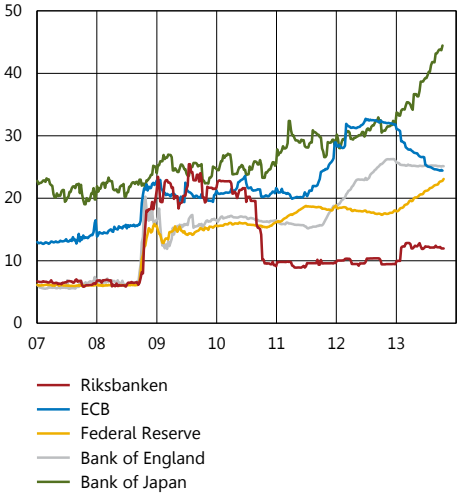
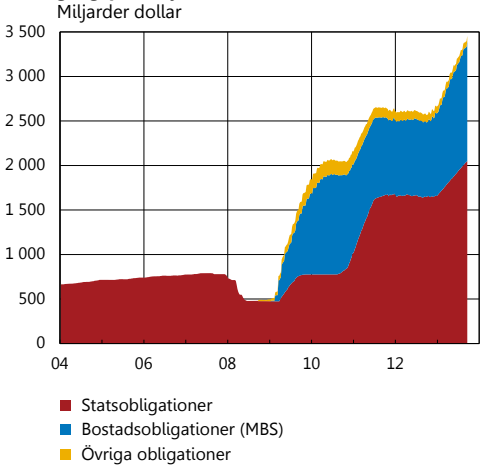
Förväntad nedtrappning av amerikanska centralbankens tillgångsköp

Diagram A1. Centralbankernas balansräkningar
Procent av BNP



Källor: Respektive centralbank

Diagram A2. Den amerikanska centralbankens tillgångsportfölj
Miljarder dollar



Anm. Tillgångsportföljen inkluderar de värdepapper som ingår i Federal Reserves dollarportfölj för marknadsoperationer, System Open Market Account (SOMA).

Källa: Federal Reserve Bank of New York

Tecknen på återhämtning i den amerikanska ekonomin har medfört spekulationer om när en normalisering av penningpolitiken kan påbörjas. Främst har det handlat om när och hur den amerikanska centralbanken Federal Reserve kommer att avveckla sitt pågående program för köp av obligationer. En avveckling av köpen är förknippad med osäkerhet eftersom det är svårt att veta hur de amerikanska och globala finansiella marknaderna kan komma att påverkas. Riksbankens prognoser bygger dock på antagandet att normaliseringen av penningpolitiken i vår omvärld anpassas så att den inte förhindrar en gradvis internationell återhämtning.

Låg styrränta och kvantitativa lättnader efter den finansiella krisen

Finanskrisen 2008-2009 blev inledningen på en omfattande global konjunkturnedgång. Centralbanker i flera länder har sänkt sina styrräntor, till det som man bedömt vara deras nedre gräns, för att ge penningpolitisk stimulans till ekonomin. En annan penningpolitisk åtgärd har varit kommunikation kring den framtida nivån på styrräntan (vilket ibland kallas för ”forward guidance”), där vissa centralbanker har indikerat att styrräntan förväntas vara fortsatt låg, åtminstone så länge arbetslösheten är högre än en viss nivå och inflationstrycket är lågt.[22] Några centralbanker har dessutom infört åtgärder i form av så kallade kvantitativa lättnader (quantitative easing) där centralbanken köper tillgångar, främst stats- och bostadsobligationer.[23] Hur detta har påverkat storleken på centralbankernas balansräkningar visas i diagram A1. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve har genomfört obligationsköp i olika omgångar och köper i dagsläget stats- och bostadsobligationer till ett värde av 45 respektive 40 miljarder dollar per månad.[24] Dessutom återinvesterar man de summor som man erhåller när obligationer i portföljen förfaller till återbetalning. Det innebär att Federal Reserves obligationsinnehav ökar med drygt två procent per månad, se diagram A2.

[22] Det förekommer även att villkoren omfattar stabila inflationsförväntningar och finansiell stabilitet.
[23] Penningpolitiken är därmed summan av styrräntepolitiken, forward guidance och de kvantitativa lättnaderna. Exempel på länder vars centralbanker har genomfört kvantitativa lättnader är USA, Storbritannien och Japan. ECB har också genomfört åtgärder av liknande slag men där man i stället för att generellt köpa obligationer har fokuserat på att köpa specifika länders obligationer, bostadsobligationer eller låna ut stora summor med låg ränta till banker.
[24] Detta kan jämföras med att de genomsnittliga månadsvisa bruttoemissionerna av stats- och bostadsobligationer var 192 respektive 146 miljarder dollar under 2012, enligt statistik som sammanställs av Sequrities Industry and Financial Markets Association (SIFMA, www.sifma.org).

Kvantitativa lättnader har bidragit till lägre räntor för banker, hushåll och företag

Kvantitativa lättnader får genomslag på makroekonomin på flera sätt.[25] När en centralbank köper statsobligationer från privata investerare drivs priset på statsobligationerna upp. Investerarna förväntas då i större utsträckning efterfråga andra tillgångar, exempelvis företagsobligationer eller aktier. Centralbankens köp av statsobligationer kan därför leda till högre priser på både den tillgång som den köper och på andra finansiella tillgångar.[26] När priserna på obligationer stiger innebär det att räntorna på obligationerna faller och därmed kan banker, hushåll och företag få lägre långfristiga upplåningskostnader. Tillgångsköpen kan även ha en effekt genom att de betonar centralbankens beslutsamhet att hålla styrräntan låg under en längre tid. Sammantaget visar ett flertal studier att tillgångsköpen bidragit till att hålla de långfristiga räntorna på en lägre nivå än vad som annars hade varit fallet, även om storleken på effekterna kan skilja sig mycket åt mellan studierna.[27] Erfarenheterna av den här typen av åtgärder är dock begränsade vilket exempelvis gör det svårt att veta om även den senaste tidens tillgångsköp har haft samma effekt som de första perioderna av köp.[28]

Statsobligationsräntorna brukar delas upp i förväntningar på framtida kortfristiga räntor respektive löptidspremier.[29] De kvantitativa lättnaderna anses ha pressat ned båda dessa komponenter.[30] Marknadsaktörernas förväntningar på styrräntehöjningar kan ha skjutits på framtiden på grund av att Federal Reserves fortsatta obligationsköp signalerar ett behov av fortsatt penningpolitisk stimulans. Löptidspremierna kan ha pressats ned som en konsekvens av Federal Reserves direkta interventioner på statsobligationsmarknaden som gjort obligationerna dyrare än normalt för en given förväntad styrränteutveckling.[31]

---

[25] En sammanfattning av potentiella effekter från kvantitativa lättnader finns i Söderström, Ulf och Westermark, Andreas, "Penningpolitik när styrräntan är noll", Penning- och Valutapolitik 2009:2, Sveriges Riksbank, 2009. Se även Joyce, Michael, Tong, Matthew och Woods, Robert, "The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact", Quarterly Bulletin 2011:Q3, Bank of England. En mer teoretisk diskussion finns i Bernanke, Ben, Reinhart, Vincent och Sack, Brian, "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound", Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, 2004.

[26] Denna effekt kallas för portföljbalanseffekt och beskrivs bland annat i Andrés, Javier, López-Salido, David och Nelson, Edward, "Tobin's Imperfect Asset Substitution in Optimizing General Equilibrium", Journal of Money, Credit and Banking, 36(4), s. 665-690, 2004.

[27] Överlag är den kvalitativa slutsatsen att de långfristiga räntorna blivit lägre på grund av obligationsköpen. Se exempelvis Gagnon, Joseph, Raskin, Matthew, Remache, Julie och Sack, Brian, "The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases", International Journal of Central Banking", vol. 7, s. 3-43, 2011, Krishnamurthy, Anvind och Vissing-Jorgensen, Annette, "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy", Brookings Papers on Economic Activity, s. 215-265, 2011, eller D'Amico, Stefania, English, William, López-Salido, David och Nelson, Edward, "The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects", Finance and Economics Discussion Series 2012-85, Federal Reserve Board, 2012.

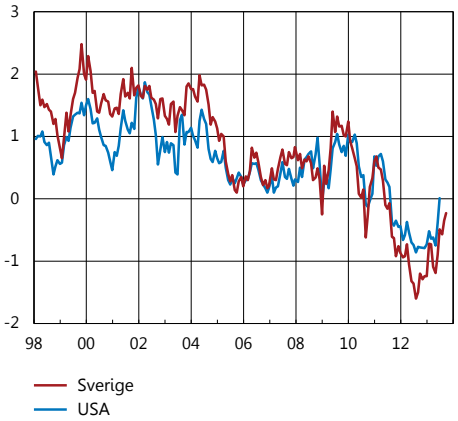
[28] Se exempelvis Stein, Jeremy, "Evaluating Large-Scale Asset Purchases", tal vid Brookings Institution, Washington, D.C., 11 oktober 2012, för en diskussion om detta.

[29] Avkastningen på en obligation är förväntad avkastning på att löpande placera till den mest kortfristiga räntan, plus en löptidspremie som ska kompensera investeraren för de risker det innebär att placera i en mer långfristig placering. Löptidspremien påverkas av många olika faktorer och kan vara både positiv och negativ. Se även fördjupningarna "Hur gör Riksbanken prognoser på längre marknadsräntor" och "Perspektiv på penningpolitiska förväntningar och terminsräntor" i PPR februari 2013 respektive februari 2011.

[30] Olika studier ger olika bild av vilken av dessa effekter som har varit dominerande. Enligt Bauer, Michael och Rudebusch, Glenn, "The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases", FRB San Francisco Working Paper 2011-21, 2011, är effekten via styrränteförväntningarna störst. Enligt D'Amico, Stefania, English, William, López-Salido David och Nelson, Edward, "The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects", Finance and Economics Discussion Series 2012-85, Federal Reserve Board, 2012 är det framför allt löptidspremierna som har påverkats.

[31] Man kan även tänka sig att löptidspremierna är lägre än normalt eftersom kompensationen för ränterisk bör vara lägre än normalt när dagslåneräntan begränsas av nollgränsen.

Diagram A3. Löptidspremier i amerikansk och svensk 10-årsränta
Procent



Anm. Löptidspremierna är beräknade med en modell för avkastningskurvan som beskrivs i Kim, Don och Wright, Jonathan, "An Arbitrage-Free Three-Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant-Horizon Forward Rates", Finance and Economic Discussion Series, The Federal Reserve Board, 2005.

Källor: Federal Reserve Board och Riksbanken

Räntor påverkas även i andra länder

De långfristiga räntorna har varit relativt låga även i länder vars centralbanker inte genomför kvantitativa lättnader. Detta beror till en del på att de kvantitativa lättnaderna har haft en effekt över nationsgränserna när investerare även sökt sig till tillgångar med bättre avkastning i andra länder.[32] Finansiella modeller som delar upp statsräntor i förväntad genomsnittlig styrränta och löptidspremie tyder på att löptidspremierna i både USA och andra länder pressats ned till negativa värden de senaste åren, vilket delvis är en effekt av de kvantitativa lättnaderna. Exempelvis har de svenska löptidspremierna haft en liknande utveckling som de amerikanska, vilket kan tolkas som att de kvantitativa lättnaderna i USA till viss del har påverkat svenska räntor (se diagram A3). Kapitalinflöden i tillväxtekonomierna ger också stöd för att obligationsköpen påverkat andra länder via finansiella kanaler.[33]

Återhämtning i USA aktualiserar avvecklingen av obligationsköpen

I takt med att den amerikanska ekonomin växer snabbare kan Federal Reserve låta penningpolitiken bli mindre expansiv. I pressmeddelandet från Federal Open Market Committee (FOMC) i juni och vid den efterföljande presskonferensen nämndes bland annat att de pågående tillgångsköpen kan komma att minskas i omfattning om arbetsmarknaden fortsätter att förbättras den närmaste tiden.

2011 redovisade Federal Reserve en plan för hur en normalisering av penningpolitiken skulle se ut. Enligt den planen är det första steget att sluta köpa obligationer.[34] Därefter vill man börja genomföra marknadsoperationer för att binda upp den stora mängd likviditet i betalningssystemet som obligationsköpen har gett upphov till. Det gör man genom att låta bankerna placera likviditeten hos Federal Reserve på längre löptider och till en något bättre ränta än räntan bankerna får när de bara placerar över natten. Att Federal Reserve vill göra likviditeten i betalningssystemet mindre tillgänglig beror på att man anser att det skapar bättre förutsättningar för att styra dagslåneräntan när det sedan är dags att höja styrräntan, vilket är nästa steg enligt planen. Ett sista möjligt steg är att Federal Reserve börjar sälja obligationer. Men man kan även välja att bara låta obligationerna gradvis förfalla till återbetalning och på så vis på sikt ändå återgå till en normal storlek på centralbankens tillgångsportfölj.[35]

Redan i början av maj, efter ett starkt utfall för amerikansk sysselsättning, började en del marknadsaktörer spekulera om en eventuell gradvis minskning av obligationsköpen. När sedan Federal

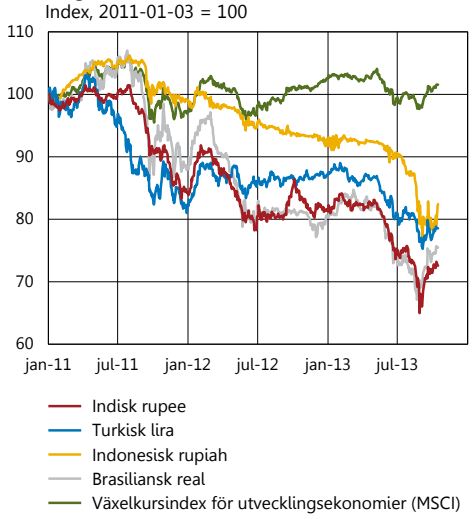
[32] Se exempelvis Neely, Christopher, "Unconventional Monetary Policy Had Large International Effects", Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2010-018E, 2010 (revised 2013).
[33] Enligt Fratzscher, Marcel, Duca, Marco Lo och Straub, Roland, "On the International Spillovers of US Quantitative Easing", European Central Bank, Working Paper Series, No. 1557, juni 2013 har de kvantitativa lättnaderna i USA haft globala konsekvenser, som bl.a. medfört kapitalinflöden i utvecklingsekonomier.
[34] Det inkluderar även de återinvesteringar som Federal Reserve har gjort för att behålla balansräkningen oförändrad i takt med att de mest kortfristiga obligationerna förfaller och återbetalas.
[35] I protokollet från FOMC-mötet i juni 2011 sågs det som sannolikt att man skulle avyttra bostadsobligationer, men låta statsobligationerna vara kvar till förfall. Vid FOMC-mötet i juni 2013 diskuterades dock om man även skulle låta innehavet av bostadsobligationer minska i takt med att dessa förfaller till återbetalning.

Reserve bekräftade och förstärkte dessa spekulationer i slutet av maj samt vid FOMC-mötet i juni blev marknadsreaktionerna stora. Marknadsaktörerna började oroa sig för vilka effekter en avveckling av obligationsköpen skulle få på tillgångspriserna. De långfristiga amerikanska räntorna steg snabbt, vilket också spillde över på andra tillgångspriser och regioner. Stats-, bostads- och företagsobligationspriser samt aktiekurser föll internationellt. När internationella investerare ville minska sina innehav av riskfyllda tillgångar i utvecklingsekonomier, samtidigt som flera av dessa ekonomier hade uppvisat en svagare ekonomisk utveckling, ledde det till kraftiga fall i värdet på flera av dessa länders valutor (se diagram A4).

Även om utvecklingen och volatiliteten i maj och juni visade att marknadsaktörerna överraskades av Federal Reserves kommunikation så var volatiliteten till stor del tillfällig. Trots uppgången i de mer långfristiga räntorna är dessa fortfarande på låga nivåer i ett historiskt perspektiv (se diagram A5).

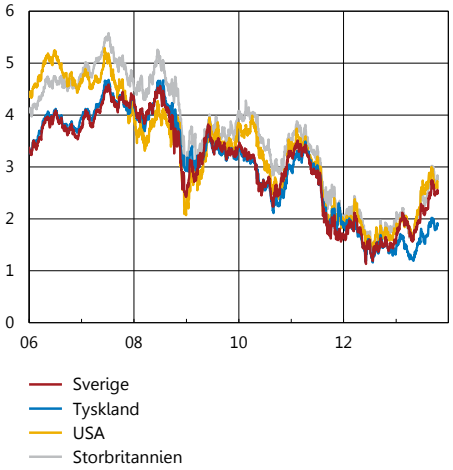
Inför FOMC-mötet i september fanns marknadsförväntningar om att Federal Reserve skulle påbörja nedtrappningen av obligationsköp, men beslutet blev att låta de månatliga köpen vara oförändrade. Detta överraskade marknadsaktörerna, vilket ledde till att räntorna föll och att aktier och andra riskfyllda tillgångar steg i pris eftersom det betydde att penningpolitiken skulle bli mer expansiv än man hade förväntat sig.[36]

Diagram A4. Valutor för utvalda tillväxtländer
Index, 2011-01-03 = 100



Källa: Bloomberg

Diagram A5. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



Källa: Reuters Ecowin

Återgång till en mer traditionell penningpolitik utgör en utmaning

Riksbankens prognos är att de positiva tecken som syns för euroområdet innebär starten på en återhämtning där och att den återhämtning som pågått i USA sedan en tid tillbaka stärks framöver. Det innebär också en gradvis normalisering av penningpolitiken i dessa delar av världen, där normaliseringen i USA är närmare förestående än den i euroområdet. Federal Reserve väntas följa sin plan för normalisering av penningpolitiken, där det första steget är att avveckla obligationsköpen genom en gradvis nedtrappning. Exakt när nedtrappningen inleds beror på hur den amerikanska ekonomin utvecklas, och även på hur osäkerheten kring finanspolitiken påverkar ekonomin.

Inför en konjunkturåterhämtning stiger normalt sett de långfristiga räntorna. Eftersom de kvantitativa lättnader som gjorts i form av obligationsköp har bidragit till att hålla de långfristiga räntorna på ovanligt låga nivåer finns det sannolikt utrymme för en större ränteuppgång än vid en normal konjunkturåterhämtning. Dock förväntas Federal Reserve anpassa normaliseringen av penningpolitiken så att ränteuppgångarna inte skapar en alltför snabb åtstramning av de samlade finansiella förhållandena. I kapitel 1 diskuteras konsekvenserna för prognosen av detta antagande om den framtida penningpolitiken i USA.

[36] Marknadsreaktionen visade även tydligt ett exempel på smittoeffekter i andra regioner. Den amerikanska 10-årsräntan föll med ca 17 räntepunkter efter annonseringen, medan exempelvis tyska och svenska räntor föll med knappt 10 räntepunkter.

Avvecklingen av kvantitativa lättnader kan skapa osäkerhet på flera sätt. Den kommande processen är till stora delar "obruten mark", där det inte finns några tidigare erfarenheter att luta sig emot när det gäller vilka effekter den har på ekonomin och de finansiella marknaderna.[37] Det gör att både centralbanker och marknadsaktörer kan komma att överraskas av varandras reaktioner, vilket kan skapa temporär volatilitet på marknaderna.

Ytterligare en osäkerhetsfaktor är hur den finansiella sektorn klarar av att hantera den ändrade likviditetssituation som uppstår när obligationsportföljen gradvis börjar minska. Federal Reserves köp av obligationer har skapat extra likviditet hos bankerna i form av reserver hos Federal Reserve. Bankernas gynnsamma likviditetssituation kan i värsta fall dölja problem i den finansiella sektorn som kan komma till ytan i takt med att obligationsportföljen och reserverna i systemet minskar.[38]

Det är också oklart hur avvecklingen av kvantitativa lättnader kommer att påverka ekonomin och tillgångspriserna på ett globalt plan. Reaktionen i vissa utvecklingsekonomiers valutakurser i samband med annonseringar från Federal Reserve visar att den amerikanska penningpolitiken kan ha stor påverkan på andra länder.[39] Exempelvis kan fortsatta ränteuppgångar i USA leda till högre räntenivåer även i Europa. Om de skuldtyngda länderna i euroområdet skulle utsättas för kraftigt stigande långfristiga räntor skulle det försvåra deras arbete med att uppnå positiva budgetsaldon och minska sina statsskulder. I kapitel 2 diskuteras eventuella konsekvenser för Sverige av ett sådant scenario.

Trots att normaliseringen av penningpolitiken kan medföra osäkerhet och tillfällig turbulens på de finansiella marknaderna är den i grunden positiv. En återhämtning i USA är normalt sett positiv för tillväxten i resten av världen.

[37] I IMF:s World Economic Outlook från oktober 2013 finns en fördjupningsruta som studerar några episoder där Federal Reserve höjer räntan och analyserar vilka effekter åtstramningarna har haft på världsekonomin. Den generella slutsatsen är att historiskt sett har den globala tillväxten fortsatt att vara stark trots amerikansk penningpolitisk åtstramning. Eftersom erfarenheterna från att avveckla omfattande kvantitativa åtgärder är ytterst begränsade finns det dock en stor osäkerhet om vilka effekter man kan vänta sig när Federal Reserve börjar normalisera sin penningpolitik.

[38] I samband med att Riksbanken under 2010 avvecklade åtgärderna som hade vidtagits under den finansiella krisen uppdagades att vissa marknadsaktörer hade anpassat sina värdepappersinnehav till att det fanns ett stort överskott av likviditet. När sedan denna likviditet snabbt minskade tvingades dessa aktörer att snabbt sälja delar av dessa tillgångar, vilket orsakade tillfällig volatilitet på de berörda marknaderna. Se även Elmér, Heidi, Guibourg, Gabriela, Kjellberg, David och Nessén, Marianne, "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar", Penning- och Valutapolitik 2012:3, Sveriges Riksbank, 2012.

[39] Att amerikansk penningpolitik har globala effekter har lyfts fram av bl.a. H. Rey, "The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", uppsats presenterad vid Jackson Hole-konferensen, Federal Reserve Bank of Kansas City, augusti 2013.