

## FÖRDJUPNING

# Effekter av centralbankers tillgångsköp

Centralbanker har under en tid ökat sina balansräkningar genom omfattande köp av finansiella tillgångar. Ett exempel är Riksbanken, som har köpt svenska statsobligationer till ett värde av ca 290 miljarder kronor. Tillgångsköpen innebär ett avsteg från de metoder som tidigare har ansetts tillhöra en centralbanks normala penningpolitiska styrmedel. Denna fördjupning beskriver varför centralbankerna började med tillgångsköpen. Vidare redovisas vad ett urval av studier säger om tillgångsköpens effekter på ekonomin.

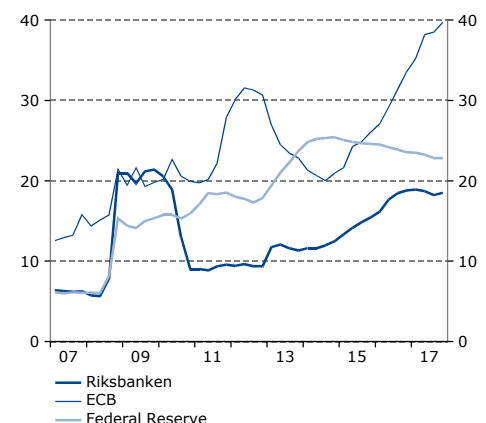
Flera centralbanker har genomfört omfattande tillgångsköp och ökat sina balansräkningar (se diagram 126) för att uppnå respektive lands inflationsmål. Federal Reserve började med tillgångsköpen 2009 medan ECB och Riksbanken<sup>43</sup> inledde sina tillgångsköp i början av 2015.<sup>44</sup> Det finns en rad studier som analyserar effekterna av de aktuella tillgångsköpen på ekonomin. Kunskaper om hur dessa tillgångsköp har påverkat ekonomin kan ge vägledning om vad effekterna blir på ekonomin när centralbankerna minskar sina balansräkningar igen. Federal Reserve började minska sin balansräkning i oktober 2017. ECB och Riksbanken nettoköper fortfarande tillgångar. Framöver kommer troligen även dessa två centralbanker att avsluta nettoköpen och att börja trappa ner sina balansräkningar.

### BEHOV AV MER EXPANSIV PENNINGPOLITIK BAKOM TILLGÅNGSKÖP

I februari 2015 beslutade Riksbankens direktion att sänka repo-räntan och att börja köpa nominella statsobligationer på andrahandsmarknaden.<sup>45</sup> Köpen skulle då omfatta statsobligationer med löptider mellan ett och fem år. Besluten fram till och med det penningpolitiska mötet i april 2017 omfattar köp av statsobligationer till ett nominellt belopp som totalt uppgår till

Diagram 126 Centralbankers balansräkning

Procent av BNP, löpande priser, kvartalsvärden



Källor: SCB, Riksbanken, Eurostat, ECB, BEA, Federal Reserve, Macrobond och Konjunkturinstitutet.

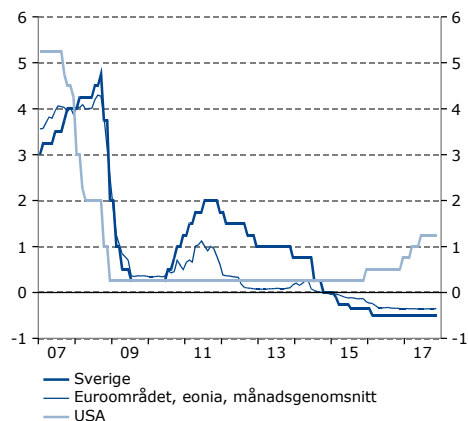
<sup>43</sup> Riksbankens kraftigt ökande balansräkning under finanskrisen 2008–2010 bestod av en ökad utlåning till banksektor samt förstärkning av valutareserven genom upplåning från Riksgälden. Valutareserven förstärktes ytterligare med 100 miljarder kronor i slutet av 2012.

<sup>44</sup> Bank of Japan introducerade den här typen av tillgångsköp i mars 2001. Japan behandlas inte i denna fördjupning.

<sup>45</sup> Riksbankslagen förbjuder Riksbanken att köpa statsobligationer direkt från staten.

**Diagram 127 Styrräntor**

Procent, månadsvärden



Källor: Riksbanken, Euribor-EBF, Federal Reserve, Macrobond och Konjunkturinstitutet.

290 miljarder kronor.<sup>46</sup> I mitten av 2017 ägde Riksbanken ca 40 procent av statens utestående nominella obligationer och ca 20 procent av de reala obligationerna.

Riksbanken är inte den enda centralbank som köpt tillgångar för stora belopp i penningpolitiskt syfte. Efter finanskrisen 2008 sänkte flera centralbanker sina styrräntor för att stimulera efterfrågan och motverka en allt för låg inflation. Flera av centralbankerna sänkte styrräntan ner mot noll, i några fall till strax under noll (se diagram 127). Trots det bedömde flera centralbanker att det behövdes mer penningpolitisk stimulans. Det finns dock risker med att låta styrräntan bli allt för negativ. Om bankernas inlåningsräntor blir negativa finns det en risk att bankkunderna kan föredra att hålla sina sparmedel i kontanter i stället för på bankkonton. Det kan i sin tur dränera bankerna på likvida medel, med negativa följder för det finansiella systemet. Därför anses noll procent, eller strax där under, vara en så kallad effektiv nedre gräns för styrräntor.<sup>47</sup> Penningpolitiken kan ändå göras mer expansiv genom att centralbanken köper finansiella tillgångar från andra aktörer i ekonomin, för att på så vis pressa ner marknadsräntor med långa löptider. Detta leder till att centralbankens tillgångar ökar. Samtidigt ökar även skulderna genom att bankernas reserver i centralbanken ökar. Stora tillgångsköp i penningpolitiskt syfte är en del av det som brukar kallas *kvantitativa lättnader*.<sup>48</sup>

#### HUR FUNGERAR TILLGÅNGSKÖPEN?

Styrräntor, som hör till centralbankers normala penningpolitiska styrmedel, påverkar i första hand räntor på kortfristiga lån mellan banker. Det primära syftet med tillgångsköpen är att sänka marknadsräntor längre ut på avkastningskurvan, till exempel femårig eller tioårig statsobligationsränta.<sup>49</sup>

Styrräntor och tillgångsköp kan verka genom gemensamma kanaler. Nedan följer en beskrivning av några vanligt förekommande kanaler som diskuteras i litteraturen om centralbankers tillgångsköp i penningpolitiskt syfte.

<sup>46</sup> Beslutet i april 2017 omfattar köp av statsobligationer till i slutet av 2017, exklusive återinvesteringar. Köpen gäller statsobligationer med löptider upp till 25 år. En obligations nominella belopp är en förutbestämd mängd pengar som ägaren av obligationen får på förfallodagen.

<sup>47</sup> Se Borio, C. och A. Zbair, "Unconventional monetary policies: a re-appraisal", BIS Working Papers, 2016.

<sup>48</sup> Kvantitativa lättnader innefattar också expansioner av centralbankers balansräkningar i syfte att ge akut likviditetsstöd till det finansiella systemet. Riksbanken gav likviditetsstöd i samband med finanskrisen 2008, se vidare fördjupningen "Finanskrisen och centralbankernas balansräkningar" i *Konjunkturläget*, mars 2009.

<sup>49</sup> En avkastningskurva beskriver obligationers avkastning (räntor) i termer av löptiden.

### Viktiga kanaler genom vilka tillgångsköpen verkar

Tillgångsköp kan verka genom *portföljbalanskanalen*. En centralbank som köper och behåller tillgångar från en marknad, begränsar utbudet av dessa tillgångar för andra investerare. Det gör att priset på tillgångarna stiger och räntan, det vill säga den framtida avkastningen, sjunker. Därför söker sig investerare till andra marknader med tillgångar som har högre ränta, och högre risk. Den ökade efterfrågan sänker räntan även på dessa tillgångar. På så sätt sprider sig ökad efterfrågan på tillgångar till andra marknader så att priserna stiger och räntorna sjunker även där. De finansiella förhållandena blir därmed gynnsammare i flera delar av ekonomin.<sup>50</sup>

En centralbanks tillgångsköp kan dessutom signalera att styrrentan kommer hållas låg under lång tid framöver. Det här kallas *signaleringskanalen*. En trovärdig centralbank som äger stora mängder obligationer med lång löptid antas normalt inte vilja höja styrrentan snabbare än vad som är förenligt med de långa marknadsräntorna eftersom det skulle leda till stora förluster för centralbanken. Förlusterna kan skada centralbankens oberoende och undergräva dess framtida förtroende.<sup>51</sup>

En tredje kanal är *osäkerhets-* eller *riskpremiekanalen*.<sup>52</sup> Centralbankens köp av tillgångar kan minska osäkerheten om ekonomins utsikter. Det sänker riskpremier vilket leder till att tillgångspriser stiger och räntor sjunker.

Kanalerna ovan gör att räntor i ekonomin sjunker. Det kan leda till att valutan försvagas, vilket skapar mer direkta inflationsimpulser. Denna mekanism kallas för *växelkurskanalen* och är av stor vikt för små öppna ekonomier, som Sverige. *Växelkurskanalen* är inte lika betydelsefull för stora länder, som till exempel USA, eftersom utrikeshandeln bara motsvarar en liten del av dessa ekonomier.<sup>53</sup>

Tillgångsköpen leder även till mer likvida medel i banksystemet. Det kan stimulera bankernas utlåning och benämns därför *kredit-* eller *bankutlåningskanalen*.<sup>54</sup>

<sup>50</sup> Se fotnot 51 eller Benigno, P., "The relevance or irrelevance of asset purchase programs", Penning- och valutapolitik, nr. 3, 2016.

<sup>51</sup> Se Haldane, M., M. Roberts-Sklar, T. Wieladek och C. Young, "QE: the story so far", Staff Working paper nr. 624, Bank of England, 2016.

<sup>52</sup> I engelskspråkig litteratur *confidence* eller *uncertainty channel*. Se fotnot 51 och Weale, M. och T. Wieladek, "What are the macroeconomic effects of asset purchases?", Journal of Monetary Economics, 2016.

<sup>53</sup> Diez de los Rios, A. och M. Shamloo, "Quantitative easing and long-term yields in small open economies", IMF Working paper 212, 2017.

<sup>54</sup> Se fotnot 51.

### Uppmätta effekter på tillgångspriser av tillgångsköp

Omfattande empiriska belägg talar för att de tillgångsköp som flera centralbanker genomfört sedan finanskrisen har lett till lägre obligationsräntor än vad som annars skulle ha varit fallet. De flesta av dessa resultat kommer från händelsestudier (*event studies*) men även andra statistiska analysmetoder har använts.<sup>55</sup> Centralbankernas tillgångsköp har varierat i omfattning och inriktning vilket gör det svårt att finna generella siffror för hur stora effekterna är. Nedan presenteras resultat från några olika studier i syfte att ge en översiktlig bild av hur stora effekterna har blivit.

Federal Reserve har sedan 2009 gjort tillgångsköp för drygt 4 400 miljarder dollar. Ett genomsnitt av flera empiriska studier ger att den kumulativa effekten av annonseringen av dessa tillgångsköp har lett till drygt 1 procentenhet lägre 10-årig statsobligationsränta i USA.<sup>56</sup>

Fyra studier av Bank of Englands annonseringar av tillgångsköp på 375 miljarder pund indikerar att statslåneräntan blivit lägre och att pundet har försvagats som en följd av tillgångsköpen. Räntor på statsobligationer med medellång till lång löptid har blivit ca 0,4 till 1,0 procentenhet lägre än vad som annars vore fallet. I en av studierna beräknas tillgångsköpen ha försvagat pundet med 4 procent.

ECB annonserade i januari 2015 att den avsåg att köpa tillgångar för 1 140 miljarder euro fram till och med september 2016. Uttalanden från ECB före annonseringen gjorde dock att tillgångsköpen till stor del redan var förväntade på finansiella marknader. Dessa uttalanden och den slutliga annonseringen beräknas ha lett till att den 10-åriga statsobligationsräntan i euroområdet sammantaget blivit nära 0,50 procentenheter lägre än annars.<sup>57</sup>

I samband med att Riksbanken i februari 2015 meddelade att den avsåg att köpa statsobligationer för 10 miljarder kronor och sänka reporäntan med 0,10 procentenheter sjönk den 5-åriga statsobligationsräntan med 0,16 procentenheter och den 10-åriga med 0,11 procentenheter. Enligt Riksbankens beräkningar sjönk de två statsräntorna 0,04 till 0,05 procentenheter på grund av reporäntesänkningen. Resterande effekt berodde på annonseringen av tillgångsköpen och övrig kommunikation från Riksbanken. I samband med den extra insatta presskonferensen i

<sup>55</sup> För en sammanfattning av flera studier, se Borio, C. och A. Zabai, "Unconventional monetary policies: a re-appraisal", BIS Working Papers, 2016.

<sup>56</sup> För studierna om USA och Storbritannien, se fotnot 47.

<sup>57</sup> Altavilla, C, G Carboni och R Motto, "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", European Central Bank Working Papers, nr. 1864, 2015.

mars 2015, då köp om ytterligare 30 miljarder kronor annonserades, sjönk den 10-åriga statsobligationsräntan med 0,15 procentenheter. Riksbankens bedömning är att 0,05 av dessa 0,15 procentenheter berodde på aviseringen av statsobligationsköpen.<sup>58</sup>

Programmen som genomförts av Federal Reserve har haft betydande spridningseffekter till andra länder. Köpen har pressat ner löptidspremier på den globala räntemarknaden, vilket lett till lägre marknadsräntor även i andra ekonomier.<sup>59</sup>

Sammantaget framkommer en tydlig bild av att tillgångsköpen har haft de väntade effekterna på tillgångspriser i samband med att köpen annonserats. Det är dock inte självklart vilka effekter tillgångsköpen haft på den ekonomiska aktiviteten.

### **Under vissa förutsättningar kan effekterna på den ekonomiska aktiviteten av tillgångsköp utebli**

Från en teoretisk utgångspunkt är det fullt tänkbart att en centralbanks tillgångsköp inte får någon effekt på den ekonomiska aktiviteten.

I beskrivningen av *portföljbalanskanalen* ovan tas ingen hänsyn till kopplingen mellan finansieringen av centralbankens verksamhet och statens finanser. När en centralbank köper tillgångar från den privata sektorn tar centralbanken över risker som den privata sektorn tidigare bar. Om dessa risker realiserar och orsakar förluster kan centralbankens framtida vinstutbetalningar till staten bli mindre. Om förlusterna blir stora kan staten, och därigenom skattebetalarna, till och med tvingas skjuta till nytt kapital. På detta sätt kanaliseras riskerna i centralbankens balansräkning tillbaka till den privata sektorn via staten och framtida högre eller lägre skatteuttag. Den privata sektorn bär därmed risken för de tillgångar de en gång sålde till centralbanken. Under vissa antaganden kan man därför visa att centralbankens tillgångsköp inte påverkar hushållens totala (framåtblickande) förmögenhet och i förlängningen inte heller inflationen och BNP.<sup>60</sup>

### **Skattade effekter av tillgångsköp på inflation och BNP**

Modellskattningar av tillgångsköpens effekter på inflation och BNP varierar från att tillgångsköpen inte har någon effekt alls till

<sup>58</sup> Se De Rezende, R. B., D. Kjellberg och O. Tysklind, "Effekter på finansiella priser på Riksbankens obligationsköp", Ekonomiska kommentarer, nr. 13, Sveriges Riksbank, 2015.

<sup>59</sup> Se fotnot 51 och Diez de los Rios, A. och M. Shamloo, "Quantitative easing and long-term yields in small open economies", IMF Working paper 212, 2017.

<sup>60</sup> Benigno, P., "The relevance or irrelevance of asset purchase programs", Penning- och valutapolitik, nr. 3, 2016.

att de har påtagliga effekter. Valet av analysmetod kan spela stor roll för de beräknade effekterna. De metoder som används har alla problem på ett eller annat sätt. Dessutom har tillgångsköpen i penningpolitiskt syfte inte pågått särskilt länge, vilket är ett allmänt problem vid beräkningarna. Resultaten från modellskattningarna är därför mycket osäkra.

Till skillnad från effekterna på tillgångspriser finns det ingen konsensus om tillgångsköpen har haft effekt på inflation och BNP eller inte. Nedan redovisas resultaten från ett urval av studier.<sup>61</sup>

Ett antal studier redovisar att Federal Reserves första och andra omgång med tillgångsköp (QE1 och QE2) har BNP-nivån i USA ökat. De beräknade effekterna varierar stort, från någontiondels procent upp till drygt 3 procent. Tillgångsköpens effekt på inflationen varierar från nära noll upp till hela 4 procentenheter. De uppmätta effekterna av QE1 är överlag större än av QE2, både vad gäller BNP och inflation.<sup>62</sup>

Analyser av Bank of Englands tillgångsköp visar att effekterna på BNP och inflation i Storbritannien varit i samma storleksordning som i USA.<sup>62</sup>

En nyligen publicerad modellskattning som beaktar effekterna av ECB:s första program för tillgångsköp pekar på positiva effekter på både inflation och BNP.<sup>63</sup> Programmet annonserades och introducerades i första kvartalet 2015. Enligt modellskattningen blev kvartalstillväxten i BNP knappt 0,2 procentenheter högre det första kvartalet 2015 jämfört med om tillgångsköpen inte hade annonserats och påbörjats. Under de följande kvarterna 2015 avtog den positiva effekten. De summerade effekterna på kvartalstillväxterna för 2015–2016 blev nära noll. Effekten på inflationen, mätt som årstillväxt i HIKP, blev däremot som störst andra kvartalet 2016. Inflationen var då 0,2 procentenheter högre än vad den annars skulle ha varit.

Effekten av tillgångsköpen på ekonomin kan avta vartefter tillgångsköp introduceras.<sup>64</sup> Dessutom kan tillgångsköpen ha större effekt när det finansiella systemet inte fungerar tillfredstäl-

<sup>61</sup> Det finns inte några publicerade resultat för effekterna av Riksbankens tillgångsköp på BNP och inflation i Sverige.

<sup>62</sup> Se fotnot 47 och Reza, A., E. Santor och L. Suchanek, "Quantitative easing as a policy tool under the effective lower bound", Bank of Canada Staff Discussion Paper 2015-14.

<sup>63</sup> Se Gambetti, L., A. Musso, "The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)", ECB Working Paper Series No. 2075, European Central Bank, 2017.

<sup>64</sup> Se fotnot 47 och Reza, A., E. Santor och L. Suchanek, "Quantitative easing as a policy tool under the effective lower bound", Bank of Canada Staff Discussion Paper 2015-14.

lande jämfört med under normala förhållanden.<sup>65</sup> Beläggen för dessa båda hypoteser är dock begränsade.

### RISKER MED TILLGÅNGSKÖPEN

Än så länge finns få konkreta belägg för att centralbankernas stora tillgångsköp har haft negativ effekt på respektive lands ekonomi.<sup>66</sup> Det betyder dock inte att tillgångsköpen inte medför risker. Nedan följer några risker som diskuteras i litteraturen.<sup>67</sup>

Statsobligationer utgör en särskilt likvid och säker tillgång som är viktig för en del finansiella institut och investerare, till exempel pensionsbolag. Centralbankens köp av stora mängder statsobligationer under lång tid kan få dessa finansiella institut och investerare att söka sig till mer riskfyllda tillgångar. Det kan i förlängningen få skadliga effekter på den finansiella stabiliteten. Dessutom kan detta ökade risktagande spridas via *portföljbalanskanalen* till andra tillgångsslag, vilket ytterligare ökar osäkerheten om den finansiella stabiliteten.<sup>68</sup>

Omfattande tillgångsköp kan också försämra likviditeten på de marknader där centralbanken intervenerar. Marknaden för dessa tillgångar blir mindre likvida än tidigare och investerare kräver en högre likviditetspremie. Det får priserna att sjunka och räntan att stiga, vilket motverkar centralbankens syfte med tillgångsköpen.<sup>69</sup>

En centralbank riskerar även att drabbas av förluster om den köper obligationer med lång löptid och finansierar köpen genom att öka bankernas reserver i centralbanken. Förluster uppstår om räntan från obligationerna är lägre än den under löptiden genomsnittliga räntan på reserverna.<sup>70</sup>

<sup>65</sup> Se fotnot 51.

<sup>66</sup> De Graeve, F. och J. Lindé, "Effects of unconventional monetary policy: theory and evidence", Penning och valutapolitik, nr. 1, 2015.

<sup>67</sup> För fler exempel på risker med tillgångsköpen, se fotnot 68.

<sup>68</sup> Se fotnot 69 och Andrade, P., J. Breckenfelder, F. De Fiore, P. Karadi och O. Tristani, "The ECB's asset purchase programme: an early assessment", ECB Working Paper Series No. 1956, 2016.

<sup>69</sup> Se Reza, A., E. Santor och L. Suchanek, "Quantitative easing as a policy tool under the effective lower bound", Bank of Canada Staff Discussion Paper 2015-14.

<sup>70</sup> Se Alsterlind, J., H. Erikson, M. Sandström och D. Vestin, "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", Ekonomisk Kommentar nr. 12, Riksbanken, 2015.