolitiken är när centralbanken permanent finansierar statens budgetunderskott med nyskapade pengar. I denna kommentar beskrivs kvantitativa lättnader och monetär finansiering samt likheter och skillnader dem emellan. Dessutom diskuteras risker med att kvantitativa lättnader skulle kunna övergå i, eller börja uppfattas som, monetär finansiering. Diskussionen visar bland annat på vikten av att centralbanker upprätthåller allmänhetens förtroende för att de ska klara av att uppfylla prisstabilitetsmålen (vanligen inflationsmål).

Inledning

Under covid-19-pandemin har många regeringar sjösatt omfattande finanspolitiska stimulanspaket samtidigt som centralbankerna köpt stora mängder statsobligationer på andrahandsmarknaden, där det senare ofta benämns kvantitativa lättnader.¹ Statsobligationerna ges ut av staten för att låna pengar av allmänheten och centralbankerna köper statsobligationerna för att påverka ränteläget och upprätthålla de penningpolitiska målen. De obligationer centralbankerna köper finansieras vanligen med nyskapade pengar. Det kan därför ses som att centralbanken indirekt finansierar statens lån med nya pengar. Detta liknar det som brukar kallas för monetär finansiering, men det är inte samma sak. Syftet med monetär finansiering av finanspolitiken är att permanent finansiera hela eller delar av statens budgetunderskott med centralbankens nyskapade pengar.

Centralbanker i många länder har det senaste decenniet, inte bara under pandemin, genomfört kvantitativa lättnader i penningpolitiskt syfte för att stimulera den aggregerade efterfrågan i ekonomin och därigenom få upp inflationen mot respektive centralbanks prisstabilitetsmål (vanligen inflationsmål).² Det beror bland annat på att internationella neutrala räntor har fallit under flera decennier, vilket inneburit att styrräntorna i många ekonomier numera är nära sin nedre gräns.³ De låga styrräntorna och det faktum att många länder har höga statskulder, tilltagande budgetunderskott till följd av covid-19-pandemin, relativt svag trendmässig BNP-tillväxt och inflation under inflationsmålet har lett till att frågan om monetär finansiering av finanspolitiken blivit aktuell.⁴ Monetär finansiering har historiskt ofta förknippats med epoker med skenande inflation och varierande inflationstakt, vilket riskerar att destabilisera realekonomin.⁵ Det finns dock inga historiska exempel på monetär finansiering där

¹ Kvantitativa lättnader kommer av den engelska benämningen quantitative easing (QE) och kan innefatta även andra tillgångar än statsobligationer.

² Se till exempel fördjupningen "Effekter av centralbankers tillgångsköp" i Konjunkturinstitutet (2017).

³ För en beskrivning av utvecklingen av de neutrala räntorna se exempelvis fördjupningen "Ny, lägre bedömning av realräntor på tio års sikt" i Konjunkturinstitutet (2019).

⁴ Se till exempel De Grauwe och Diessner (2020) och Galí (2020).

⁵ Se till exempel Feldberg och Lawson (2020) som även betonar att flertalet fall av monetär finansiering skett i samband med krig. Se även Meltzer (2005) för en detaljerad beskrivning av 'the great inflation' i USA 1965-1984.

centralbanken samtidigt fört en oberoende penningpolitik med tydligt inflationsmål vilket numera är en vanlig penningpolitisk regim.⁶ Samtidigt har argument lyfts såsom att kvantitativa lättnader i realiteten kan kallas för monetär finansiering och att dörren till ett aktivt samarbete mellan finanspolitiken och penningpolitiken genom dessa åtgärder redan öppnats på glänt.⁷

Med monetär finansiering finns risken att allmänheten tappar förtroendet för att centralbankerna kan bedriva en oberoende penningpolitik vilket kan försvåra centralbankernas möjligheter att förhindra skenande inflation. Sammanfattningsvis pekar denna kommentar på vikten av att centralbanker upprätthåller allmänhetens förtroende för att klara av att uppfylla prisstabilitetsmålen.

Kvantitativa lättnader görs i penningpolitiskt syfte

Många centralbanker med prisstabilitet som mål för penningpolitiken köper idag statsobligationer och andra tillgångar på marknadsmässiga villkor på andrahandsmarknaden, så kallade kvantitativa lättnader. Syftet med kvantitativa lättnader är att minska stress på specifika marknader under kriser eller att uppnå generellt sänkta räntenivåer på främst långa räntor.⁸ Sänkta räntor stimulerar efterfrågan i ekonomin och därmed motverkas alltför låg inflation. Centralbankers viktigaste verktyg för att stimulera eller strama åt ekonomin är styrräntor, som främst påverkar korta räntor. Styrräntorna är dock nära noll procent eller strax därunder i många länder. Att sänka styrräntorna ytterligare kan, trots en räntesänkning, leda till en oönskad åtstramning av de finansiella förhållandena eller andra negativa effekter på det finansiella systemet.⁹ Därför använder centralbankerna kvantitativa lättnader som ett komplement till att sänka styrräntor. Kvantitativa lättnader introducerades av flera centralbanker efter finanskrisen 2008.¹⁰ Sedan inledningen av covid-19-pandemin har flera centralbanker ytterligare ökat sina innehav av bland annat statsobligationer, vilket har bidragit till att centralbankernas totala tillgångar ökat (se diagram 1).

⁶ Se Feldberg och Lawson (2020), de noterar dock att ett antal länder, bland annat Storbritannien, öppnade för möjligheten för centralbanker att aktivt finansiera finanspolitiska underskott till följd av covid-19-pandemin.

⁷ Se till exempel Ryan-Collins och Van Lerven (2018) och SEB (2020).

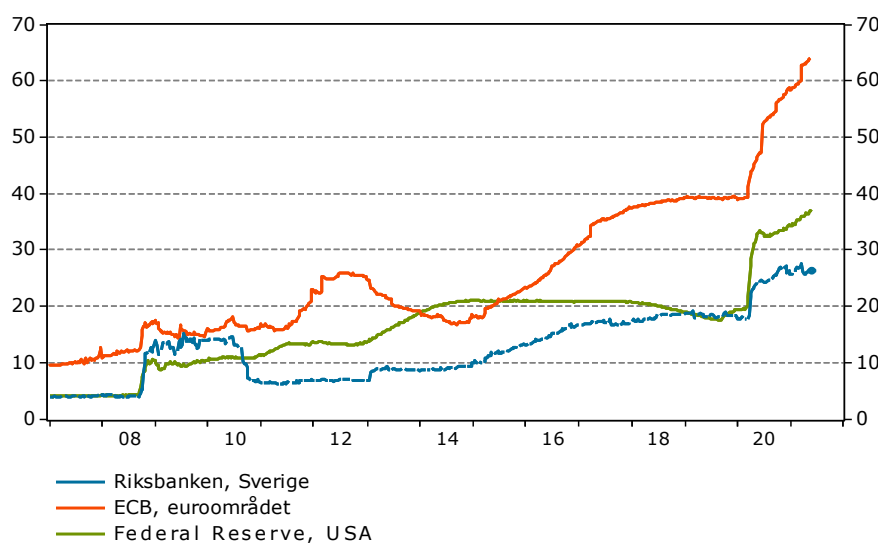
⁸ Se exempelvis fördjupningen "Finanskrisen och centralbankernas balansräkningar" i Konjunkturinstitutet (2009).

⁹ Se Borio och Zabai (2016).

¹⁰ Bank of Japan började med kvantitativa lättnader redan 2001.

Diagram 1 Centralbankers tillgångar

Procent av BNP 2019



Anm. Respektive centralbanks totala tillgångar i procent av respektive lands BNP i löpande pris 2019. Senaste observationen för Riksbankens respektive ECB:s tillgångar är den 23 maj 2021 och för Federal Reserves tillgångar den 30 maj 2021.

Källor: Riksbanken, SCB, ECB, Eurostat, Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Macrobond och Konjunkturinstitutet.

När en centralbank köper statsobligationer och behåller dem tills de förfaller minskar utbudet av statsobligationer på andrahandsmarknaden, allt annat lika, vilket pressar ner statsobligationsräntorna. Centralbankens avsikt är att de låga statsobligationsräntorna ska sprida sig via olika kanaler,¹¹ förbättra de finansiella förhållandena i hela ekonomin genom bland annat generellt lägre räntor och därmed öka den aggregerade efterfrågan, vilket bidrar till ett ökat inflationstryck.¹² Lägre marknadsräntor för statsobligationer sänker visserligen även statens kostnader för att ta upp nya lån på marknaden (ge ut nya statsobligationer) men det är inte en oberoende centralbanks syfte med kvantitativa lättnader. Syftet är att upprätthålla de penningpolitiska målen, inte att finansiera statens lånebehov.¹³

En konsekvens av centralbankernas köp av statsobligationer är att både den monetära basen och bredare mått av penningmängden växer. Den monetära basen inkluderar sedlar och mynt samt centralbanksreserver, det vill säga den typ av pengar som centralbanken är utgivare av.¹⁴ Att den monetära basen och penningmängden växer är

¹¹ För mer om dessa kanaler, se exempelvis fördjupningen "Effekter av centralbankers tillgångsköp" i Konjunkturinstitutet (2017).

¹² Se till exempel Alsterlind m.fl. (2015).

¹³ Se till exempel Schnabel (2020).

¹⁴ Centralbanksreserver definieras som bankernas inlåning i centralbanken och är en typ av pengar som centralbanken ger ut och som endast används som betalningsmedel mellan centralbanken, banker och andra kreditinstitut som har konton i centralbanken. Centralbanksreserver kallas, tillsammans med utestående fysiska sedlar och mynt, för monetär bas eller centralbankspengar. För en mer detaljerad beskrivning se till exempel SOU (2019), avsnitt 14.5.1.

dock snarare en bieffekt av kvantitativa lättnader än ett mål för centralbanken.¹⁵ I exemplen nedan beskrivs vad som händer med den monetära basen och bredare mått på pengar när obligationsköpen inkluderar tre aktörer: centralbanken, ägaren till statsobligationerna¹⁶ och en bank som agerar mellanhand.¹⁷

EXEMPEL: CENTRALBANKEN KÖPER STATSOBLIGATIONER FRÅN EN PENSIONS FOND

När en centralbank köper statsobligationer från exempelvis en pensionsfond, via en bank som mellanhand, och finansierar köpet med nya centralbanksreserver, så ökar både tillgångarna och skulderna på centralbankens balansräkning. Tillgångarna ökar eftersom centralbanken ökar sina tillgångar av statsobligationer och skulderna ökar till följd av att centralbanksreserverna ökar (till vänster i figur 1). Mellanhanden, pensionsfondens bank, får de nya centralbanksreserverna mot att fonden får köpeskillingen i form av en insättning på ett konto i banken (nyskapade affärsbankpengar). Insättningen på bankkontot är en skuld för banken vilket gör att även bankens balansräkning ökar i storlek (mitten i figur 1). Pensionsfonden har däremot bara bytt en tillgång, statsobligationerna, mot en annan tillgång, insättningen på banken, vilket gör att fondens balansräkning förblir oförändrad i storlek (till höger i figur 1). Sammantaget har nu både den monetära basen och bredare penningmått i ekonomin ökat (se pilarna i figur 1).

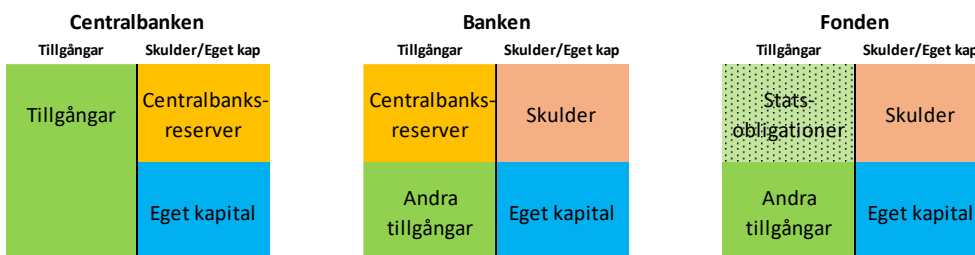
¹⁵ Syftet med kvantitativa lättnader är främst att verka genom räntor och finansiella priser, inte genom att direkt påverka volymen av pengar. Det kan dock inte uteslutas att en ökning av mängden centralbanksreserver i banksystemet som helhet, som en konsekvens av centralbankens köp av statsobligationer, kan bidra till en expansiv penningpolitik. Detta kallas ibland för likviditetskanalen, se Melander (2021).

¹⁶ Statsobligationer ägs vanligen av banker, försäkringsbolag, fonder och andra länders centralbanker.

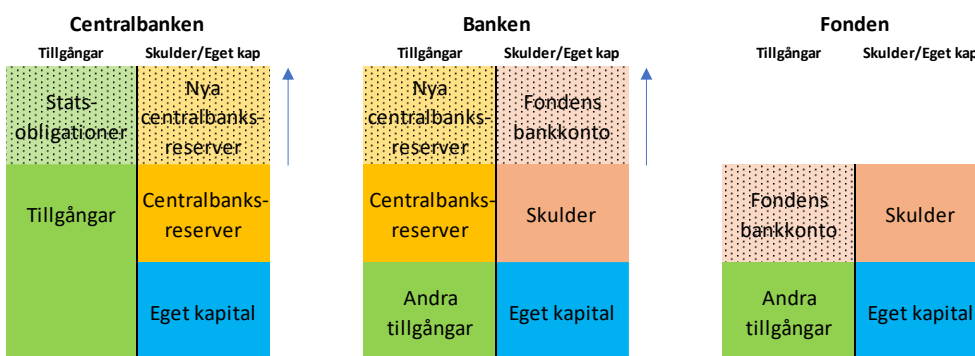
¹⁷ För mer omfattande genomgångar av hur centralbankspengar och affärsbankpengar skapas, se Armelius m.fl. (2020) och McLeay m.fl. (2014).

Figur 1 Balansräkningar och centralbankens köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden

Balansräkningar innan centralbanken köper statsobligationerna



Balansräkningar efter att centralbanken köpt statsobligationerna



Anm. Avser när statsobligationen ägs av annan än banken. Illustrationen är en grov förenkling.

Vilka effekter centralbankens köp av statsobligationerna får på efterfrågan och inflationen beror bland annat på vad som händer med pengarna på pensionsfondens bankkonto. Om fonden exempelvis använder pengarna för att köpa obligationer utgivna av ett företag, då ökar efterfrågan på företagsobligationer, priset stiger och räntan på företagsobligationerna faller. Det gör att finansieringskostnaderna för företaget sjunker till följd av att centralbanken har köpt statsobligationer. Det här är ett exempel på det som kallas portföljbalanskanalen, som är en av kanalerna som centralbankernas köp av statsobligationer är tänkt att verka igenom.

Om pensionsfonden (eller företaget) däremot väljer att använda pengarna på bankkontot för att betala tillbaka ett lån hos banken, då minskar bankens balansräkning i storlek och affärsbankpengarna (helt eller delvis) försvinner. På motsvarande sätt som affärsbankpengarna försvinner i exemplet ovan, skapas också nya affärsbankpengar när banker lånar ut pengar till bankkunder. Det här gör att mängden centralbanksreserver inte nödvändigtvis har någon självklar koppling till hur mycket affärsbankpengar det finns i ekonomin. Bankernas utlåning beror i stället på i vilken utsträckning de kan låna ut lönsamt. Det i sin tur beror på konkurrensen på lånemarknaden och kostnaden för marknadsfinansieringen. Därför styr inte centralbankerna penningpolitiken med storleken på den monetära basen utan genom att bestämma styrräntan och påverka andra räntor i ekonomin, till exempel via kvantitativa lättnader. Den monetära basens omfattning är i själva verket ett resultat av centralbankens strävan att åstadkomma de räntor som behövs i ekonomin för att de penningpolitiska målen ska uppnås.

CENTRALBANKEN HÅLLER STATSOBLIGATIONERNA TILL FÖRFALL

Centralbankernas avsikt med sina obligationsköp är oftast att hålla obligationerna till dess att de förfaller. När centralbanken har köpt statsobligationer i den utsträckning att räntorna inte behöver pressas ner mer kan centralbanken behöva låta räntorna vara låga en tid innan efterfrågan tagit tillräcklig fart igen. Centralbanken upprätthåller då innehavet av statsobligationer genom att köpa nya obligationer i samma takt som de statsobligationer man har förfaller. Med det menas att när staten betalar belopp stipulerade enligt statsobligationen till centralbanken köper centralbanken nya obligationer via andrahandsmarknaden utgivna av staten för motsvarande belopp. När inflationstrycket ökar i ekonomin och centralbanken bedömer att inflationsmålet kommer att uppfyllas slutar centralbanken med återköpen och låter innehavet av statsobligationer att minska. Det är en åtstramning av penningpolitiken som leder till att statsobligationsräntorna stiger och dämpar den aggregerade efterfrågan.¹⁸

Monetär finansiering av finanspolitik

Normalt finansierar en stat sin budget genom skatter. Om statens utgifter är större än skatteintäkterna kan staten finansiera mellanskillnaden genom att ge ut statsobligationer (och statsskuldväxlar). Monetär finansiering av finanspolitik är ytterligare ett sätt att finansiera statens lånebehov, men det är förbjudet i många länder. Definitionen av monetär finansiering är dock inte entydig. Den gemensamma nämnaren är att centralbanken permanent finansierar finanspolitiska utgifter med nyskapade centralbankspengar, därav namnet monetär (penning-) finansiering.¹⁹ Finansieringen med hjälp av nyskapade centralbankspengar innebär definitionsmässigt att monetär finansiering leder till en permanent utökad monetär bas.²⁰ Att finansieringen är permanent ska inte tolkas som att centralbanken åtar sig att finansiera hela lånebehovet för finanspolitiken utan åtagandet kan vara avgränsat till en viss andel av statens lånebehov som uppkommer under en begränsad period. Den finansiering som centralbanken åtar sig är dock permanent enligt detta sätt att definiera monetär finansiering. Oavsett om ett ökat statligt lånebehov finansieras som vanligt med lån från allmänheten eller med monetär finansiering så leder det till att den offentliga skulden sammanräknat med centralbankens skuld ökar i nominella termer. Under monetär finansiering blir centralbanken ansvarig för finansieringen av den ökade skulden. Ränteflödet går från centralbanken till banksystemet i form av ränta på centralbanksreserver i stället för att staten, med vanlig lånefinansiering, betalar ränta till allmänheten (se figur 2). Om centralbanken inte betalar ränta på centralbanksreserver, vilket var vanligare förut, faller kostnaden för finansieringen i stället över på bankerna i form av nollränta på bankernas konton i Riksbanken samtidigt som de fortsatt får räntekostnader på allmänhetens inlåning i bankerna.²¹

¹⁸ Centralbanken kan även höja styrräntan för att ytterligare strama åt.

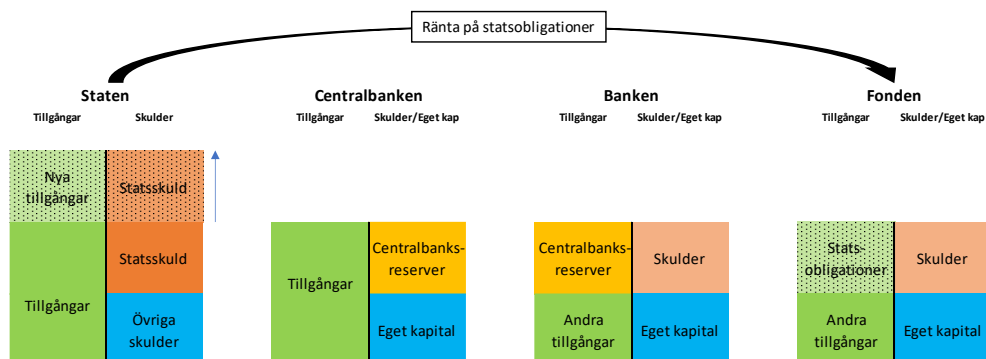
¹⁹ Se exempelvis Carter och Mendes (2020) och Shahid (2020).

²⁰ Se Feldberg och Lawson (2020).

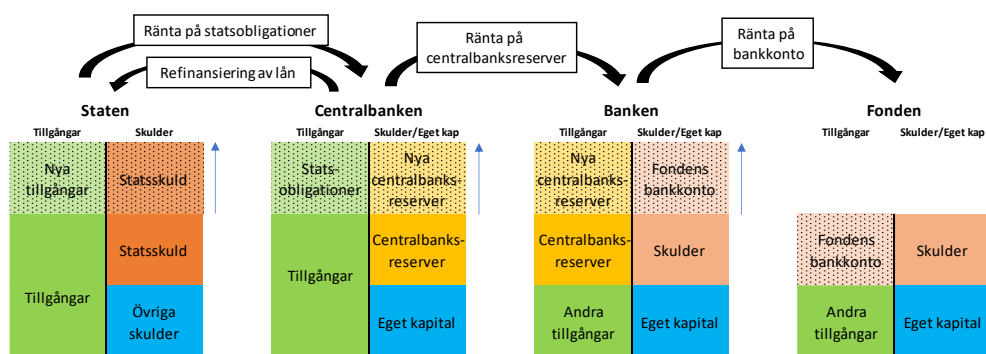
²¹ Räntan på centralbanksreserver följer av nivån på styrräntan. I de fall räntan på centralbanksreserver blir negativ får banken ökade ränteutgifter för de nya centralbanksreserverna.

Figur 2 Ränteflöden vid centralbankens köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden

Ränteflöden ut från offentlig sektor när staten ger ut statsobligationer vid vanlig lånefinansiering



Ränteflöden ut från offentlig sektor när centralbanken köpt statsobligationerna



Anm. Offentlig sektor avser staten och centralbanken i denna bild. Illustrationen är en grov förenkling.

OLIKA TYPER AV MONETÄR FINANSIERING

Monetär finansiering kan genomföras på olika sätt. Centralbanken kan exempelvis finansiera finanspolitiska budgetunderskott eller göra direkta transfereringar, via banksektorn, till allmänheten utan direkt inblandning av staten. Oberoende av vilken typ av monetär finansiering som avses leder det till att centralbanken åtar sig att finansiera kostnaderna för den offentliga skulden. Om centralbanken exempelvis efterskänker statens lån uppstår en förlust för centralbanken i form av motsvarande minskning av det egna kapitalet. Storleken på en centralbanks egna kapital bidrar till centralbankens finansiella oberoende och har därför betydelse för att allmänheten ska ha förtroende för att centralbanken kan bedriva en oberoende penningpolitik.²² En centralbank kan inte gå i konkurs men förluster under en längre period som medför ett minskande eget kapital kan allvarligt skada förtroendet för centralbankens oberoende penningpolitik.²³ I vissa fall kan staten behöva skjuta till nytt eget kapital till centralbanken. Det här gör att finansiella risker som centralbanken tar och de räntekostnader i samband med monetär finansiering som centralbanken bär kan falla tillbaka på staten.

²² Se Kjellberg och Vestin (2019).

²³ Se Riksbankens Framställning till riksdagen 2018/19:RB3.

Nedan beskrivs några av metoderna för monetär finansiering av finanspolitik mer ingående.²⁴

Direkta transfereringar till allmänheten, ibland även kallat helikopterpengar²⁵, innebär att centralbanken skapar nya centralbankspengar och överför dessa på något sätt till allmänheten. Ett sätt är till exempel att centralbanken skapar nya centralbanksreserver och förmedlar dem till banksektorn som skapar affärsbankpengar och distribuerar ut detta till allmänheten. Förfarandet innebär att staten inte finansierar transfereringen genom att utfärda några statsobligationer.²⁶ Däremot minskar centralbankens egna kapital med lika mycket som det som delas ut till allmänheten.²⁷ De legala förutsättningarna för denna metod varierar mellan länder men är generellt oklara och otestade. För svensk del är denna typ av åtgärd olaglig.²⁸

Monetär finansiering av budgetunderskott innebär att centralbanken åtar sig att finansiera hela eller en del av budgetunderskottet. Skillnaden mot det mer normala förfarandet att lånefinansiera budgetunderskott på marknaden ligger i den egna centralbankens åtaganden. Monetär finansiering av budgetunderskott kan ske på olika sätt. Två vanligt förekommande definitioner i litteraturen är *direkt* och *indirekt* monetär finansiering.

Direkt monetär finansiering innebär att centralbanken köper statsobligationer direkt från staten. Det skiljer sig till exempel från nuvarande förfarande med kvantitativa lättnader där centralbankens köp av statsobligationer sker på andrahandsmarknaden och av penningpolitiska skäl. Direkta köp kan även ske på icke-marknadsmässiga villkor. Flera ekonomier, inklusive Sverige, har lagstiftade förbud mot direkt monetär finansiering.²⁹ Ett syfte med detta förbud är att värna centralbankens oberoende penningpolitik.

Indirekt monetär finansiering innebär att staten ger ut statsobligationer i vanlig ordning på primärmarknaden. Därefter köper centralbanken statsobligationerna från andrahandsmarknaden. Denna metod innebär att centralbanken köper statsobligationer på samma sätt som vid kvantitativa lättnader (vilket beskrivs i avsnitt Kvantitativa lättnader görs i penningpolitiskt syfte) men syftet med köpen skiljer sig åt. I stället för att köpen har penningpolitiskt syfte är syftet med köpen att permanent finansiera hela eller delar av statsskuden. Detta innebär även, till skillnad från *direkt* monetär finansiering, att externa aktörer är involverade i form av innehavare av statsobligationer på

²⁴ För en mer detaljerad uppdelning samt beskrivningar av ytterligare åtgärder som kan falla in under begreppet monetär finansiering av finanspolitiken se till exempel Brehorn m.fl. (2016) eller Ryan-Collins och Van Lerven (2018).

²⁵ Se Friedman (1969).

²⁶ En effekt är därmed att statsskuden, och även Maastrichtskuden, inte påverkas av sådan transferering. Skuden finns däremot på centralbankens balansräkning. Detta ska ses som en bokföringsteknisk fördelning då ökad skuld hos centralbanken kan komma att påverka staten.

²⁷ Se Brehorn m.fl. (2016) eller Armelius m.fl. (2020). Den senare beskriver ett liknande exempel som ovan men där centralbanken i stället ger staten en extra utdelning i kontanter. Centralbankens egna kapital minskar i båda fallen.

²⁸ Brehorn m.fl. (2016) konstaterar att det inte finns något uttryckligt förbud för direkta transfereringar till allmänheten för Federal Reserve, ECB, Bank of England och Bank of Japan. För svensk del är detta olagligt, se SOU (2019).

²⁹ Till exempel har Federal Reserve, ECB inklusive samtliga 27 nationella centralbanker inom EU och Bank of Japan förbud mot att direkt finansiera statens lånebehov. Detta är, för svensk del, även formulerat i Lag (1988:1385) om Sveriges Riksbank, 8 kap 1§. Som en kontrast kan nämnas att Bank of England inte har samma begränsning i form av förbud mot direkt monetär finansiering. För en utförligare beskrivning av lagutrymmet för olika centralbanker se Brehorn m.fl. (2016).

andrahandsmarknaden. De legala förutsättningarna varierar mellan länder och är oklara.³⁰ Vid införandet av kvantitativa lättnader inom EU, till exempel, testades och godkändes en centralbanks köp av statsobligationer. Den juridiska domen fastslog dock samtidigt att köp av statsobligationer måste vara i penningpolitiskt syfte och får inte bryta mot förbudet mot monetär finansiering inom EU.³¹ Det finns dock diskussioner om möjliga legala aspekter i EU utifrån domslutet.³²

Monetär finansiering av finanspolitiken under rådande penningpolitiska regim är ett oprövat verktyg. De nuvarande juridiska ramarna är i flera fall oklara. Dock finns likheter mellan det initiala förfarandet vid indirekt monetär finansiering och de pågående kvantitativa lättnaderna. Resten av denna kommentar behandlar därför indirekt monetär finansiering och kvantitativa lättnader. Samtidigt bortses från att de legala aspekterna avseende indirekt monetär finansiering är oklara.

Precis som vid kvantitativa lättnader stimulerar indirekt monetär finansiering aggregerad efterfrågan till följd av köpen av statsobligationer, eftersom räntorna i ekonomin pressas ner. Vid normal lånefinansiering, när staten lånar av allmänheten, leder ett ökat lånebehov till att statsobligationsräntor stiger, allt annat lika. Det kan leda till att även andra räntor i ekonomin stiger och kan då tränga undan privata investeringar. Den indirekta monetära finansieringen motverkar att statsobligationsräntorna stiger och därmed även undanträngningen, på samma sätt som kvantitativa lättnader.

Kan kvantitativa lättnader bli indirekt monetär finansiering?

SKILLNADER MELLAN KVANTITATIVA LÄTTNADER OCH INDIREKT MONETÄR FINANSIERING

Det initiala förfarandet vid kvantitativa lättnader är detsamma som vid indirekt monetär finansiering.³³ En väsentlig skillnad mellan de två åtgärderna som kan leda till olika förväntningar på hur centralbanken kommer att agera är huruvida syftet med centralbankens köp av statsobligationer är penningpolitiskt eller för att finansiera finanspolitiken. Syftet med de nuvarande kvantitativa lättnaderna är att få inflationen i linje med centralbankernas inflationsmål, eller annat prisstabilitetsmål. Detta är en temporär åtgärd som är penningpolitiskt motiverad och sker utan hänsyn till finansieringen av finanspolitiken. När penningpolitiken i framtiden behöver stramas åt kommer centralbanken att trappa ner innehaven av statsobligationer som en del i att åter höja ränteläget.³⁴ Vid indirekt monetär finansiering är köpen av statsobligationer i stället ett permanent åtagande att finansiera en del av budgetunderskottet. Syftet med köpen är därmed finanspolitiskt motiverat. Centralbanken måste i detta fall beakta denna sammankoppling mellan finanspolitiken och de penningpolitiska målen när penningpolitiken

³⁰ För en utförligare beskrivning av lagutrymmet för olika centralbanker se Brehorn m.fl. (2016).

³¹ Se domen från ECJ den 11 december 2018 i mål C-493/17, Weiss m.fl. samt Brehorn m.fl. (2016) för en summering av domens innebörd avseende centralbankens köp av statsobligationer.

³² Se till exempel De Grauwe och Diessner (2020) och Brehorn m.fl. (2016).

³³ Det förekommer också att kvantitativa lättnader benämns monetär finansiering, se till exempel SEB (2020) och Shahid (2020).

³⁴ Se Kjellberg och Vestin (2019).

utföras. Detta kan innebära en målkonflikt. Centralbanken kan tvingas till att bedriva en mer expansiv penningpolitik, vilket innebär lägre räntor, än vad prisstabilitetsmålet motiverar för att klara finansieringen av finanspolitiken (se avsnitt Risker med indirekt monetär finansiering för tydligare beskrivning av målkonflikt och dess risker).

KVANTITATIVA LÄTTNADER SOM BLIR INDIREKT MONETÄR FINANSIERING

Kan då nuvarande kvantitativa lättnader övergå till att bli indirekt monetär finansiering? Det skulle exempelvis kunna ske om centralbanken, i samråd med staten genom ett aktivt beslut tydligt kommunicerar att en viss andel av de uppköpta statsobligationerna kommer att finansieras permanent för att stötta finanspolitiken (en sorts retroaktiv indirekt monetär finansiering).³⁵

Ett sannolikt mer skadligt scenario är om centralbanken inte längre kan begränsa en ökande inflation inom ramen för prisstabilitetsmålet. Detta skulle till exempel kunna ske om centralbanken har ett stort innehav av statsobligationer eller om landets stats-skuld är mycket hög, eller en kombination av dessa faktorer. En höjning av styrräntan leder till ökade förluster för centralbanken i form av ökade ränteutbetalningar på utestående centralbanksreserver till följd av de kvantitativa lättnaderna. För att motverka detta kan centralbanken minska sitt innehav av statsobligationer. Detta leder dock till högre räntor på statsobligationsmarknaden och därmed ökade ränteutgifter för staten och negativa effekter på de offentliga finanserna. Om detta bedöms kunna påverka ekonomin avsevärt negativt kan det påverka centralbankens agerande. Det kan även räcka med att allmänheten tappar förtroendet för att centralbanken klarar att stabilisera inflationen, även om centralbanken håller fast vid att obligationsköpen är kvantitativa lättnader i penningpolitiskt syfte. Allmänheten kan då tro att centralbanken i framtiden inte kan minska sin balansräkning eller höja styrräntan även om det skulle vara penningpolitiskt motiverat. Det skulle kunna innebära att de kvantitativa lättnaderna innebär samma risker som indirekt monetär finansiering medför.

Risker med indirekt monetär finansiering

Den övergripande risken med indirekt (och även direkt) monetär finansiering är att centralbankens åtagande att finansiera den offentliga sektorns underskott kan försämra centralbankens förutsättningar för och trovärdighet att kunna förhindra för hög inflation.

MONETÄR FINANSIERING KAN LEDA TILL EN FÖR EXPANSIV FINANSPOLITIK

En risk med monetär finansiering är att ett samarbete mellan staten och centralbanken om finansieringen av statens lånebehov kan leda till kraftigt ökade budgetunderskott och åsidosättande av prisstabilitetsmålet (exempelvis ett inflationsmål).³⁶ Monetär finansiering etablerar en kanal genom vilken staten har tillgång till lättillgänglig finansiering. Finanspolitiken kan dock drivas av kortsiktiga mål och regeringen kan frestas till att använda centralbanken för att finansiera ytterligare expansiv finanspolitik.³⁷ Expansiv finanspolitik som syftar till att stimulera aggregerad efterfrågan bidrar till ökat

³⁵ Värt att åter notera är att detta är avhängigt av de legala möjligheterna för centralbanken att ta ett sådant beslut.

³⁶ Se till exempel Bartsch m.fl. (2019), Feldberg och Lawson (2020).

³⁷ Se till exempel Shahid (2020), Bartsch m.fl. (2020) och Bernanke (2016).

inflationstryck i ekonomin. Så länge inflationen är lägre än vad som är förenligt med prisstabilitetsmålet (exempelvis ett inflationsmål) kolliderar den monetärt finansierade expansiva finanspolitiken inte med prisstabilitetsmålet. En utmaning för centralbanken är dock att utforma penningpolitiken så att den endast genererar inflation upp till inflationsmålet. Att inflationen hamnar något över målet under en begränsad tid kan centralbanken troligen hantera. Problemen uppstår dock om inflationen och inflationsförväntningarna fortsätter öka och centralbanken befinner sig i en situation som försvårar dess möjligheter att återta kontrollen över inflationsökningen.³⁸ Detta kan leda till en okontrollerad inflationsökning i ekonomin, dels från den expansiva finanspolitiken i sig, dels från att förtroendet för centralbanken och dess förmåga att upprätthålla prisstabilitet ifrågasätts.

MÅLKONFLIKTEN MELLAN MONETÄR FINANSIERING OCH PRISSTABILITET KAN SKADA FÖRTROENDET FÖR CENTRALBANKEN

Förtroendet för centralbankens förmåga att upprätthålla prisstabilitet är numera det enda som upprätthåller penningvärdet i många ekonomier.³⁹ Detta förtroende är därmed centralt för att ekonomierna ska fungera väl. Indirekt monetär finansiering kan innebära en målkonflikt för centralbanken mellan att stabilisera prisutvecklingen och att fullfölja finansieringen av offentliga underskott. Detta kan sätta centralbanken i en situation som försvårar dess möjlighet att kontrollera inflationen. Den monetära finansieringen kan leda till en mer expansiv penningpolitik, det vill säga lägre räntor, än vad prisstabilitetsmålet kräver. För att permanent hålla den offentliga skulden måste centralbanken löpande göra återköp av förfall av statsobligationer. Detta kan få effekten att marknadsräntor på längre sikt hålls låga även i en situation där den ekonomiska utvecklingen skulle motivera ett högre ränteläge. Storleken på effekten beror delvis på mängden statsobligationer centralbanken åtagit sig att hålla på sin balansräkning. Centralbanken kan visserligen höja styrräntan. Detta kommer dock med en direkt kostnad i form av ökade ränteutgifter på utestående centralbanksreserver. I den mån ränteutgifterna överstiger de löpande inkomsterna leder detta till ett minskat eget kapital för centralbanken. Om allmänheten förutser att målkonflikten som beskrivs ovan uppkommer, då kan det skada allmänhetens förtroende för att centralbanken avser, eller förmår, att upprätthålla en stabil prisutveckling. Detta kan få inflationsförväntningarna, och därmed inflationen, att successivt börja stiga till höga nivåer.

EXPANSIV FINANSPOLITIK OCH SKADAT FÖRTROENDE FÖR CENTRALBANKEN KAN LEDA TILL OKONTROLLERAD INFLATIONSÖKNING

Långsiktiga inflationsförväntningar kan ses som ett mått på förtroendet för centralbankens förmåga att upprätthålla prisstabilitet. Om inflationsförväntningarna ökar och inte längre är förankrade vid inflationsmålet ökar även risken för att inflationen stiger på kort sikt. Detta eftersom framtidsförväntningar vägs in i pris- och lönesättning på kort sikt. En sådan utveckling skulle kunna orsakas av en förväntan om mer expansiv ekonomisk politik än optimalt i framtiden till följd av monetär finansiering.⁴⁰ Om staten utnyttjar möjligheten till monetär finansiering vid upprepade tillfällen, eller om

³⁸ Se Bartsch m.fl. (2020).

³⁹ Tidigare upprätthölls förtroendet genom att valutorna var kopplade till ädelmetaller och därefter till andra större valutor. I modern tid har denna koppling försvunnit och förtroendet upprätthålls därmed enbart genom förtroendet för centralbankens arbete med att uppnå de penningpolitiska målen. För en historisk tillbakablick ur ett svenskt perspektiv se till exempel Jonung (2000). Det finns dock fortsatt ekonomier som på olika sätt har sin valuta kopplat till andra valutor, då upprätthålls inte penningvärdet enbart av förtroendet för deras egna centralbanker.

⁴⁰ Se Turner (2015) och Bartsch m.fl. (2020).

aktörerna i ekonomin förväntar sig att det kommer att hända, kan det leda till att centralbankens förmåga att upprätthålla prisstabilitet försvåras. Med monetär finansiering av finanspolitiken finns det heller ingen uppenbar övre gräns för hur höga inflationsförväntningarna kan bli.⁴¹ Regelverk för att värna centralbankens oberoende penningpolitik (till exempel legala förbud mot monetär finansiering som beskrevs i avsnitt Monetär finansiering av finanspolitik) bidrar till att minska denna risk.⁴²

Sammanfattning

Under covid-19-pandemin har regeringar bidragit med mycket expansiv finanspolitisk stimulans samtidigt som centralbanker ökat sina köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden i form av kvantitativa lättnader. Detta har ibland benämnts som en form av indirekt monetär finansiering. Både kvantitativa lättnader och indirekt monetär finansiering genomförs i ett första steg genom att centralbanken köper statsobligationer på andrahandsmarknaden. En avgörande skillnad mellan dessa två åtgärder är dock att kvantitativa lättnader görs som en temporär åtgärd i penningpolitiskt syfte medan indirekt monetär finansiering är en permanent åtgärd i syfte att finansiera delar av finanspolitiken. Indirekt monetär finansiering kan innebära försämrade möjligheter för centralbanken att upprätthålla penningpolitikens målsättning om prisstabilitet. Centralbanken kan behöva föra en mer expansiv penningpolitik, med lägre räntor i ekonomin än vad prisstabilitetsmålet (vanligen inflationsmål) motiverar för att klara finansieringsåtagandet. Detta kan leda till att inflationsförväntningarna successivt börjar stiga till höga nivåer.

De köp av statsobligationer som sker för närvarande av centralbanker är penningpolitiskt motiverade och innebär därför en mindre risk att förtroendet för prisstabilitetsmålet skadas än i fallet med indirekt monetär finansiering. Det finns däremot en tänkbar risk att allmänheten i förlängningen börjar uppfatta omfattande kvantitativa lättnader som indirekt monetär finansiering, särskilt om det inträffar samtidigt med en väldigt expansiv finanspolitik. Det skulle kunna ske om statsskulden är ohållbart hög och centralbanken trots behöva ta hänsyn till statens lånekostnader för att inte skada ekonomin framför prisstabilitetsskäl. Resultatet skulle kunna leda till kraftigt stigande inflationsförväntningar långt över inflationsmålet. Ökade inflationsförväntningar på längre sikt är inflationsdrivande även på kort sikt och kan potentiellt leda till skenande inflation om det inte motverkas. Därför är det viktigt med långsiktigt hållbar finanspolitik och att förtroendet för prisstabilitetsmålen upprätthålls.

⁴¹ Se Turner (2015).

⁴² Se SOU (2019), kapitel 12.

Referenser

Alsterlind, J., Erikson H., Sandström, M. och D. Vestin (2015), ”Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?”, Ekonomiska kommentarer, Nr 12, 2015, Sveriges Riksbank.

Armelius, H., C. A. Claussen och D. Vestin (2020), ”Pengar och penningpolitik i kris-tider”, Ekonomiska kommentarer, 2020:4, Sveriges Riksbank.

Bartsch, E., A. Bénassy-Quéré, G. Corsetti och X. Debrun (2020), ”It’s all in the mix How monetary and fiscal policies can work or fail together”, Geneva Reports on the World Economy 23, CEPR.

Bartsch, E., J. Boivin, S. Fischer och P. Hildebrand (2019), ”Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination”, SUERF Policy Note Issue No 105.

Bernanke, B. (2016), ”What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money”, tillgänglig på <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/>, Brookings, 2016-04-11.

Borio, C. och A. Zabai (2016), ”Unconventional monetary policies: a re-appraisal”, BIS Working Papers No. 570.

Brehorn, D., Saravelos, G. och R. Winkler (2016), ”Helicopters 101: your guide to monetary financing”, Special Report 14 april 2016, Deutsch Bank.

Carter, T. J., och R. R. Mendes, (2020), ”The power of helicopter money revisited: a new keynesian perspective”, Discussion Papers, No 2020-1, Bank of Canada.

De Grauwe, P. och S., Diessner (2020), ”What price to pay for monetary financing of budget deficits in the euro area”, VOXEU CEPR, 2020-06-20.

Feldberg, G., och A. Lawson (2020), ”Monetization of Fiscal Deficits and COVID-19: A primer”, Journal of Financial Crisis, Vol 2:Nr 4, sid. 1-35.

Friedman (1969), ”The optimum quantity of money”, The optimum quantity of Money and Other Essays, Chicago: Adline Publishing Company, sid. 1-50.

Galí, J. (2020), ”Helicopter money: The time is now”, VOXEU CEPR. 2020-03-17.

Jonung, L. (2000), ”Från guldmyntsfot till inflationsmål – svensk stabiliseringspolitik under det 20:e seklet”, Ekonomisk Debatt, årg. 28, nr 1, sid. 17-32.

Kjellberg, D. och D. Vestin (2019), ”Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende”, Penning- och valutapolitik 2019:2, Sveriges Riksbank.

Konjunkturinstitutet (2009), *Konjunkturläget*, mars 2009, Konjunkturinstitutet.

Konjunkturinstitutet (2017), *Konjunkturläget*, december 2017, Konjunkturinstitutet.

Konjunkturinstitutet (2019), *Konjunkturläget*, december 2019, Konjunkturinstitutet.

McLeay, M., A. Radia och R. Thomas (2014), "Money creation in the modern economy", Quarterly Bulletin 2014 Q1, Bank of England.

Melander, O (2021), "Effekter på finansiella marknader av Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2017", Penning- och valutapolitik 2021:1, Sveriges Riksbank.

Meltzer, A. H., (2005), "Origins of the Great Inflation", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, mars/april 2005, 87(2, Part 2), sid. 145-75.

Ryan-Collins, J. och F. Van Lerven, (2018), "Bringing the helicopter to ground: a historical review of fiscal-monetary coordination to support economic growth in the 20th century", Working Paper 1810, Post-Keynesian Economics Society.

Schnabel, I., (2020), "The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives", anförande, Berlin 11 september 2020, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200911~ea32bd8bb3.en.html>.

SEB (2020), "Tema: Historisk krispolitik", Nordic Outlook, maj 2020.

Shahid, S. (2020), "Debt Monetization: the good, the bad, and the ugly", TD Economics.

SOU (2019), "En ny riksbankslag", SOU 2019:46, Statens Offentliga Utredningar.

Turner, A. (2015), "The case for monetary finance - an essentially political issue", presenterat på 16th Jacques Polak Annual Research Conference, november 5–6, 2015, IMF.