

Tema:

Penningpolitik i fokus

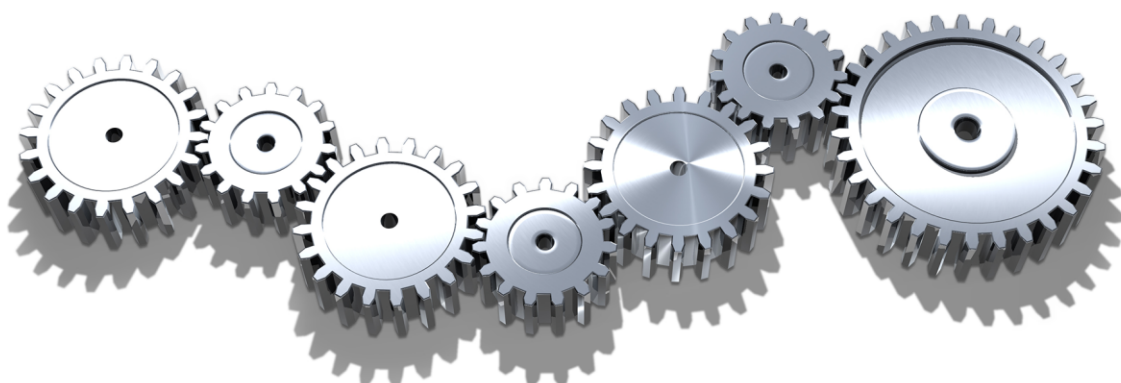
Nya tankar kring transmissionsmekanismen och inflationen

Den globala penningpolitiska åtstramningen de senaste 1,5 åren är unik i sin omfattning. Den gängse tumregeln säger att det tar 1,5-2 år innan full inflationseffekt uppnåts. De hittills till synes begränsade effekterna på tillväxt och inflation har överraskat, men också ökat oron för att vi har en realekonomisk och finansiell "baksmälla" framför oss. Utvecklingen reser frågor om eventuellt förändrade egenskaper hos både inflationen och penningpolitikens transmissionsmekanism. Vi rör oss i okänd terräng där felslut från centralbankerna kan utlösa realekonomiska och finansiella risker som i förlängningen kan påverka centralbankernas politiska oberoende.

Risken för en penningpolitisk "baksmälla" är hög. Takten i räntehöjningarna, de historiskt stora räntestegen och att många centralbanker höjt samtidigt ger en befogad oro för effekterna på ekonomisk tillväxt och stabiliteten i det internationella monetära systemet. Global privat och offentlig skuldsättning ligger på historiskt höga nivåer. Att förstå penningpolitikens transmissionsmekanism – när, var och hur politiken påverkar tillväxt och inflation – har nog aldrig varit viktigare. Frågor som ställs är t ex om de senaste årens enorma chocker och systemkriser, den okonventionella penningpolitiken sedan globala finanskrisen 2008-2009 och pandemins extrema ekonomiska stödpolitik ändrat transmissionsmekanismen i det korta- och långa perspektivet.

Vi menar, med stöd av Internationella valutafonden, BIS (Bank of International Settlements) och Bank of England, att det begränsade genomslaget på tillväxten kan förklaras av:

1. underskattning av expansiviteten i stödpolitiken,
2. strukturförändringar i transmissionsmekanismen,
3. positiva förväntningar om framtiden,
4. ändrade egenskaper hos inflationen.



Underskattad pandemikrispolitik

Den penningpolitiska transmissionen och effekterna på inflation och tillväxt avgörs av både nivån på den monetära stimulansen och förändringar i politiken. Därtill – speciellt när det finns tydliga begränsningar för hur mycket styrräntan kan sänkas – spelar även finans- och makrotillsynspolitik en roll för penningpolitikens genomslag. Beslut om t ex energistöd, amorteringsfrihet eller förväntningar om åtgärder, är faktorer som indirekt påverkar politikens genomslag. Slutsatsen blir att en rad faktorer nu skapar stora frågetecken om den förda penningpolitikens förväntade effekter.

Uppskattning av globalt pandemistöd 2020-2021

Procent av global BNP (2019)	
Finanspolitik – <u>direkt</u> budgeteffekt	9
Finanspolitik – <u>indirekt</u> budgeteffekt	9
Penningpolitik (expansion av balansräkningen)	11
Total	29

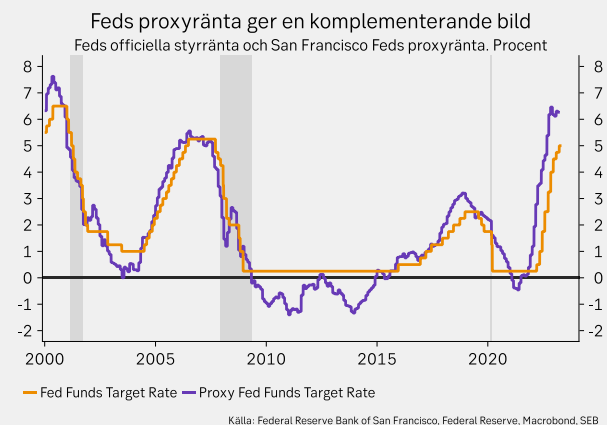
Källa: SEB (bygger på material från bl a IMF).

Enorm stödpolitik under pandemin. Vi har tidigare redovisat uppskattningar av storleken på den globala finans- och penningpolitik som fördes under pandemin 2020-2021. (1) De stora centralbankerna sänkte styrräntorna till noll procent (se nedan om naturliga räntan). Några, t ex Riksbanken, ECB och schweiziska centralbanken, införde minusräntor. (2) Centralbankerna ökade därtill balansräkningarna med 9 600 miljarder dollar, vilket motsvarar 11 procent av global BNP för 2019. (3) Regeringar runt om i världen lät finanspolitiken bli mer expansiv, ett belopp som vi uppskattar till ca 15 800 miljarder dollar. Det totala stödbeloppet landar därmed på 25 400 miljarder dollar under 2020-2021.

Hushållens konsumtion av varor ökade kraftigt under pandemin medan restriktioner begränsade möjligheten till tjänstekonsumtion. Hushållens sparande ökade påtagligt i många ekonomier som en följd av dels finanspolitiskt direktstöd, dels företagsstödet som gjorde det möjligt att behålla arbeten och dels lägre låneräntor. Att hushållskonsumtionen delvis kunnat upprätthållas under 2022 och i år, trots hög inflation och högre räntor och energipriser, är alltså ett direkt resultat av att vi underskattat hur kraftfull pandemins finanspolitik egentligen var och hur sparandet anpassats.

Den okonventionella penningpolitiken gav också betydande stöd till världsekonomin, d v s utöver genomförda räntesänkningar. Centralbankernas expansion av sina balansräkningar bedöms även ha bidragit till att pressa ned ränteläget. Tumregeln är att en ökning av balansräkningen med 1 procent av BNP

ger en press nedåt på ränteläget med 5-7 räntepunkter. Pandemins okonventionella stödpolitik på motsvarande 11 procent av BNP skulle därmed mycket grovt räknat motsvara minus 60-70 räntepunkter.

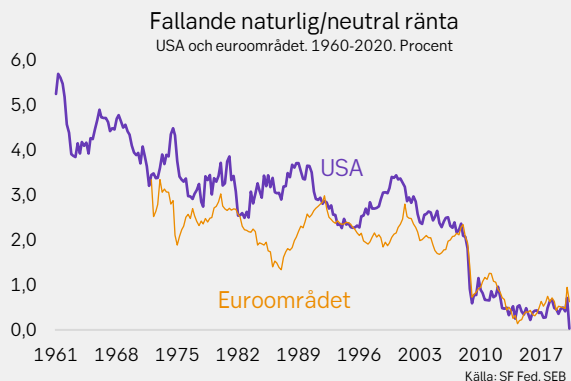


Centralbanker har försökt illustrera med nya mått var den officiella styrräntan skulle ligga om vi även beaktar t ex centralbankens expansion av balansräkningen och deras guidning av politiken. När Bank of England sänkte den officiella räntan till 0,10 procent under pandemin visar den sk "Wu-Xia-skuggräntan" att den sammantagna politiken motsvarade en styrränta på minus 4-6 procent. På motsvarande sätt har San Francisco Fed tagit fram "proxyräntan" för att bedöma penningpolitikens sammantagna effekt. "Proxyräntan" visar att när Fed sänkte räntan till som lägst 0-0,25 procent i efterdyningarna av Lehman-kollapsen 2008-2009 motsvarade det tidvis en styrränta mellan minus 1 och minus 1,5 procent. Båda dessa policymått antyder att det således finns en risk att nivån på expansiviteten kan ha underskattats och att de höjningssteg som har tagits 2022-2023 skulle fått större genomslag om utgångsläget varit mindre expansivt, d v s nivån spelar roll.

Styrräntan ställs mot naturliga räntan

Även om vi lyckas översätta de olika policyverktygen till en sammantagen nominell "skugg- eller proxyränta" kvarstår frågan: hur expansiv blev penningpolitiken? Naturliga räntan är en referenspunkt som centralbanker använder för att göra den bedömningen. Det är viktigt att notera att den naturliga räntan har varit i en fallande trend under de senaste 60 åren.

På tröskeln till pandemin låg den naturliga realräntan i USA och Europa strax över noll procent. Med ett inflationsmål på 2 procent hamnar därmed riktmärket för penningpolitiken på 2-2,5 procent. Om räntan, faktisk styrränta eller "skugg/proxyränta", ligger över detta intervall är penningpolitiken åtstramande och om räntan ligger under är den stimulerande.

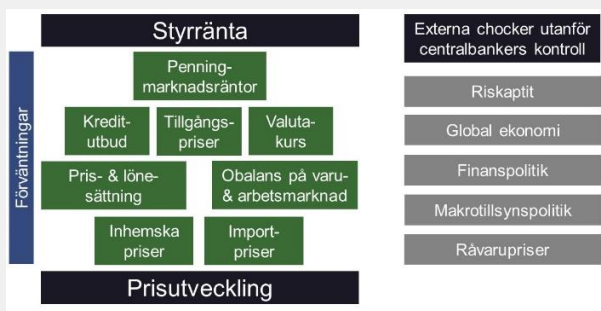


Vad är den naturliga räntan?
 Naturliga räntan är det pris på pengar som innebär att utbudet av sparande motsvarar marknadens efterfrågan på kapital. Räntan beräknas oftast i reala termer (justerat för inflation) och ska motsvara en nivå som gäller då ekonomin befinner sig i balans (full sysselsättning och prisstabilitet). Naturliga räntan tenderar att samvariera mellan olika länder.

Gäller 2-2,5 procent fortfarande som riktmärke för penningpolitiken? Svaret blir ja även om pandemin har ökat osäkerheten. Nya beräkningar från IMF visar att USA:s och Europas reala naturliga ränta ligger kvar i intervallet 0,2-0,6 procent. När inflationen på sikt kommit ned till normala nivåer förblir riktmärket 2-2,5 procent under överskådlig tid enligt IMF. Huvudskälen är en åldrande befolkning och svag produktivitet (ger sparöverskott och press nedåt på räntan) som i stort sett uppvägs av en fortsatt hög offentlig skuldsättning och finansiell fragmentering (räntepress uppåt).

En påverkad transmissionsmekanism

Kraften, graden och hastigheten i den penningpolitiska transmissionen kan förutom nivån på stödpolitiken även bero på möjliga förändringar av realekonomins och finansiella systemets underliggande struktur samt beteendet hos finansmarknader, företag och hushåll. Ett sätt att illustrera transmissionsmekanismen är att utgå från ECB:s modell (vi har gjort vissa justeringar/tillägg).



Att den monetära åtstramningens effekter begränsats kan förutom underskattad stödpolitik förklaras av två

faktorer; förväntan om ny krispolitik och att marknaden absorberat delar av åtstramningen.

Tillgångspriser har överlag uppvisat motståndskraft

vilket speglar graden av omfattande stimulans, den strukturellt fallande naturliga räntan och olika aktörers förväntan om ny krispolitik när konjunkturen viker och/eller finansiell stress uppstår. Marknadens reaktionsfunktion, och därmed transmissionsmekanismen, bör ha påverkats i försvagande riktning.

Perioden med negativa styrräntor drabbade inte hushållen, som undvek minusräntor på inlåning, vilket hade stor negativ inverkan på t ex bankers räntenetto och lönsamhet. När räntorna stiger reduceras kostnaderna, vilket ger t ex utlåningsinstitut möjlighet att inte följa normala mönster. Enligt svenska Finansinspektionen har bankers bruttomarginal på bostadslån (faktisk rörlig utlåningsränta minus kostnaden för bankernas finansiering), minskat med 0,6 procentenheter till 0,8 procent det senaste året. Därtill kan förändringar i makrotillsynspolitiken, ett nytt element i den ekonomiska politiken, påverka utlåningsmöjligheter och även penningpolitikens transmissionsmekanism.

Den regionala finansstressen i USA och krisen för Credit Suisse ger nya inblickar i transmissionsmekanismen. I en värld där insättare hanterar pengar och information digitalt ändras det finansiella landskapet med nya risker för den finansiella stabiliteten som följd. Det ger effekter på realekonomin genom förändrade riskpremier som påverkar priset på pengar och kapitalutbud. Händelserna riktar fokus på den monetära digitaliseringens potentiellt destabiliserande roll i det finansiella systemet. Även om orsakerna till utvecklingen kan kopplas till svagheter i affärsmodeller och bristande regleringar – inte enbart penningpolitiken – kan aggressiva räntehöjningar förstärka transmissionen genom ökad finansiell instabilitet.

Epilog: Även nya inflationsegenskaper?
 Slutmålet för centralbankerna, att återupprätta prisstabilitet, kan också visa sig vara utmanande. BIS liknar inflationen vid vatten; egenskaper och beteenden förändras – fruset, flytande och gas – när temperaturen förändras. Inflationsegenskaper och beteende skulle således också ändras, inte minst i den höginflationsmiljö vi befinner oss i just nu. Därmed adderas intressant och ny komplexitet till penningpolitikens möjligheter att uppnå sina mål med olika policyverktyg.