Makrotillsyn och penningpolitik

En viktig lärdom från den finansiella krisen är att det inte räcker med tillsyn av enskilda institut för att värna den finansiella stabiliteten. Det behövs också en aktiv politik för att hantera och motverka risker som hotar det finansiella systemet som helhet. Detta nya politikområde kallas makrotillsyn. Dess syfte är både att öka det finansiella systemets motståndskraft mot störningar, och att förebygga uppbyggnaden av finansiella obalanser i ekonomin. Regeringen har nyligen föreslagit att Finansinspektionen ska få det huvudsakliga ansvaret för makrotillsynsverktygen, inklusive den kontracykliska kapitalbufferten. Att ansvarsförhållandet har klargjorts skapar bättre förutsättningar för att minska riskerna med bland annat hushållens skuldsättning. I takt med att olika makrotillsynsverktyg införs och kunskapen ökar om hur de fungerar i praktiken, kommer konsekvenserna för penningpolitiken att gradvis bli tydligare. Riksbankens uppgifter och mål är oförändrade. Precis som tidigare kommer Riksbanken att behöva följa och analysera risker och motståndskraft i det finansiella systemet, dels för att se hur dessa påverkar den allmänna ekonomiska utvecklingen och därmed penningpolitiken, dels för att bidra till att främja den finansiella stabiliteten.

Den finansiella krisen som bröt ut hösten 2008, efter att den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers kraschade, har visat vilka enorma kostnader som drabbar samhället när det finansiella systemet inte fungerar.[47] I många länder gick företag och banker i konkurs med en hög arbetslöshet som följd. Skuldbördan i den offentliga sektorn steg när stater var tvungna att gå in och stödja banksystemet. Det medförde i sin tur stora neddragningar i den offentliga verksamheten.

En viktig lärdom från den finansiella krisen är att det inte räcker med tillsyn av enskilda institut för att värna den finansiella stabiliteten utan att det också behövs en aktiv politik för att hantera och motverka risker som hotar det finansiella systemet som helhet. Det innebär ett tydligare fokus på att förebygga systemrisker, det vill säga att förebygga risker som hotar det finansiella systemets funktionsförmåga. Därför pågår nu ett omfattande internationellt arbete för att stärka motståndskraften i det finansiella systemet. Ett nytt politikområde, så kallad makrotillsyn, har växt fram, vars syfte är att öka det finansiella systemets motståndskraft mot störningar, men också att förebygga uppbyggnaden av finansiella obalanser i ekonomin.[48] Makrotillsynen ska ses som ett komplement till den traditionella tillsynen (mikrotillsynen) som fokuserar på enskilda institut.

I det internationella arbetet spelar det europeiska makrotillsynsorganet ESRB (European Systemic Risk Board) en viktig roll. ESRB har bland annat gett en rekommendation om delmål och instrument för

[47] Samhällskostnaden av den globala finanskrisen, i termer av utebliven tillväxt, har av vissa ekonomer uppskattats till mellan 1 och 5 gånger global BNP, se Haldane, Andrew (2010), The $100 Billion Question. Tal, Bank of England.
[48] Begreppet makrotillsyn har dock funnits sedan 1970-talet, se Clement, Piet (2010), The term 'macroprudential': origins and evolution. BIS Quarterly Review March 2010.

makrotillsyn i EU-länderna.[49] Man bidrar därmed till att länderna i EU utvecklar en väl genomtänkt verktygslåda för makrotillsyn. Makrotillsynsverktygen delas normalt in i strukturella verktyg, det vill säga sådana som är avsedda att minska de strukturella riskerna i den finansiella sektorn, och cykliska verktyg, som är avsedda att variera över tiden.

Regeringen föreslår att Finansinspektionen ska få huvudansvaret för makrotillsynsverktygen

Regeringen har nyligen föreslagit att Finansinspektionen ska få det huvudsakliga ansvaret för makrotillsynsverktygen, inklusive den kontracykliska kapitalbufferten.[50] Regeringen föreslår också att ett formaliserat finansiellt stabilitetsråd inrättas, bestående av finansmarknadsministern och cheferna för Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden. Rådet ska vara ett forum med protokollförda möten men inte ett beslutsfattande organ. Rådet ger de deltagande parterna möjlighet att diskutera risker i det finansiella systemet och sina bedömningar av lämpliga åtgärder för att hantera och motverka sådana risker.

Att regeringen kommit med besked om var ansvaret för makrotillsynsverktygen ska ligga är positivt. Det skapar bättre förutsättningar att minska riskerna med bland annat hushållens skuldsättning. Men arbetet med att motverka finansiella obalanser är relevant för flera olika politikområden. Det är därför bra att de myndigheter som arbetar med dessa frågor genom det formaliserade stabilitetsrådet får en möjlighet att mötas och föra diskussioner.

Riksbankens uppgifter och mål är i och med detta oförändrade. Riksbanken ska upprätthålla ett fast penningvärde och främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det senare handlar i praktiken om att främja stabiliteten i det finansiella systemet. Riksbanken ska därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken vars syfte är att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Det ger Riksbanken en central roll när det gäller att säkerställa att den makroekonomiska utvecklingen är hållbar och stabil.

Makrotillsyn och penningpolitik verkar delvis genom samma kanaler

Penningpolitik och makrotillsyn påverkar båda de finansiella förhållandena på olika finansiella marknader. Styrräntan har en direkt inverkan på den ränta bankerna tillämpar när de lånar till och från varandra från en dag till nästa. Förändringar i denna så kallade dagslåneränta sprider sig sedan till räntor med längre löptider och högre kreditrisk. Riksbanken publicerar en prognos för styrräntan, vilken också bidrar till att påverka räntor med längre löptider. Bankerna finansierar mycket av sin utlåning med inlåning som ofta har en relativt kort löptid. Penningpolitiken påverkar därför bankernas

[49] ESRBs uppgifter är att identifiera risker för stabiliteten i det finansiella systemet i EU och att utfärda varningar och/eller rekommendationer vid allvarliga risker.
[50] Se Finansdepartementet (2013), Ett förstärkt ramverk för finansiell stabilitet, promemoria, 26 augusti, 2013.

finansieringskostnader och mängden krediter i ekonomin när styrräntan ändras. En höjning av styrräntan dämpar normalt sett efterfrågan och inflationstakten i ekonomin och omvänt när styrräntan sänks.[51]

Även vissa makrotillsynsverktyg verkar genom att på olika sätt begränsa eller öka mängden krediter i ekonomin.[52] Den **kontracykliska kapitalbufferten** är ett nytt verktyg som ingår som en del av det kommande kapitaltäckningsregelverket, Basel III.[53] Under perioder då riskerna i det finansiella systemet ökar ska bankerna bygga upp kapitalbuffertar, som sedan kan användas när riskerna realiseras eller minskar.[54] Verktyget kommer därmed att ha en direkt effekt på det finansiella systemets motståndskraft men kan också bidra till att begränsa kredittillväxten och skulduppbyggnaden. Det är normalt sett dyrare för bankerna att finansiera sig med eget kapital än med lån.[55] En höjning av kapitalbufferten kommer därför att öka bankernas finansieringskostnader, vilket kan medföra högre utlåningsräntor och därmed minskad utlåning. Den kontracykliska kapitalbufferten påverkar dock mer explicit än penningpolitiken relativpriset på risk i ekonomin. En höjning av bufferten fördyrar riskfylld utlåning relativt sett mer än utlåning med liten risk.

Den kontracykliska kapitalbufferten är ett kraftfullt men trubbigt verktyg som påverkar all utlåning från bankerna. Om eventuella problem skulle vara koncentrerade till en viss sektor kan **sektorsvisa kapitalkrav**, det vill säga kapitalkrav riktade mot en viss sektor, vara mer effektiva. Transmissionsmekanismen för sektorsvisa kapitalkrav påminner om den som gäller för den kontracykliska kapitalbufferten. Även i detta fall påverkas relativpriserna, men förändringen sker mellan olika sektorer snarare än efter risk. Om kapitalkraven ökar för en viss sektor blir finansieringskostnaderna för denna sektor alltså högre relativt andra sektorer. Det tenderar att minska utlåningen till den sektorn. Ett sätt att införa sektorsvisa kapitalkrav är att anpassa **riskvikterna** på tillgångarna till en viss sektor. Det kan exempelvis vara att höja riskvikterna för bolån i förhållande till andra lån.[56] Det ökar bankernas finansieringskostnader för just bolån och innebär förmodligen att bolåneräntorna höjs mer än andra utlåningsräntor.

Till skillnad från övriga verktyg som nämnts så har **bolånetaket** en direkt påverkan på efterfrågan på krediter, eftersom det begränsar storleken på hushållets lån i förhållande till värdet på huset. Syftet

---

[51] Se även Hopkins, Elisabeth, Lindé, Jesper och Söderström, Ulf (2009), Transmissionsmekanismen och den finansiella krisen. *Penning- och valutapolitik,* 2009:2. Sveriges riksbank.

[52] För en översikt av makrotillsyn och dess verktyg, se Nordh Berntsson, Christina och Molin, Johan (2012), Ett svenskt ramverk för makrotillsyn. *Penning- och valutapolitik,* 2012:1. Sveriges riksbank och Smets, Frank (2013), Financial stability and monetary policy: How closely interlinked? *Penning- och valutapolitik,* 2013:3, under utgivning. Sveriges riksbank.

[53] Basel III är ett regelverk som togs fram efter finanskrisens utbrott och som ställer krav på bankernas kapital och likviditet. Inom EU börjar det nya regelverket tillämpas i januari 2014 och det ska vara infört fullt ut i januari 2019.

[54] Att kapitalbufferten är kontracyklisk innebär att den varierar över tiden. I goda tider när ekonomin är stark och systemriskerna tenderar att öka ska bankerna stärka sin kapitalställning. När tiderna blir sämre och systemriskerna realiseras eller avtar ska buffertkravet sänkas så att bankerna kan täcka sina förluster utan att behöva minska på kreditgivningen, se Juks, Reimo, (2012), Tillämpning av Baselkommitténs standardmetod för att fastställa det buffertkrav som ska tillämpas för kontracykliska kapitalbuffertar i Sverige. *Ekonomisk kommentar* nr 1, 2013. Sveriges riksbank.

[55] Det finns även argument som talar för att kostnaden för eget kapital kan minska med en lägre skuldsättning. En lägre skuldsättning minskar risken för aktieägarna och deras kompensation för risk kan därmed bli lägre, se Modigliani, Franco och Miller, Merton (1958), The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review,* 48 (3), 261–297.

[56] För att bestämma kapitalkravet multipliceras först bolånet med en så kallad riskvikt som ska återspegla riskerna i bankernas bostadsutlåning. Det resulterar i ett riskvägt belopp och det är detta belopp som är föremål för kapitalkrav.

med att använda bolånetaket som makrotillsynsverktyg är att minska riskerna för en ohållbar skulduppbyggnad samt att öka bankernas motståndskraft, genom att förlusterna vid fallissemang blir lägre.

Det finns också skillnader mellan penningpolitik och makrotillsyn

Penningpolitiken och många makrotillsynsverktyg verkar alltså genom liknande kanaler och har snarlika effekter, men det finns också avgörande skillnader. Penningpolitiken spelar en viktig roll för hushållens och företagens inflationsförväntningar. Dessa är viktiga för bland annat företagens prissättning och lönebildningen. Penningpolitiken har också stor betydelse för växelkursutvecklingen. Makrotillsynsverktygens effekt på dessa variabler är mer osäker.

Vidare finns det skillnader vad beträffar hur väl målen för de bägge politikområdena kan kvantifieras. Prisstabilitetsmålet kan relativt enkelt mätas och kvantifieras med hjälp av KPI. Att verka för ett stabilt finansiellt system handlar till stor del om att undvika händelser som i och för sig har låg sannolikhet men som kan innebära stora kostnader. Därmed är målet betydligt svårare att fånga i termer av ett värde.

Slutligen kan penningpolitiken i vissa avseenden vara ett ”bredare” verktyg än makrotillsynsverktygen. Till exempel kan styrräntan vara mer effektiv än makrotillsynsverktygen om en kreditexpansion sker i delar av den finansiella sektorn som inte omfattas av de finansiella regleringarna. Regleringar som bara avser vissa delar av det finansiella systemet riskerar att kringgås (det uppstår så kallat ”regulatory arbitrage”). Detta har uttryckts av Jeremy Stein vid den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, som att ”changes in rates may reach into corners of the market that supervision and regulation cannot”. [57]

Koppling mellan olika politikområden

Kopplingen mellan makrotillsyn och penningpolitik handlar alltså om olika verktygs effekter men också om avvägningen mellan olika mål. De olika målen prisstabilitet, makroekonomisk stabilitet och finansiell stabilitet är inte oberoende av varandra. Det går till exempel knappast att upprätthålla prisstabilitet och makroekonomisk stabilitet när en finansiell kris inträffar. Samtidigt byggs finansiella obalanser ofta upp i tider då ekonomin är överhettad. Men finansiella obalanser kan också byggas upp under relativt lugna förhållanden, vilket den senaste finansiella krisen är ett exempel på. Det finns också en koppling som beror på att de olika politikområdenas verktyg slår olika brett och att finansiella regleringar kan kringgås, som påpekats ovan. Penningpolitiken kan därför i vissa fall fungera som ett komplement till makrotillsynen. Styrräntan och makrotillsynsverktygen kan alltså både motverka och understödja varandras mål.

[57] Se Stein, Jeremy C. (2013), Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses. Anförande vid ”Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter”, forsknings-symposium sponsrat av Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri.

Makrotillsyn och penningpolitik har även kopplingar till andra politikområden såsom finanspolitik och mikrotillsyn. Finanspolitiska åtgärder som exempelvis en begränsning av möjligheterna att göra avdrag för räntekostnader kan medverka till att minska risken för att finansiella obalanser byggs upp. Åtgärder som bedöms vara lämpliga för enskilda institut från ett mikrotillsynsperspektiv kan i vissa situationer sammantaget leda till systemrisker i det finansiella systemet. Det finns alltså kopplingar mellan flera olika politikområden inte bara i krissituationer utan också i den förebyggande politiken. Det finansiella stabilitetsrådet kommer att utgöra ett viktigt forum för diskussioner av sådana kopplingar.

Makrotillsynen påverkar makroekonomin och därmed förutsättningarna för penningpolitiken

Eftersom olika makrotillsynsåtgärder påverkar den ekonomiska utvecklingen kommer Riksbanken att behöva ta hänsyn till detta när penningpolitiken utformas. Om exempelvis efterfrågan skulle dämpas till följd av makrotillsynsåtgärder behöver penningpolitiken ta hänsyn till detta. På liknande sätt tar Riksbanken redan idag hänsyn till vad som görs inom andra politikområden som till exempel finanspolitiken.

Finanspolitiken påverkar efterfrågan i ekonomin via bland annat den offentliga sektorns inkomster och utgifter. När exempelvis skatterna ändras påverkas hushållens konsumtion och företagens investeringar och därmed i slutändan även efterfrågan och inflationen. I det penningpolitiska beslutsunderlaget görs prognoser för den ekonomiska utvecklingen och där ingår även effekterna från finanspolitiken. Vanligtvis antas att finanspolitiken följer sitt historiska mönster, bestämt av konjunkturutvecklingen och uppsatta mål.

De makroekonomiska effekterna av de nya makrotillsynsverktygen kommer också att behöva integreras i det penningpolitiska beslutsunderlaget. Men det kommer också att finnas skillnader eftersom det inte finns något historiskt mönster av makrotillsyn att utgå ifrån och eftersom målen för makrotillsynen är svårare att kvantifiera än finanspolitikens mål. Analysen av hur olika makrotillsynsverktyg påverkar den makroekonomiska utvecklingen kommer i och med detta succesivt att behöva utvecklas och tydliggöras.

Både penningpolitiken och makrotillsynen påverkar risker

En ohållbar skulduppbyggnad kan försämra möjligheterna att mer långsiktigt stabilisera inflationen runt inflationsmålet och uppnå en balanserad ekonomisk utveckling. Penningpolitiken kan i sig medverka till att finansiella obalanser byggs upp. När räntan hålls låg under en lång tid kan det medföra att aktörerna i ekonomin börjar förvänta sig att den låga räntan är bestående. Det kan leda till att de ökar sin skuldsättning på ett ohållbart sätt. Det penningpolitiska beslutet innebär därför en avvägning mellan kortsiktiga effekter på inflations- och konjunkturutsikterna och mer långsiktiga risker

förknippade med en ohållbar skulduppbyggnad. [58] De långsiktiga riskerna förknippade med hushållens skulder bör dock minska när makrotillsynsåtgärder genomförs.

Införandet av nya makrotillsynsverktyg kommer på ett eller annat sätt att påverka förutsättningarna för penningpolitiken. Men hur den påverkas och i vilken takt är svårt att avgöra i nuläget. Det finns fortfarande bara begränsad erfarenhet av hur makrotillsynen fungerar i praktiken. Den akademiska forskningen på området är dessutom i sin linda, vad gäller både empiriska och teoretiska studier. Men i takt med att olika makrotillsynsverktyg införs och kunskapen ökar om hur de fungerar i praktiken, kommer konsekvenserna för penningpolitiken att gradvis bli tydligare. Riksbanken kommer, precis som tidigare, att behöva följa och analysera risker och motståndskraft i det finansiella systemet, dels för att se hur dessa påverkar den allmänna ekonomiska utvecklingen, och därmed penningpolitiken, dels för att bidra till att främja den finansiella stabiliteten.

[58] För en utförlig beskrivning se fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" i Penningpolitisk rapport, juli 2013.