Penningpolitiska alternativ vid finansiell kris och oro för deflation

Det finns andra sätt för en centralbank att påverka ekonomin än med styrräntan. Centralbanken kan använda sig av verktyg som påverkar längre räntor, riskpremier och inflationsförväntningar. Om en centralbank hamnar i ett läge där den måste sätta styrräntan till noll finns det därför andra medel att ta till. I den akademiska litteraturen finns ett antal förslag på åtgärder som kan vidtas. En del har prövats i praktiken, bland annat i Japan och USA.

Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålspolitik som syftar till att stabilisera inflationen runt inflationsmålet men också till att stabilisera realekonomin. Reporäntan och de förväntningar om framtida reporäntor som Riksbankens intentioner (uttryckta bland annat i reporäntebanan) ger upphov till påverkar marknadsräntor som sedan påverkar aggregerad efterfrågan och inflation.

Under den finansiella krisen har de finansiella marknadernas funktionssätt försämrats vilket både har påverkat transmissionsmekanismen från reporäntan till inflation och realekonomi och medfört risker för den finansiella stabiliteten. För att förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt har Riksbanken i likhet med många andra centralbanker vidtagit ett antal speciella åtgärder.[12]

Riksbanken har också, i likhet med många andra centralbanker världen över, sänkt styrräntan i en relativt snabb takt. Styrräntan är nu nära noll i flera länder. I USA sänktes styrräntan i december till ett intervall mellan 0-0,25 procent, i Schweiz ligger den på 0,5 procent och i Japan är den satt till 0,1 procent.

Det finns ett antal verktyg en centralbank kan använda sig av för att stimulera ekonomin i en situation där styrräntan ligger nära noll och inte kan sänkas så mycket mer eller när penningpolitikens transmissionsmekanism inte fungerar som vanligt.

Vad är problemet när styrräntan är nära noll och vad kan man göra?

Efterfrågan i ekonomin påverkas av den reala räntan, det vill säga den nominella räntan minus förväntad inflation. När Riksbanken sänker reporäntan faller normalt också den reala reporäntan eftersom inflationsförväntningarna i normalfallet är trögrörliga. I ett läge med mycket svag realekonomi och låg inflation kan det behövas en låg och kanske till och med negativ realränta för att stimulera realekonomin. Även om styrräntan sätts till noll kan realräntan bli för hög för att uppnå önskvärd stimulans av realekonomin. I en sådan situation står alltså penningpolitiken inför en bindande nollränterestriktion och andra verktyg behöver tillgripas.

Läget kan vara än mer problematiskt om den svaga realekonomin sammanfaller med en finansiell kris. Då kan nämligen spreaden, skillnaden mellan de marknadsräntor som hushåll och företag möter

12 För en lista över Riksbankens åtgärder, se Riksbankens hemsida www.riksbank.se, under rubriken Finansiell stabilitet\Finansiell oro – Vad gör Riksbanken?

och styrräntan, bli särskilt stor.[13] Detta följer av att marknadsräntan pressas upp av spreadar som består av diverse riskpremier. Marknadsräntorna förblir då positiva även om styrräntan är noll, och realräntan blir ännu högre i förhållande till vad som är önskvärt för att stimulera realekonomin.

Lite förenklat kan den reala marknadsräntan skrivas som:

Real marknadsränta = Styrränta + spread – förväntad inflation (1)

Även om styrräntan sänkts till noll eller nära noll kan den reala marknadsräntan bli för hög. Positiva spreadar kan exempelvis bidra till att realräntan blir för hög. Realräntan kan också bli för hög om inflationsförväntningarna är för låga. Särskilt ogynnsamt är det om förväntningar om deflation, dvs. negativ inflation uppstår. De åtgärder som en centralbank kan använda sig av för att sänka realräntan när styrräntan redan är noll kan alltså i princip delas in i två kategorier: de som påverkar inflationsförväntningarna och de som påverkar spreadarna. De senare sammanfaller i hög grad med åtgärder som vidtas för att förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt.

Riksbankens penningpolitiska ramverk och inflationsförväntningarna

Centralbankens mål och kommunikation påverkar förväntningarna om inflation och räntor och spelar därför alltid en viktig roll. Ett trovärdigt och siffersatt inflationsmål bidrar till att inflationsförväntningarna inte blir för låga. Genom att publicera en väl underbyggd prognos för inflationen och styrräntan kan centralbanken påverka förväntningarna om inflation och framtida styrräntor. Därmed kan centralbanken också visa vilken real styrränta som leder till att inflationsmålet uppnås och realekonomin stabiliseras. Centralbankens prognoser utgör alltså centrala verktyg för att påverka inflationsförväntningarna. Centralbanker som – i likhet med Riksbanken – har ett väl etablerat siffersatt inflationsmål kan därför ha lättare att skapa trovärdighet för sin politik. Riksbanken står därför väl rustad med sin nuvarande utformning av penningpolitiken när det gäller möjligheterna att motverka alltför höga realräntor och för låg inflation.

Andra sätt att påverka inflationsförväntningarna

I den akademiska litteraturen diskuteras alternativa sätt att påverka inflationsförväntningarna. Till exempel diskuteras möjligheten att införa ett prisnivåmål, det vill säga en målsatt bana för den framtida prisnivån. Om prisnivåmålet är trovärdigt kommer de långsiktiga inflationsförväntningarna att vara stabila även om låg inflation eller deflation förväntas på kort sikt. Ett prisnivåmål kan ses som ett genomsnittligt inflationsmål för en längre tidsperiod, till exempel några år.

13 För mer information om spreadar och riskpremier, se fördjupningen "Den finansiella krisen och penningpolitikens effekter" i denna rapport.

Ett annat sätt att hålla uppe inflationsförväntningarna och som också diskuterats i litteraturen skulle kunna vara att hålla valutakursen fast på en låg nivå tills ett prisnivåmål eller inflationsmål uppfyllts och sedan låta den flyta igen.[14] Om flera länder samtidigt har en bindande nollränterestriktion kan de dock inte alla samtidigt hålla en låg valutakurs mot varandra. I en sådan situation behövs alltså en gemensam diskussion om ländernas penning- och valutapolitik.

En centralbank kan påverka längre räntor och spreadar

En centralbank styr normalt de allra kortaste räntorna i ekonomin. Det finns dock många olika räntor och en centralbank har i princip möjlighet att påverka alla dessa. Det kan man göra genom att köpa eller sälja statspapper eller andra värdepapper med längre löptid. I en situation där styrräntan är satt till noll kan centralbanken därför vid behov påverka längre räntor i nedåtgående riktning. Man kan också försöka påverka förväntningarna på den framtida styrräntan och därmed även längre nominella räntor. Detta kan till exempel göras genom att centralbanken i sin kommunikation deklarerar att den har för avsikt att hålla den korta räntan låg under en relativt lång period.

I tider av finansiell kris kan det vara stor skillnad mellan den styrränta som sätts av centralbanken och de räntor som individer och företag möter på grund av att riskpremierna (eller spreadarna) ökar. Eftersom det är marknadsräntorna som företag och hushåll möter som spelar roll för investeringar och konsumtion har alla åtgärder som genomförs för att få ner spreadarna eller räntorna på specifika marknader också en stimulerande effekt på den aggregerade efterfrågan. De kan därför ses som komplement till den traditionella penningpolitiken, även när de främst genomförs i syfte att värna om den finansiella stabiliteten. Centralbanken kan agera direkt på olika marknader som inte fungerar genom att exempelvis erbjuda lån mot säkerheter och genom köp av olika typer av värdepapper. Man kan även bredda antalet motparter som får låna direkt av centralbanken.

Sådana åtgärder kan även vara aktuella när styrräntan inte är noll. Sedan i höstas har ett antal centralbanker och även Riksbanken genomfört en rad åtgärder för att underlätta kreditförsörjningen och den allmänna situationen på de finansiella marknaderna. Riksbanken har exempelvis ökat sin utlåning till bankerna mot säkerheter i bland annat bostadsobligationer och vidgat den typ av säkerheter som bankerna kan lämna (till bland annat företagscertifikat). Ett annat exempel är den amerikanska centralbanken, Federal Reserve. I syfte att minska bolåneräntorna har Fed till exempel inrättat ett program för att köpa värdepapper med bostadslån som säkerhet från de statliga bolåneinstituten.

14 Detta är en del i ett förslag som kallas "The Foolproof Way" och har presenterats bland annat i L.E.O. Svensson, (2003), "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others." Journal of Economic Perspectives 17.

Ett annat program, som är ett samarbete med det amerikanska finansdepartementet, innebär att Federal Reserve kommer att låna ut med tillgångar som billån, studielån och lån garanterade av "the Small Business Administration" som säkerhet. Fed har även utökat löptiden på lån och antalet institutioner som får låna direkt av centralbanken samt agerat direkt på till exempel marknaden för företagscertifikat.

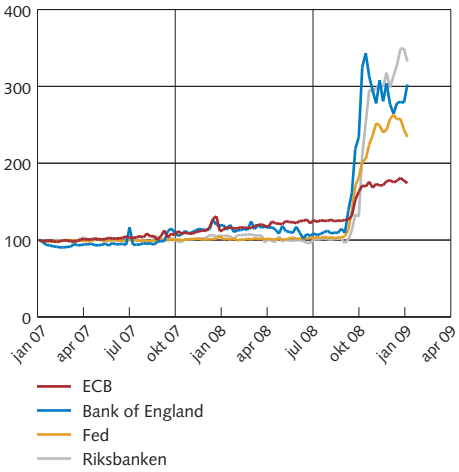
Åtgärderna påverkar centralbankernas balansräkningar

När centralbanken lånar ut pengar till bankerna eller köper olika typer av finansiella tillgångar ökar bankernas tillgång till betalningsmedel (likviditet). Då ökar även den monetära basen, det vill säga summan av mängden utestående sedlar och mynt samt bankernas inlåning (reserver) i centralbanken. Detta kan bidra till att tillgången på krediter ökar i ekonomin. Att den monetära basen ökar är normalt en följdeffekt av sådana åtgärder som beskrivits ovan. Men det kan också vara en uttalad strategi då styrräntan är noll. Det var exempelvis något som prövades i Japan i början av 2000-talet. Där präglades den ekonomiska utvecklingen under 1990-talets senare del bland annat av relativt svag tillväxt, inflation nära noll eller till och med deflation och problem inom den finansiella sektorn. 1999 sänkte den japanska centralbanken styrräntan till noll. År 2001 inledde centralbanken ett program där man genom att öka den monetära basen försökte stimulera ekonomin. Åtgärderna pågick fram till 2006 och bidrog till att den japanska centralbankens balansräkning ökade kraftigt.

En ökning av den monetära basen kan vara ett sätt att åstadkomma det som diskuterats i den akademiska litteraturen (prisnivåmål och svag valutakurs). Men trots att den monetära basen ökade mycket i Japan är det svårt att bedöma om programmet verkligen fick någon större stimulerande effekt på den japanska ekonomin. För att en ökning i den monetära basen ska få någon effekt på inflationsförväntningarna bör den uppfattas som permanent, men den expansion som genomfördes av Bank of Japan uppfattades av allt att döma som tillfällig, vilket den också var. Den monetära basen minskades senare kraftigt innan styrräntan höjdes över noll.

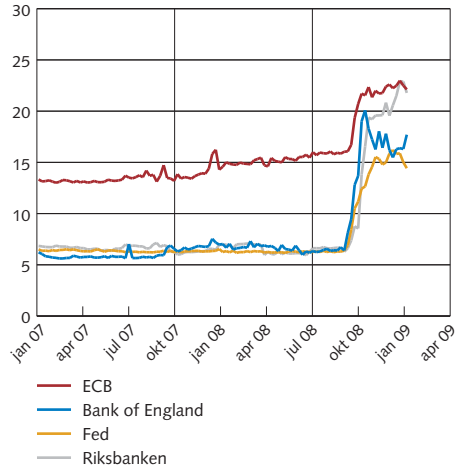
Även Federal Reserves åtgärder i den aktuella krisen har bidragit till en betydande ökning av omslutningen på dess balansräkning. Syftet har emellertid inte varit att uppnå något kvantitativt mål för bankernas reserver utan att förbättra kreditförsörjningen.[15] Detsamma gäller för ECB, Bank of England och Riksbanken, vars balansräkningar också ökat i omfattning (se diagram R1 och R2). De exakta skälen för detta, och åtgärdernas utformning, varierar dock mellan länderna och beror bland annat på tillståndet i bankerna och den finansiella strukturen i respektive land. Samtidigt visar centralbankernas åtgärder, och dess effekter, att det finns andra sätt att påverka marknadsräntor, inflation och realekonomi än förändringar i styrräntan.

Diagram R1. Centralbankers balansomslutning
Index, januari 2007 = 100



Källor: Respektive centralbank

Diagram R2. Centralbankers balansomslutning
Procent av BNP



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, SCB samt respektive centralbank.

15 Bank of Japans åtgärder har i litteraturen betecknats med "quantitative easing". Federal Reserve beskriver istället sina åtgärder som "credit easing". Se "The crisis and the policy response", tal av B. Bernanke, the Stamp Lecture, London School of Economics, Jan 13, 2009, www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm.