Okonventionella åtgärder och risk för inflation

De okonventionella åtgärder som Riksbanken har vidtagit har kraftigt ökat den monetära basen, vilket enligt läroboksmodeller skulle kunna innebära en avsevärd ökning av penningmängden med betydande inflationsrisker framöver. Ökningen av den monetära basen avspeglar dock en ökad efterfrågan på reserver i Riksbanken som har uppstått som följd av finansieringsproblem på interbank- och värdepappersmarknaderna, vilket talar emot denna utveckling. Utan Riksbankens åtgärder hade marknadsräntorna blivit högre samtidigt som inflationen och resursutnyttjandet hade blivit alltför lågt.

Centralbanker bedriver normalt penningpolitik genom att via styrräntan påverka de räntor som hushåll och företag möter. Under den finansiella krisen har det dock varit nödvändigt att komplettera den penningpolitiska verktygslådan med mer okonventionella metoder för att få de finansiella marknaderna att fungera bättre, underlätta kreditförsörjningen och reducera olika riskpremier som har motverkat penningpolitiken.[17]

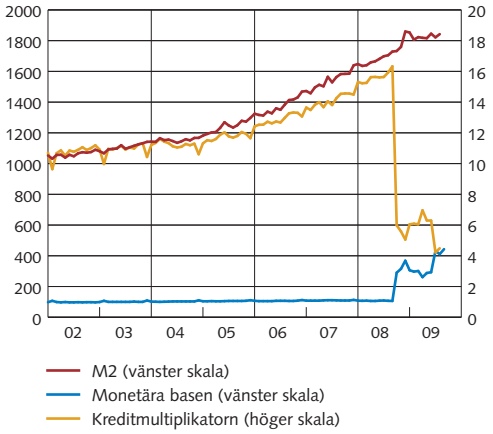
Riksbankens utlåning har underlättat bankernas finansiering

De okonventionella åtgärder som Riksbanken och många andra centralbanker har genomfört har bland annat bestått i att ge lån på längre löptider än vanligt till sina motparter, ge lån i amerikanska dollar, godkänna ett större antal värdepapper som säkerhet och utöka kretsen av motparter. Riksbanken har under krisens förlopp gett lån till banksystemet med tre, sex och tolv månaders löptid så att bankerna lättare och effektivare kan klara av sin korta och medelfristiga finansiering. Riksbanken har därmed fungerat som en intermediär inom banksystemet. Åtgärderna har sammantaget gjort att omslutningen på centralbankernas balansräkningar har ökat kraftigt. Riksbankens tillgångar och skulder har till exempel ökat från knappt 200 miljarder kronor i september 2008 till drygt 650 miljarder kronor i mitten av oktober 2009.

Innebär denna expansion av balansräkningen en ökning av penningmängden som i sin tur lägger grunden för högre inflation längre fram i tiden? Mekanismen innebär något förenklat att en ökad utlåning till banksystemet får bankerna att öka sin utlåning. Då allmänhetens tillgång till krediter ökar stiger efterfrågan i ekonomin, vilket spär på inflationen. Men som framgår av den senaste tidens penningmängdsstatistik innebär expansionen av centralbankens balansräkning inte per automatik att penningmängden i samhället ökar kraftigt (se diagram 3:11 i kapitel 3). Utan Riksbankens åtgärder hade dock både utlåningen och penningmängden varit lägre.

17 Se exempelvis fördjupningarna "Den finansiella krisen och penningpolitikens effekter" i Penningpolitisk rapport, februari 2009 och "Riksbankens nya åtgärder" i Finansiell stabilitet 2009:1.

Diagram R2. Penningmängden (M2), monetära basen och kreditmultiplikatorn
Miljarder kronor respektive kvot



Källor: SCB och Riksbanken

Riksbankens utlåning har ökat den monetära basen

Vanligtvis skiljer man på de pengar allmänheten – med vilket här menas icke-finansiella företag och hushåll – innehar och centralbankens utbud av pengar. Allmänhetens innehav av likvida medel kan beräknas på olika sätt beroende på hur likvida de är. Riksbankens utbud av pengar består av flera poster på dess balansräknings skuldsida: Utestående sedlar och mynt samt bankernas inlåning i Riksbanken. Den senare brukar i läroboksmodeller även kallas reserver. I Riksbankens balansräkning är det tre poster som tillsammans bildar motsvarigheten till lärobokens reserver: finjusteringen av transaktioner, utestående riksbankscertifikat samt medel på inlåningsfaciliteten. Dessa tre poster samt sedlar och mynt utgör tillsammans den så kallade monetära basen och det är den som har ökat kraftigt i och med att Riksbanken ökat sin utlåning till bankerna (se diagram R2).

Här kan det vara värt att poängtera att en ökad utlåning från Riksbanken till bankerna, vilket innebär en ökning på balansräkningens tillgångssida, automatiskt leder till en ökning på skuldsidan, antingen i form av en ökad sedelmängd eller genom att bankernas reserver ökar. På kort sikt ändras inte allmänhetens efterfrågan av sedlar och mynt, så all utlåning kommer på ett eller annat sätt tillbaka till Riksbanken i form av ökade reserver. Detta betyder dock inte att utlåningen varit utan effekt, utan speglar blott det faktum att systemet är slutet. Med det senare menas att om Riksbanken lånar ut till en bank, som in tur använder detta för att exempelvis öka sin utlåning till ett företag, som in sin tur använder detta för att finansiera investeringar eller betala löner kommer dessa medel att deponeras i en bank som i sin tur sätter in dem på konto i Riksbanken.

Är det då möjligt att bankernas ökade tillgång till betalningsmedel indirekt har påverkat allmänhetens penningmängd och därmed hotar att vara inflationsdrivande? För att förstå detta kan det vara bra att först gå igenom den vanliga läroboksmodellen av hur efterfrågan och utbud av reserver påverkas av centralbankens åtgärder och sedan mot denna bakgrund diskutera Riksbankens åtgärder under den finansiella krisen.

I lärobokens modell antas ofta att centralbanken påverkar räntor och kreditvolym i ekonomin genom att påverka bankernas reserver i centralbanken, vilket i sin tur påverkar penningmängden.[18] I modellen håller bankerna en likviditetsbuffert på ett inlåningskonto i centralbanken (reserver) som ger ingen eller mycket låg avkastning. Varje enskild bank vill därför inte hålla mer reserver än vad den behöver för att möta tillfälliga svängningar i sina in- och utbetalningar.

När centralbanken ökar reserverna leder det i läroboksmodellen till att räntorna sjunker, bankerna ökar sin utlåning till allmänheten och därmed ökar penningmängden. Mekanismen som gör att det blir balans mellan utbud och efterfrågan av reserver är att de banker som

18 Se exempelvis M. Marquis, Monetary Theory and Policy, Saint Paul: West Publishing Company,1996.

har överskottslikviditet väljer att låna ut denna för att få högre avkastning på sina tillgångar. Banken måste då sänka räntorna för att öka sin utlåning. Ökad utlåning leder i sin tur till ökad inlåning och denna process fortgår tills inlåningen blir så stor att bankerna är villiga att hålla de reserver som centralbanken bjuder ut.

Riksbankens räntestyrningssystem utnyttjar normalt inte de mekanismer som baseras på att centralbanken via öppna marknadsoperationer påverkar bankernas reserver och därmed räntan. Istället kan systemet beskrivas som att Riksbanken bestämmer nivån på styrräntan, det vill säga reporäntan, och sedan anpassar marknadsoperationerna så att efterfrågan på sedlar tillgodoses.[19] Vanligtvis är bankernas efterfrågan på reserver i Riksbanken noll. De svenska bankerna utjämnar tillfälliga under- eller överskott på sina konton i Riksbanken genom att låna ut till varandra över natten på den så kallade interbankmarknaden. Riksbanken hjälper till med så kallade finjusterade operationer så att Riksbankens in- och utlåningsfaciliteter inte behöver användas.[20]

Ökningen av den monetära basen avspeglar en ökad efterfrågan på reserver

Ett sätt att förena lärobokens beskrivning med vad som hänt i Sverige är att säga att den finansiella krisen medfört en kraftig ökning av efterfrågan på reserver och en minskad kreditmultiplikator (se diagram R2).[21] Den ökade efterfrågan på reserver har kunnat hanteras inom ramen för det befintliga räntestyrningssystemet. Den stora skillnaden mot tiden före krisen är storleken på Riksbankens marknadsoperationer. Banksystemets efterfrågan på reserver och därmed även efterfrågan på riksbankslån har också varierat under det gångna året. Detta indikerar att Riksbankens balansomslutning kommer att kunna återgå till en normal storlek utan någon dramatik.

Riksbankens åtgärder syftade och leder sannolikt till lägre marknadsräntor och högre inflation än vad som hade varit fallet om de inte hade vidtagits. Därtill har sänkningen av reporäntan också bidragit till att hålla uppe efterfrågan på krediter och motverkat en alltför låg inflation. Men givet det svaga efterfrågeläget och det låga kostnadstryck som väntas framöver bedöms åtgärderna inte utgöra något hot mot inflationsmålet. Det har snarare varit nödvändiga åtgärder för att undvika en alltför låg inflation och ett alltför lågt resursutnyttjande.

---

19 K. Mitlid och M. Vesterlund, "Räntestyrning i penningpolitiken – hur går det till?" Penning- och valutapolitik, Nr 1, 2001, Sveriges riksbank och "Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken", Riksbankspublikation.

20 Riksbankens motparter har möjlighet att mot vissa i förhand godkända säkerheter i Riksbankens betalningssystem RIX låna svenska kronor över natten till reporäntan plus ett påslag om 0,50 procentenheter. Det finns också en möjlighet att sätta in pengar över natten på konto i RIX till reporäntan minus 0,50 procentenheter. Med en reporänta på 0,25 procent innebär det att en bank som deponerar pengar över natten i RIX idag får en negativ ränta.

21 Det finns enligt läroboken en relation, en så kallad kreditmultiplikator, mellan penningmängden/inlåningen och reservernas storlek. En kreditmultiplikator på exempelvis 10 innebär att inlåningen och därmed penningmängden ökar med 1000 om reserverna ökar med 100.