

FOLKETINGET



Finansudvalget og Europaudvalget

Folketinget Økonomiske konsulent

Til: Udvalgets medlemmer og stedfortrædere

Dato: 24. juni 2013

Kvantitative lempelser i pengepolitikken. Hvad betyder det for økonomien?

Resumé:

Pengepolitikken har fået stor betydning efter finanskrisen 2008. Det mærkede man tydeligt da den amerikanske centralbank i sidste uge antydede, at man overvejer at udfase sine opkøb af obligationer i 2014. Renterne steg i hele verden og aktiekurserne faldt.

*Notatet gennemgår kort en artikel i **Nationalbankens** kvartalsoversigt (1. kvartal 2013) med titlen: " **Ukonventionelle pengepolitiske tiltag**". Her fremgår, at centralbankernes balance i USA, Storbritannien og Japan er "svulmet" voldsomt op efter krisen i 2008. Også i den europæiske centralbank er balancen steget. Der er købt enorme mængder af obligationer og statsobligationer for at holde renten nede og holde økonomien gående. Det har, ifølge en række analyser, haft en positiv virkning på væksten i BNP og ledigheden. Uden de nye pengepolitiske tiltag ville tilbagegangen i verdensøkonomien dermed sandsynligvis være blevet endnu kraftigere.*

*Det skal dog tilføjes, at den europæiske centralbank, **ikke** er nær så involveret som de øvrige centralbanker.*

1. Indledning og problemstilling

Der har i den seneste tid været meget stor opmærksomhed omkring pengepolitikens udvikling.

I **EU** har Den Europæiske Centralbank (ECB) således i september 2012 annonceret et nyt opkøbsprogram kaldet **outright monetary transaction** (OMT), der giver mulighed for at købe statspapirer med kort løbetid.

I **USA** har centralbanken igangsat store opkøbsprogrammer under overskriften **Quantitative Easing** (QE) for at tilføre økonomien likviditet.

I **Storbritannien** har Bank of England også gennemført store kvantitative lempelser i pengepolitikken. Og i **Japan** har man gennem længere tid ført en ekspansiv pengepolitik, der har resulteret i et kraftigt fald i den japanske valuta (Yen).

Nationalbanken har i sin 1. kvartalsoversigt 2013 udarbejdet artiklen "**Ukonventionelle pengepolitiske tiltag**", der kort gennemgår de forskellige pengepolitiske tiltag. Dette notat gennemgår kort artiklen.

"Ukonventionelle pengepolitiske tiltag"

De fleste centralbanker satte de **pengepolitiske** renter kraftigt ned under finanskrisen, og i de største avancerede økonomier nåede renten nul eller meget tæt på. Hermed var muligheden for at understøtte økonomierne gennem rentenedsættelser udtømt. For at afværge en lang periode med svag vækst og faldende priser har flere centralbanker i **stedet lempet pengepolitikken gennem såkaldte ukonventionelle pengepolitiske tiltag**. Disse omfatter bl.a. likviditetsstøtte, som f. eks. er udvidelser af eksisterende lånefaciliteter eller implementering af nye for at forbedre likviditeten i banksystemet.

En **anden type tiltag** er opkøb af værdipapirer. Det kan enten være såkaldte kreditlempelser, som er målrettede opkøb af værdipapirer på specifikke markeder, hvor risikopræmierne er presset op i et niveau, der vurderes at være ude af trit med de underliggende økonomiske forhold, eller opkøb af værdipapirer med lang løbetid for generelt at bringe de lange renter ned og dermed stimulere den økonomiske aktivitet. **Sidstnævnte betegnes kvantitative lempelser**, og er også en del af de såkaldte ukonventionelle pengepolitiske tiltag.

2. USA

De første ukonventionelle pengepolitiske initiativer under finanskrisen **fra Federal Reserve (FED)** var likviditetsstøttetiltag. Således udvidede FED løbende de eksisterende lånefaciliteter og tilføjede en række nye gennem 2008 og 2009.

Kvantitative lempelser 1, 2009-2010

I november 2008 annoncerede FED den **første runde** af opkøb af værdipapirer. Opkøbsprogrammet har siden fået tilnavnet QE (Quantitative Easing). Opkøbene blev indledt i januar 2009 og fortsatte til marts 2010. FED opkøbte under QE1 samlet for 1.425 mia. dollar **realkreditobligationer** og 300 mia. dollar lange **statsobligationer** svarende til samlet **ca. 12 pct. af BNP**. FED karakteriserede opkøbene som kreditlempelser, fordi formålet var at understøtte kreditmarkedets funktion. Opkøbene var målrettet markedet for realkreditobligationer, som blev vurderet ikke at fungere optimalt.

Kvantitative lempelser 2, 2010-2011

Den **anden runde** af opkøb fra november 2010 til juni 2011, QE2, betegnede FED som kvantitative lempelser, idet opkøbene af værdipapirer med lang løbetid havde til **formål at bringe de lange renter ned** og understøtte økonomien. FED opkøbte under QE2 for 600 mia. dollar statsobligationer.

Operation twist, 2011-2012

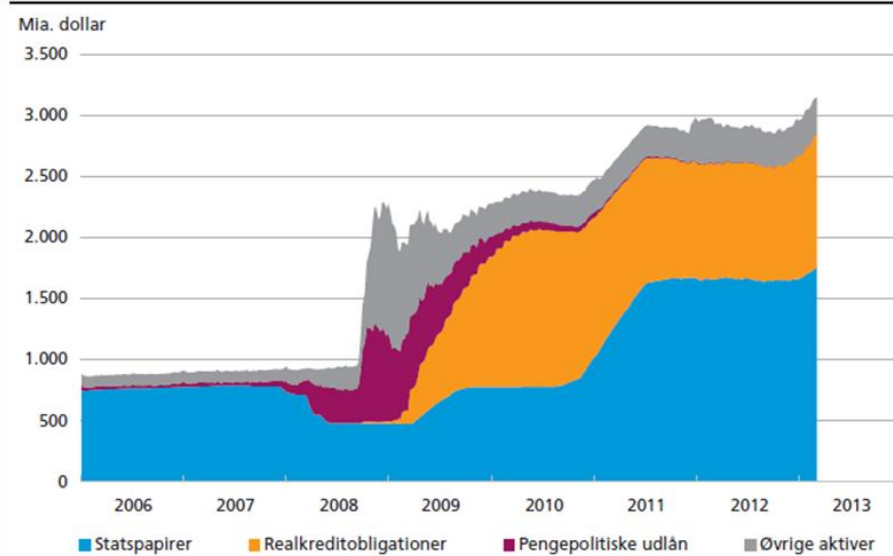
I september 2011 påbegyndte FED sit program til forlængelse af løbetider, kaldet **Operation Twist**. FED opkøbte frem til udgangen af 2012 for 667 mia. dollar statsobligationer med en løbetid på mellem 6 og 30 år finansieret ved salg af beholdningen af obligationer med en løbetid under 3 år. **Formålet var igen at bringe de lange statsrenter ned og dermed understøtte økonomiens genopretning.**

Kvantitative lempelser 3, 2012-

Den foreløbigt seneste runde af kvantitative lempelser, QE3, blev annonceret i september 2012 og udvidet i december 2012. FED har meddelt, at man vil opkøbe for 40 mia. dollar **realkreditobligationer** og 45 mia. dollar lange **statsobligationer** pr. måned. Opkøbene vil fortsætte, indtil udsigterne for arbejdsmarkedet forbedres markant. **Formålet er at lægge et nedadgående pres på de lange renter og dermed understøtte det økonomiske opsving.**

Som følge af de mange ukonventionelle pengepolitiske tiltag er FED's balance øget markant fra under 1.000 mia. dollar (ca. 7 pct. af BNP) før finanskrisen til over 3.000 mia. (næsten 20 pct. af BNP) i dag, jf. **figur 1**. Samtidig er sammensætningen ændret betydeligt.

Figur 1. Udviklingen i FED's aktiver (balance)



Kilde: Nationalbanken 1. kvartalsoversigt 2013

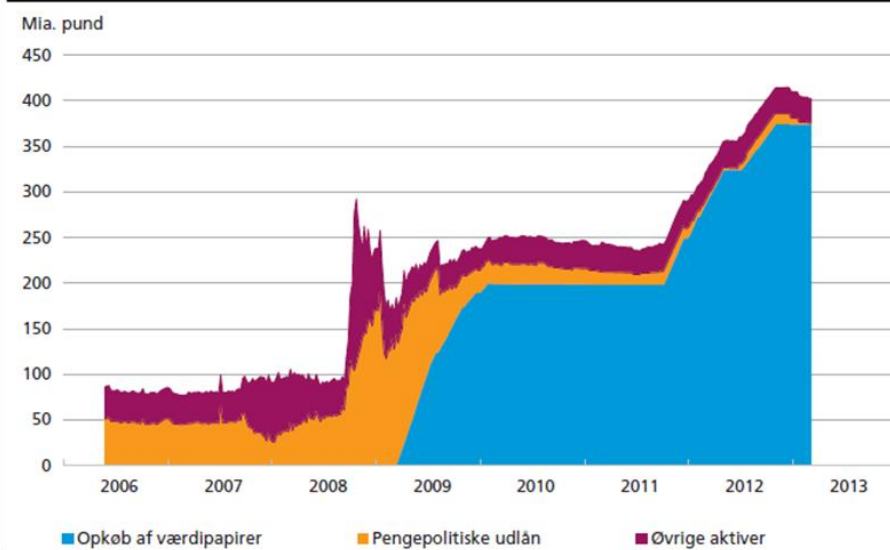
3. Storbritannien

Bank of England, BoE, annoncerede sit program med kvantitative lempelser i **marts 2009**. Inden da havde BoE udvidet flere af sine lånefaciliteter. Under opkøbsprogrammet købte BoE værdipapirer (primært statsobligationer) for 200 mia. pund frem til november 2009. Formålet var at lempe pengepolitikken mere, end det var muligt ved alene at sætte den pengepolitiske rente til tæt på nul.

Programmet blev udvidet med opkøb for 75 mia. pund i oktober 2011, med 50 mia. i februar 2012 og med yderligere 50 mia. i juli 2012. Opkøbene, som løb frem til udgangen af 2012, udgjorde således samlet 375 mia. pund svarende til ca. 25 pct. af BNP, jf. **figur 2**.

Ud over de kvantitative lempelser har BoE også implementeret et program kaldet **Funding for Lending Scheme**, hvor centralbanken stiller billig finansiering til rådighed for de banker, der øger deres udlån til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Formålet er at tilskynde bankerne til at øge kreditgivningen. Ifølge BoE skal tiltaget bl.a. ses i lyset af, **at den finansielle krise har medført en kraftig stigning i finansieringsomkostningerne for britiske banker og mindsket kreditgivningen til husholdninger og virksomheder**. Programmet blev åbnet i august 2012 og løber til udgangen af januar 2014.

Figur 2. Udviklingen i Bank of Englands aktiver (balance)



Kilde: Nationalbanken 1. kvartalsoversigt 2013

4. Euroområdet (Den Europæiske Centralbank)

ECB gennemførte ligesom FED og Bank of England en række likviditetsstøttetiltag under finanskrisen. Bl.a. forøgede ECB størrelsen af operationerne for tildeling af likviditet i oktober 2008 og implementerede ubegrænset tildeling med **fast** rente – i stedet for som tidligere fast mængde og markedsbestemt rente.

I **maj 2009** annoncerede ECB sit første program til **opkøb af værdipapirer**, Covered Bond Purchase Programme, **CBPP**, og opkøbte for 60 mia. euro særligt dækkede obligationer frem mod juni 2010.

Opkøbene blev i maj 2010 suppleret af Securities Market Programme, **SMP**, som indeholdt opkøb af især **statsobligationer**. Samlet købte ECB under SMP for 220 mia. euro i perioden maj 2010 til januar 2012, **svarende til ca. 2,5 pct. af euroområdets BNP**. Næsten halvdelen var i italienske statspapirer.

I november 2011 påbegyndte ECB endnu et CBPP-program til opkøb af særligt dækkede obligationer, men opkøbene var beskedne.

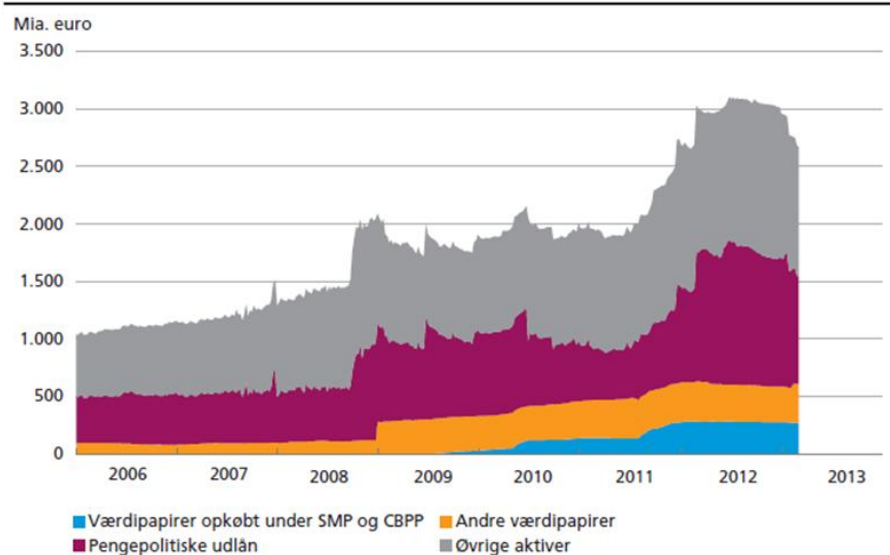
Formålet med opkøbene under de tre programmer var at mindske markeds-spændingerne, som begrænsede den pengepolitiske transmissionsmekanis-

me. **Det primære formål var at sikre**, at nedsættelserne af de pengepolitiske renter slog igennem på markedsrenterne.

Omfanget af opkøb har været **begrænset**, både sammenlignet med FED's og BoE's opkøb og med størrelsen af de markeder, der er købt op i. ECB's samlede opkøb udgør således kun omkring 3 pct. af BNP, mens FED's opkøb frem til og med 1. januar 2013 udgør ca. 17 pct. og BoE's omkring 25 pct.

ECB's begrænsede opkøb skal ses i lyset af, at ECB i højere grad end de to andre store centralbanker har fokuseret på likviditetsstøtte frem for kvantitative lempelser, jf. **figur 3**. Således gennemførte ECB i december 2011 og februar 2012 for første gang pengemarkedsoperationer med tre års løbetid, hvor bankerne samlet på de to operationer lånte over 1.000 mia. euro af ECB svarende til over 10 pct. af BNP.

Figur 3. Udviklingen i ECBs aktiver



Kilde: Nationalbanken 1. kvartalsoversigt 2013

Note: Øvrige aktiver på ca. 900 mia. euro dækker over en guldbeholdning på 440 mia. euro og en valutareserve på ca. 280 mia. euro. Andre aktiver udgør ca. 280 mia. euro (egne tal).

ECB's fokusering på **likviditetsstøttetiltag** skal ses på baggrund af, at de europæiske virksomheder i højere grad end de amerikanske baserer finansieringen på banklån frem for fx virksomhedsobligationer. Ved udgangen af 2007 udgjorde det samlede bankudlån til den private sektor 145 pct. af BNP i euroområdet, men kun 63 pct. af BNP i USA.

ECB's relativt begrænsede opkøb skal også ses i lyset af de institutionelle rammer i det europæiske samarbejde. For eksempel indebærer EU-traktaten forbud mod såkaldt monetær finansiering i form af kreditgivning til europæiske eller nationale myndigheder. Samtidig er ECB i modsætning til FED og BoE centralbank for mere end ét land, så opkøb skal fordeles på værdipapirer fra flere lande. Det rejser en særlig problemstilling om fordelingen af opkøbene og eventuel forskelsbehandling af landene.

Nyt program i september 2012 (OMT)

I september 2012 annoncerede ECB et nyt opkøbsprogram kaldet **Outright Monetary Transactions**, (OMT). OMT giver mulighed for at opkøbe statspapirer med en løbetid på 1-3 år på det sekundære marked fra **kriseramte eurolande**, som har indgået et program med eurolandenes redningsfonde og lever op til programmets konditionaliteter.

ECB har endnu **ikke** foretaget opkøb under OMT¹. Formålet med OMT er ligesom med SMP at sikre den pengepolitiske transmissionsmekanisme i alle eurolande. Samtidig ønsker ECB at sikre den finansielle stabilitet, og at der ikke er lande, som forlader eurosamarbejdet.

Formålet er altså at adressere skævheder på statsobligationsmarkedet, som skyldes investorenes ubegrundede bekymringer for, at eurosamarbejdet bryder sammen, skriver Nationalbanken.

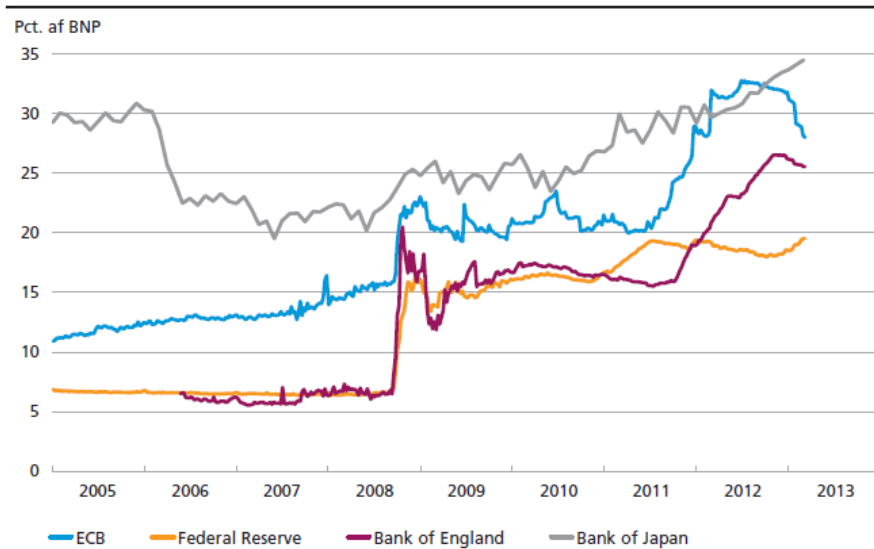
5. Japan

Bank of Japan er den første centralbank, som har gennemført kvantitative lempelser i de senere år, idet man allerede i **marts 2001** begyndte at opkøbe en række forskellige værdipapirer, primært lange statsobligationer. Formålet var i første omgang ikke direkte at få de lange renter ned, men derimod at øge de kommercielle bankers likviditetssituation og dermed forbedre deres muligheder for at øge udlånet. Opkøbene ophørte i 2006, men blev genoptaget i begyndelsen af 2009 og i større stil med annonceringen af et nyt opkøbsprogram i oktober 2010. At Japan tidligt implementerede kvantitative lempelser afspejles i Bank of Japans balance, som allerede i 2002 udgjorde over 20 pct. af BNP.

¹ Ved afslutningen af 1. kvartal 2013

De tre andre centralbankers balancer steg først markant i efteråret 2008. I 1. halvår 2012 var ECB's balance opgjort i procent af BNP større end Bank of Japans, jf. figur 4.

Figur 4. Udviklingen i centralbankernes balance (pct. af BNP)



Kilde: Nationalbanken 1. kvartalsoversigt 2013

Af figuren ses, at centralbankernes balance er øget betragteligt siden finanskrisens start i 2008, som følge af pengepolitikens store betydning i perioden efter 2008. Det store spørgsmål er, hvor længe pengepolitikken vil spille så stor en rolle? (egen bemærkning)

6. Evaluering af programmerne

De fleste undersøgelser tyder på, at opkøbsprogrammerne har ført til den **ønskede reduktion af markedsrenterne**, selv om størrelsesordenen vurderes forskelligt. Samtidig ser programmerne ud til at have **øget aktiekurserne og andre aktivpriser**. Effekterne på realøkonomien er sværere at kvantificere, bl.a. fordi programmerne som nævnt ovenfor virker gennem flere forskellige transmissionsmekanismer og med en vis forsinkelse.

USA

FED's likviditetsstøttetiltag er i mindre grad end opkøbsprogrammerne behandlet i den økonomiske litteratur. I et af de studier, der analyserer effekten af tiltagene, vurderes det ud fra modelsimulationer, **at de har medvirket til at undgå en endnu kraftigere økonomisk recession end den under krisen.**

Efter annonceringen af kreditlempelserne under QE1 var der et markant

fald i den 10-årige statsrente og i den 30-årige boligrente, jf. **figur 5** (side 10). De fleste analyser finder da også, at FED's opkøb var med til at fjerne en betydelig del af den ekstraordinært høje **risikopræmie** på realkreditobligationer og **nedbringe** renten på langfristede statsobligationer.

Der var desuden en afsmittende effekt på beslægtede markeder. FED's opkøb bidrog til at retablere et velfungerende sekundært marked for realkreditobligationer. Hvis dette marked ikke havde været velfungerende, ville renterne på realkreditlån have været omtrent 0,3 procentpoint højere.

I den økonomiske litteratur vurderes det generelt, at **QE1** havde mærkbare realøkonomiske effekter. De viser gennem simulationer, at **QE1 løftede BNP med over 2 procentpoint**. Den relativt store effekt på realøkonomien skal ses i lyset af, at bankernes udlånsmuligheder i modellen er hæmmet af bankernes svage kapital situation på grund af prisfaldene på deres beholdning af fx realkreditobligationer.

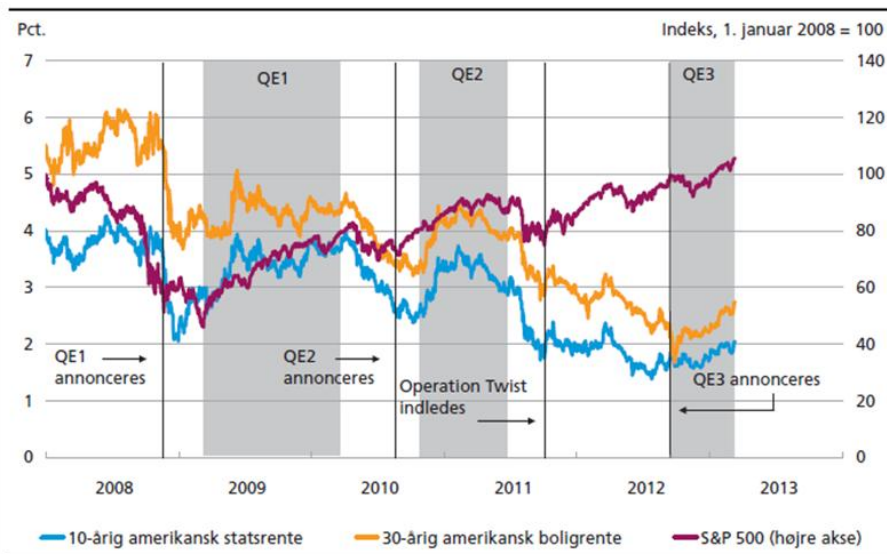
Centralbankens opkøb øger prisen på obligationerne og forbedrer derigennem bankernes kapitalforhold og deres udlånsmuligheder. I beregningerne får opkøb herved stor positiv effekt på realøkonomien. Analysen omfatter kun FED's opkøb og **ikke** de øvrige krisehåndteringstiltag som fx Troubled Asset Relief Program, TARP, hvor det amerikanske finansministerium foretog kapitalindsud direkte i bankerne.

Med hensyn til **QE2** finder de fleste event-studier, at opkøbene var med til at reducere renterne på langfristede statsobligationer med 0,15-0,20 procentpoint. Desuden vurderes ydermere, at renten på obligationer med statsgaranti (fx realkreditobligationer udstedt af Fannie Mae og Freddie Mac) faldt med 0,13 procentpoint, dvs. stort set lige så meget som på statspapirerne. Der var også en lille afsmittende effekt på virksomhedsobligationsrenterne på 0,02-0,04 procentpoint. Effekten af opkøbene under QE2 var mindre end under QE1, hvilket formentlig kan tilskrives, at markedsfunktionaliteten ikke var lige så hæmmet og likviditeten ikke helt så lav som under QE1.

I de fleste studier af QE2 baseret på makroøkonomiske sammenhænge er de anslåede effekter på BNP og inflation betydelige. I FED's empiriske makroøkonomiske model for USA er det beregnet, at QE2 løftede BNP med 0,6 procentpoint og inflationen med 0,1 procentpoint.

Der findes dog andre studier, hvor de anslåede realøkonomiske effekter af QE2 er væsentligt mindre, hvor effekten er 0,13 procentpoint på BNP og 0,03 procentpoint på inflationen

Figur 5. Finansielle variable og FED's opkøbsprogrammer



Kilde: Nationalbanken 1. kvartalsoversigt 2013

Det ses af **figur 5**, at der tilsyneladende har været en mærkbar effekt af de forskellige pengepolitiske tiltag på renten i USA. Ydermere har aktiekursindekset (S&P) også haft en stigende tendens siden begyndelsen af 2009.

Storbritannien

Det er estimeret, at første runde af BoE's opkøbsprogram har **reduceret** renterne på mellem- og langfristede britiske statsobligationer med ca. 1 procentpoint. Effekterne på de øvrige markedsrenter er mere usikre.

I samme analyse sammenholdes den forventede og faktiske størrelse af de annoncerede opkøb. Konklusionen er, at statspapirrenterne falder 0,006 procentpoint for hver ekstra, uventet, milliard pund, der opkøbes for. Dermed gav uventede opkøb for 200 mia. pund et fald i de langfristede statsrenter på 1,25 procentpoint.

På baggrund af forskellige metoder er det estimeret, at første runde af det britiske opkøbsprogram løftede BNP med 1,5-2 procentpoint og inflationen med 0,75-1,5 procentpoint.

Euroområdet

I euroområdet har udvidelserne af lånefaciliteterne bidraget til at sikre, at den pengepolitiske transmissionsmekanisme har kunnet fungere under krisen. Det er sket ved at stabilisere pengemarkedet. Tilsvarende har opkøbene under SMP-programmet ifølge ECB medvirket til at sikre effektiviteten af den pen-

gepolitiske transmissionsmekanisme, bl.a. ved at begrænse negativt afsmitende effekter fra de kriseramte eurolande under statsgældskrisen.

Selv om ECB's ukonventionelle tiltag ikke direkte har haft til hensigt at styrke efterspørgslen i økonomien, har de haft betydelige realøkonomiske effekter. Nogle undersøgelser konkluderer, at de ukonventionelle tiltag understøttede kreditgivningen til den private sektor, og at arbejdsløsheden ville have været 0,5 procentpoint højere uden dem.

Med venlig hilsen

Niels Hoffmeyer (3602) / Sune Clausen