Om prisstabilitet och finansiell stabilitet

Av Sonja Daltung
Författaren är verksam på forskningsavdelningen.

Arbetet med att uppnå prisstabilitet och finansiell stabilitet har bedrivits mer eller mindre parallellt, som om de vore två oberoende mål. Penningpolitiken är inriktad på att uppnå prisstabilitet, medan en rad olika medel används för att upprätthålla finansiell stabilitet. Syftet med denna artikel är att tydliggöra sambandet mellan de två målen. Effekten av penningpolitik beror på den finansiella sektorns funktionssätt som i sin tur beror på åtgärder vidtagna för att upprätthålla finansiell stabilitet. Den främsta risken med att operationalisera målen var för sig är att inte tillräcklig hänsyn tas till de beröringspunkter som finns mellan målen. Artikeln avslutas med några frågor om operationaliseringarna som förtjänar att utredas vidare.

Prisstabilitet och finansiell stabilitet anses vara huvudmålen med Riksbankens verksamhet.[1] Inom Riksbanken har arbetet med att uppnå de två målen bedrivits mer eller mindre parallellt, som om målen vore oberoende av varandra. Under senare tid har dock frågor om sambanden mellan de två målen fått ökad uppmärksamhet och såväl inom som utanför Riksbanken pågår en debatt om huruvida en målkonflikt kan tänkas föreligga.

Prisstabilitet och finansiell stabilitet anses vara huvudmålen med Riksbankens verksamhet.

Författaren tackar Lars Hörngren, Kerstin Mitlid, Anna-Karin Nedersjö, Gustaf Sjöberg, Staffan Viotti och Anders Vredin för konstruktiva synpunkter. Martin Andersson, Claes Berg, Villy Bergström och Hans Dillén har lämnat värdefulla synpunkter på ett tidigare utkast till denna artikel.

[1] I riksbankslagen sägs att Riksbanken, enligt regeringsformen, har ansvaret för penningpolitiken och att målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Vidare sägs att Riksbanken också skall främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Både prisstabilitet och finansiell stabilitet är nödvändiga för ett väl fungerande finansiellt system.

För att utforska eventuella samband mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet måste målen analyseras i ett sammanhang. Vanligtvis analyseras betydelsen av prisstabilitet för den *reala* ekonomins funktionssätt. Låg och stabil inflation sägs skapa goda förutsättningar för hög och stabil real tillväxt i ekonomin. Finansiell stabilitet har däremot att göra med det *finansiella* systemets funktionsförmåga. Ansatsen i denna artikel är att *både* prisstabilitet och finansiell stabilitet är nödvändiga för ett väl fungerande finansiellt system. Hur väl det finansiella systemet fungerar har i sin tur stor betydelse för den reala ekonomin och samhällsmedborgarnas välfärd. Genom att analysera betydelsen av prisstabilitet för det finansiella systemets effektivitet i stället för att gå direkt på betydelsen av prisstabilitet för den reala ekonomins funktionssätt, framträder sambandet mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet.

Att staten har ett ansvar för att upprätthålla prisstabilitet följer av statens roll i betalningssystemet. Att tillhandahålla ett system för betalningar kan sägas utgöra en av det finansiella systemets huvudfunktioner. Stabila priser är en förutsättning för att betalningssystemet ska fungera effektivt. Eftersom mängden betalningsmedel i ekonomin påverkar prisnivån, måste staten som producent av betalningsmedel ta ett ansvar för prisstabiliteten. Att staten behöver ingripa för att upprätthålla finansiell stabilitet beror på förekomsten av informationsproblem, externa effekter och problem med så kallad moral hazard.

Efter en presentation av prisstabilitet och finansiell stabilitet som ekonomiskpolitiska mål, redovisas hur prisstabilitet och finansiell stabilitet har operationaliserats i Sverige. Riksbanken ensam har ansvar för att penningpolitiken utformas så att prisstabilitet upprätthålls. Riksbanken har valt att operationalisera målet som 2 procents årlig inflation. När det gäller den finansiella stabiliteten delar Riksbanken ansvaret med regeringen som i sin tur har delegerat en stor del av ansvaret till Finansinspektionen. Riksbankens uppdrag när det gäller den finansiella stabiliteten är att främja ett säkert betalningsväsende.

Den främsta risken med att bedriva arbetet med att uppnå de två målen parallellt är att operationaliseringarna inte tar tillräcklig hänsyn till de beröringspunkter som finns mellan målen. Artikeln avslutas med några frågor om operationaliseringarna av de två målen som förtjänar att utredas vidare.

Det finansiella systemets funktioner

Till det finansiella systemets huvudfunktioner räknas vanligen:

- att tillhandahålla system för betalningar,
- att omfördela sparande till investeringar och konsumtion samt
- att omfördela och minska risker.

Det är lätt att inse att det finansiella systemets funktioner har stor betydelse för samhällsmedborgarnas välfärd.

Det är lätt att inse att dessa funktioner har stor betydelse för samhällsmedborgarnas välfärd. Varje transaktion som görs kräver som regel en betalning. Utan någon form av betalningssystem skulle vi vara hänvisade till att byta varor och tjänster med varandra. Ett fungerande betalningssystem är en förutsättning för en decentraliserad marknadsekonomi. Detsamma gäller ett system för allokering av kapital till investeringar. Utan ett sådant system skulle endast investeringar som finansieras med eget sparande komma till stånd. Det skulle också i princip vara omöjligt att vid någon given tidpunkt konsumera för större belopp än inkomsterna möjliggör (det vill säga omfördela konsumtionen över tiden). Möjligheten för företag och individer att minska de eventuella risker som de utsätts för är också mycket viktig. Utan möjlighet att diversifiera eller sprida risker skulle många investeringar inte komma till stånd.[2]

Prisstabilitet som ekonomisk-politiskt mål

Att tillhandahålla system för betalningar är som tidigare nämnts en av det finansiella systemets huvudfunktioner. En viktig del i detta är att tillhandahålla ett allmänt räknesystem i vilket alla priser uttrycks i samma enheter och medel som kan användas för betalningar (betalningsmedel). Betalningssystemet har liksom det finansiella systemet i övrigt utvecklats över tiden. Viktiga led i denna utveckling har varit introduktion av sedlar och kontosystem. Dessa innovationer har medfört en bättre hushållning med ekonomins reala resurser, men också aktualiserat frågan om prisstabilitet. Eftersom sedlar och behållningar på konton har ett fast nominellt värde, måste alla andra priser i ekonomin, det vill säga prisnivån, ändras för att ändra sedlars och kontobehållningars reala värde.

En varierande prisnivå är problematisk av flera skäl. En ständigt ökande (inflation) eller en ständigt sjunkande (deflation) prisnivå medför informationskost-

[2] För en närmare beskrivning av dessa uppgifter se Hörngren med flera (1987) eller Lundgren (2000).

En varierande prisnivå är problematisk av flera skäl.

nader och att beslut måste fattas under större osäkerhet. En mycket hög inflation kan till och med resultera i att förtroendet för betalningssystemet rubbas. Även måttlig inflation kan skapa problem genom att ge upphov till godtyckliga omfördelningar av inkomster och förmögenheter mellan olika sektorer och grupper i samhället.

Den allmänna uppfattningen tycks vara att viss inflation kan behövas som smörjmedel för ekonomin.

Den allmänna uppfattningen numera tycks vara att även om hög inflation eller deflation medför samhällsekonomiska kostnader, kan viss inflation behövas som smörjmedel för ekonomin.[3] Ett argument, för att viss inflation är effektiv, som förts fram är att relativprisförändringar antagligen kan ske till lägre kostnad vid viss inflation än vid obefintlig inflation. Ett annat argument är att de officiella måtten på inflation överskattar de verkliga prisstegringarna. Inflationen bör dock vara så låg att folk i allmänhet bortser från den när de fattar sina ekonomiska beslut.

I de flesta länder har staten sedan lång tid tillbaka haft monopol på att ge ut sedlar och mynt med status av lagligt betalningsmedel. Det finns skäl att tro att ett sådant monopol ökar betalningssystemets effektivitet genom att informationskostnaderna och risken för inflation minskar. Vissa ekonomer menar emellertid att så inte är fallet, utan att skälet för att inrätta ett statligt monopol främst skulle vara att staten därigenom kan tillgodogöra sig det så kallade seignioraget. Oavsett hur det är med den saken medför sedelmonopolet att staten har en uppgift när det gäller att kontrollera inflationen.[4]

Finansiell stabilitet som ekonomisk-politiskt mål

Ansatsen i denna artikel är att finansiell stabilitet har att göra med det finansiella systemets funktionsförmåga.

Finansiell stabilitet är ett betydligt mer svårfångat begrepp än prisstabilitet och litteraturen uppvisar många olika definitioner. Ansatsen i denna artikel är att finansiell stabilitet har att göra med det finansiella systemets funktionsförmåga. I ett stabilt finansiellt system bör lönsamma projekt kunna få finansiering, individer kunna omfördela konsumtion över tiden och möjligheten bör finnas att avhända sig risker och att genomföra betalningar till rimliga kostnader.

[3] Se Heikensten och Vredin (1998) och referenserna där.
[4] Därmed inte sagt att staten inte skulle kunna styra inflationen i en ekonomi utan efterfrågan på sedlar.

Att systemet är stabilt innebär inte nödvändigtvis att det fungerar effektivt. Ett effektivt finansiellt system är ett mer ambitiöst mål än ett stabilt finansiellt system. Det är i och för sig önskvärt att systemet fungerar effektivt. Motivet till att särskilja finansiell stabilitet som ett mål är att kunskapen om hur ett effektivt finansiellt system ser ut är begränsad, samtidigt som det finns en insikt om att risk finns att systemet kan upphöra att fungera, så kallad systemrisk.

Alla statliga ingripanden påverkar det finansiella systemets funktionssätt, och därmed även systemets effektivitet, i den ena eller andra riktningen. Om finansiell stabilitet inte är korrekt definierat finns risk för att åtgärder som vidtas i syfte att främja stabiliteten påverkar effektiviteten negativt. Tidigare fanns en tendens att likställa ett stabilt finansiellt system med säkra banker. I Sverige hade vi länge ett statiskt banksystem, vilket inte främjade det finansiella systemets effektivitet. Ett stabilt finansiellt system är således inte detsamma som ett statiskt system; det som ska vara stabilt är systemets funktioner inte det sätt på vilket dessa funktioner utförs.

Ett stabilt finansiellt system är inte detsamma som ett statiskt system; det som ska vara stabilt är systemets funktioner inte det sätt på vilket dessa funktioner utförs.

Medvetenheten om att de åtgärder staten vidtar i syfte att främja stabiliteten även påverkar effektiviteten har ökat och medfört en förändrad syn på reglering och tillsyn. Detta brukar beskrivas som att det finns en avvägning mellan stabilitet och effektivitet. Det önskvärda tillståndet är att systemet är stabilt i en utsträckning som är effektiv. Denna balans kan vara svår att finna, eftersom kunskapen om hur ett effektivt finansiellt system ser ut i detalj är begränsad. En systemkris som innebär att systemet inte fullgör sina uppgifter är dock uppenbart ineffektivt. En sådan kris får stora realekonomiska konsekvenser.

Det önskvärda tillståndet är att systemet är stabilt i en utsträckning som är effektiv.

Exempel på systemkriser

Om det av någon anledning inte vore möjligt att genomföra betalningar via kontosystem utan det enda sätt på vilket betalningar kunde genomföras var med sedlar och mynt skulle mycket höga transaktionskostnader för att genomföra betalningar uppstå. En sådan situation utgör därför en systemkris.

Även hyperinflation utgör en systemkris då en sådan leder till mycket höga transaktionskostnader. Det finansiella systemet fungerar betydligt sämre också under kraftig deflation. Prisstabilitet kan därför sägas vara en förutsättning för finansiell stabilitet. *Prisstabilitetsmålet* brukar emellertid i regel vara mer ambitiöst än

så; man önskar uppnå en inflationstakt som inte bara undviker en systemkris utan som även medför bästa möjliga förutsättningar för den reala ekonomin.

En mycket kraftig kreditåtstramning, en så kallad credit crunch, utgör också en systemkris, eftersom en sådan resulterar i att kapitalförsörjningen inte fungerar.

Det största hotet mot det finansiella systemets funktionsförmåga har av tradition ansetts vara en bankkris.

Det största hotet mot det finansiella systemets funktionsförmåga har av tradition ansetts vara en *bankkris*.[5] Finansiell stabilitet definieras därför ibland som en situation där risken för bankkriser är liten. Anledningen är att bankernas verksamhet är viktig för samtliga huvudfunktioner i det finansiella systemet. Bankernas kontosystem med tillhörande betalningstjänster, som innebär att såväl inlåning på konto som checkkrediter fungerar som betalningsmedel, medför att betalningssystemet är betydligt effektivare än om de enda betalningsmedlen i ekonomin skulle vara sedlar och mynt. Bankerna fyller också en viktig roll i kapitalförsörjningen till hushåll samt till små och medelstora företag genom att hantera informationsproblem. Bankerna bidrar därtill till en effektiv riskhantering. Genom diversifiering kan banker minska såväl kredit- som likviditetsrisker.

Bankernas betydelse för det finansiella systemets funktionsförmåga skiljer sig åt mellan länder. Man brukar skilja på bankorienterade och marknadsorienterade system beroende på bankernas betydelse för kapitalförsörjning och riskhantering. I bankorienterade system skulle kapitalförsörjningen i stort sett upphöra att fungera vid en allmän bankkris. I marknadsorienterade system har värdepappersmarknaderna en mer framträdande roll när det gäller kapitalförsörjning och riskhantering.[6]

Gemensamt för de flesta finansiella system är att bankerna spelar en väsentlig roll i betalningssystemet.

Gemensamt för de flesta finansiella system är att bankerna spelar en väsentlig roll i betalningssystemet. I såväl ett bankorienterat som i ett marknadsorienterat system skulle därför en bankkris leda till kris i betalningssystemet. Dessutom skulle det, åtminstone i en ekonomi utan insättningsgaranti (se nedan), vara praktiskt taget omöjligt för en centralbank att vid en bankkris förhindra deflation, det vill säga att uppnå prisstabilitet. Insättningar på bank utgör en likviditetsbuffert för insättaren. Om

[5] För en utförligare analys av samhällsekonomiska kostnader vid bankfallissemang, se Banklagskommitténs huvudbetänkande, SOU 1998:160.

[6] Det svenska finansiella systemet brukar klassificeras som bankorienterat, medan England är ett exempel på en ekonomi med ett marknadsorienterat finansiellt system. Varför länder har den ena eller andra formen av system är en fråga för den pågående debatten (se La Porta med flera (1998)).

en stor bank eller om flera banker samtidigt ställer in betalningarna skulle en stor mängd betalningsmedel frysa inne. Många företag skulle då tvingas ställa in betalningarna och många hushåll skulle se sig nödsakade att minska sin konsumtion.

Om en *värdepappersmarknad upphör att fungera* torde den negativa effekten på kapitalförsörjning och riskhantering bli störst i ett marknadsorienterat system. Även i bankorienterade system har emellertid värdepappersmarknaderna fått ökad betydelse. Inte minst bankerna använder värdepappersmarknaderna. Utvecklingen av nya instrument och marknader har ökat det finansiella systemets möjlighet att hantera risk, bland annat genom att riskutjämning kan ske i ökad utsträckning mellan bankerna. Övriga delar av det finansiella systemet kan därför delvis ses som komplement till bankernas verksamhet. En viktig fråga för den finansiella stabiliteten är hur beroende bankerna är av fungerande värdepappersmarknader för sin verksamhet.[7]

Utvecklingen av nya instrument och marknader har ökat det finansiella systemets möjlighet att hantera risk.

Förutom finansiella marknader kännetecknas ett modernt finansiellt system av tillgång på många olika typer av finansiella företag. Dessa tillhandahåller substitut till bankernas tjänster; kortföretag tillhandahåller betalningstjänster och kreditmarknadsföretag tillhandahåller kredittjänster. Mycket tyder på att bankernas betydelse för det finansiella systemets funktionsförmåga har minskat över tiden. Ofta ingår emellertid olika finansiella företag i samma koncern och nya företag har ibland uppstått som ett resultat av att bankerna har valt att omorganisera verksamheten. Kännetecknande för moderna finansiella system är förekomsten av stora bankkoncerner som bedriver ett brett spektrum av finansiell verksamhet.

Förutom finansiella marknader kännetecknas ett modernt finansiellt system av tillgång på många olika typer av finansiella företag.

Källor till systemrisker

Att finansiell stabilitet lyfts fram som ett ekonomisk-politiskt mål har, som tidigare nämnts, att göra med att det finns risk för att det finansiella systemets funktionsförmåga allvarligt ska skadas, det vill säga risk för systemkris. Sådan risk brukar kallas systemrisk.

Den allvarligaste systemrisken har historiskt sett ansetts vara så kallade uttagsanstormningar mot banker, vilka kan leda till bankkris. Risken för uttagsan-

[7] Detta är en fråga som Riksbanken avser att utreda vad gäller banker verksamma i Sverige.

Den allvarligaste systemrisken har historiskt sett ansetts vara uttagsanstormningar mot banker.

stormningar hänger samman med att banker omvandlar illikvida tillgångar till likvida tillgångar. Likviditeten i en tillgång beror på hur snabbt och till vilka kostnader tillgången kan omvandlas till betalningsmedel. Likviditeten beror också på hur lätt det är att förutsäga kostnaden för att omvandla tillgången till betalningsmedel. Typexemplet på illikvida tillgångar är krediter till hushåll samt till små och medelstora företag. Dessa tillgångar är illikvida på grund av informationsproblem. Låntagaren och den kreditgivande banken har ofta bättre information än utomstående om låntagarens kreditvärdighet. Om en bank återkallar lån kan låntagare på grund av informationsproblem få svårt att erhålla ny kredit och erhåller de ingen ny kredit kan de få svårt att återbetala sina lån. Banken har också svårt att sälja dessa krediter till fullt värde på grund av informationsproblem. Banker har även andra typer av illikvida tillgångar, som vissa icke standardiserade derivatinstrument.

I motsats till tillgångarna är en stor del av bankers skulder fullständigt likvida, det vill säga banken har förbundit sig att på uppmaning från fordringsinnehavaren betala skulden. Detta gäller nästan all inlåning på konto i bank. Därtill har banker stora skulder med kort löptid som normalt rullas, vilket innebär att lånet förnyas när det har löpt ut. Banker har en buffert av likvida tillgångar, som statspapper, för att klara normala variationer i likviditeten. Om emellertid oväntat många fordringsinnehavare samtidigt begär att få sina fordringar betalda tvingas banken, om den inte erhåller kredit, att försöka omvandla sina illikvida tillgångar till betalningsmedel, vilket medför förlust. Om en bank måste sälja en stor del av sina illikvida tillgångar kan förlusten bli så stor att banken inte kan fullgöra alla sina åtaganden, även om den skulle ha kunnat göra det om den inte hade tvingats till en förtida likvidering av sina tillgångar. Eftersom de som har fordringar på banken vet att det finns en risk att banken blir insolvent vid en uttagsanstormning, har innehavare av uppsägningsbara fordringar (som inte är garanterade) anledning att försöka komma först till kvarn vid en uttagsanstormning och därför anledning att vid osäkerhet begära att banken betalar skulden. På så sätt kan misstro mot bankens betalningsförmåga bli självuppfyllande.

I ett modernt finansiellt system har banker även kort marknadsfinansiering som kan ge upphov till likviditetsproblem mycket snabbare än en traditionell uttagsanstormning.

Risken för uttagsanstormning har historiskt varit kopplad till att insättarna tar ut sina insättningar. Denna form av uttagsanstormningar var vanlig i USA innan en insättningsgaranti infördes. I ett modernt finansiellt system har emellertid banker även kort marknadsfinansiering som kan ge upphov till likviditetsproblem och detta dessut-

om mycket snabbare än en traditionell uttagsanstormning. Information sprider sig betydligt snabbare mellan marknadsaktörer än mellan insättare; marknadsaktörer agerar också snabbare, bland annat för att det är svårare för en insättare att snabbt placera om medlen. Under bankkrisen i Sverige i början av 1990-talet var risken för att utländska investerare skulle dra tillbaka finansieringen av de svenska bankerna ett avgörande skäl till att regeringen deklarerade att staten garanterade att svenska banker fullgjorde sina åtaganden.

På grund av att det räcker med misstro mot betalningsförmågan för att en kris ska uppstå finns det risk för spridningseffekter.

På grund av att det räcker med misstro mot betalningsförmågan för att en kris ska uppstå finns det risk för spridningseffekter. Om en bank fallerar eller befaras fallera, exempelvis till följd av stora kreditförluster, finns det risk för att långivare till andra banker, som har svårt att bedöma om deras banker har lika dåliga krediter i sina portföljer, tar det säkra för det osäkra och begär att få sina fordringar betalda. Dessutom finns det giltiga skäl att tro att om en bank har problem kan flera få det; dels ger bankerna krediter till varandra som ofta är utan säkerhet, dels får de fordringar på varandra genom handel med värdepapper.

Systemrisken varierar med strukturen på det finansiella systemet.

Systemrisken varierar med strukturen på det finansiella systemet. I ett koncentrerat banksystem kan det vara tillräckligt att en eller ett fåtal banker fallerar för att en systemkris ska uppstå. I ett sådant system kan inte heller en bank uppnå någon högre grad av diversifiering i sina affärer med andra banker, utan kan få relativt stora fordringar på en enskild bank.

Det kan också tyckas att systemrisken skulle vara mindre i ett system med många *olika* typer av aktörer och marknader, men samtidigt är de olika delarna i ett sådant system ofta starkt integrerade. Banker kan smittas av problem som finns i andra typer av finansiella företag och de skulle även kunna få stora problem om handeln i vissa värdepapper upphörde att fungera. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve var exempelvis så pass orolig för att LTCM:s[8] kollaps skulle medföra problem för de amerikanska bankerna att en räddningsaktion organiserades. Bankerna använder i ökad utsträckning olika finansiella marknader i sin risk- och likviditetshantering. Kunskapen om hur de olika delarna fungerar och interagerar har inte utvecklats i takt med systemet.

Systemrisken beror också på hur tekniskt avancerat det finansiella systemet

[8] Long Term Capital Management var en hedgefond som fick finansiella problem hösten 1998. Se Walter & Krause (1999) för en redogörelse av händelsen.

Systemrisken beror på hur tekniskt avancerat det finansiella systemet är.

är. Den tekniska utvecklingen har möjliggjort effektivare finansiella system. Samtidigt har nya systemrisker uppstått. Ett datorhaveri i en bank kan leda till att flera banker får betalningssvårigheter eftersom transaktioner inte kan genomföras med den bank som har datorproblem. Detta var anledningen till att Federal Reserve agerade så kallad lender of last resort när Bank of New York hade datorproblem 1985. Tekniska problem var också en anledning till att Federal Reserve öppnade ett så kallat discount window[9] efter terrorattacken den 11 september.

En annan typ av systemrisk som har lyfts fram är prisbubblor.

En annan typ av systemrisk som har lyfts fram är så kallade prisbubblor. Utvecklade värdepappersmarknader anses normalt öka det finansiella systemets effektivitet genom att de aggregerar information. Priserna på finansiella tillgångar ger därmed viktig information som hjälper till att koordinera beslut i en decentraliserad ekonomi. Det är emellertid omdiskuterat om prisbildningen på de finansiella marknaderna verkligen är effektiv och prisbubblor har till och med lyfts fram som en systemrisk. Tanken bakom diskussionen om prisbubblor är att prisutvecklingen på finansiella tillgångar ibland styrs av andra faktorer än fundamentala. Detta kan bero på att många aktörer inte handlar för egen räkning (vilket kan leda till flockbeteende) och att det finns goda spekulationsmöjligheter på dessa marknader. Prisbubblor kan leda till stora svängningar i den realekonomiska utvecklingen genom att aktörer fattar beslut utifrån felaktiga bedömningar. Om bankerna i sin verksamhet inte tar hänsyn till att priserna på finansiella tillgångar inte är fundamentalt motiverade, vilket kan vara väldigt svårt att avgöra, kan en prisbubbla i värsta fall leda till finansiell instabilitet i form av en bankkris. Många är av den meningen att den svenska bankkrisen föregicks av en prisbubbla på fastighetsmarknaden.[10]

Motiv för statligt ingripande

Statliga åtgärder behövs för att minska de realekonomiska kostnaderna av en bankkris.

Av flera skäl kan statliga ingripanden behövas för att uppnå finansiell stabilitet. För det första krävs statliga åtgärder för att minska de realekonomiska kostnaderna av en bank-

[9] Normalt innebär lån till *discount rate* som ligger under den penningpolitiska räntan (Fed Funds Rate) att Federal Reserve undersöker banken och ställer krav på säkerheter. Att Federal Reserve öppnar fönstret innebär att centralbanken sänker kraven för lån.

[10] Den mer aktuella "IT-bubblan" bedöms av Riksbanken däremot inte leda till några problem i banksektorn. Detta beror främst på att bankerna varken har finansierat köp av IT-aktier eller tagit sådana aktier som säkerhet för lån i någon större utsträckning. Se Riksbankens rapport *Finansiell Stabilitet*, november, 2001, sidan 30.

kris. En bankkris måste hanteras så att betalningssystem och kapitalförsörjning kan fortsätta att fungera. Inte heller kan en stor mängd insättningar tillåtas frysa inne, eftersom det skulle få stora realekonomiska effekter.

Statliga åtgärder krävs också för att minska risken för systemkris.

För det andra krävs statliga åtgärder för att minska risken för systemkris. En anledning till detta är förekomsten av negativa externa effekter som uppstår på grund av bland annat informationsproblem. Negativa externa effekter, som allmänt är ett motiv till reglering, föreligger när beslut fattade av enskilda aktörer medför kostnader för andra, utan att den som fattar beslutet har anledning att beakta dessa kostnader. Det är möjligt att identifiera flera externa effekter i det finansiella systemet. Den enskilda insättaren har ingen anledning att ta hänsyn till att risken för bankkris ökar om han/hon tar ut sina pengar från sin bank i vissa lägen. Detsamma gäller aktörer på kapitalmarknaden, som var och en vill säkra sitt eget lån om det uppstår osäkerhet om bankens betalningsförmåga. Därtill har ägare och ledning till finansiella företag ingen anledning att beakta alla de kostnader som uppstår till följd av att företaget fallerar; speciellt har de ingen anledning att beakta risken att andra finansiella företag får problem om deras eget företag fallerar. En annan nog så viktig anledning till att staten behöver vidta åtgärder för att förebygga kriser är att de statliga åtgärderna för att minska kostnaderna av en kris också ger de privata aktörerna mindre anledning att ta hänsyn till systemrisken.

Operationalisering av prisstabilitetsmålet

Riksbanken har operationaliserat prisstabilitetsmålet till 2 procents inflation med ett toleransintervall på ±1 procentenhet.

Riksbanken har i uppdrag att självständigt utforma penningpolitiken så att ett fast penningvärde upprätthålls. Riksbanken har operationaliserat målet till 2 procents inflation med ett toleransintervall på ±1 procentenhet, där inflation mäts som den årliga förändringen i konsumentprisindex (KPI).

Hur kan då Riksbanken påverka inflationen? Inflationen beror åtminstone på sikt på mängden betalningsmedel i ekonomin. Riksbanken har monopol på att ge ut sedlar och mynt med status av lagliga betalningsmedel. I dagens avancerade finansiella system kan emellertid betalningar göras utan sedlar. Bankernas kontosystem med tillhörande betalningstjänster innebär att kunder i samma bank kan utföra sina transaktioner utan att använda sedlar. Därtill tillhandahåller Riksbanken ett system för avveckling av transaktioner mellan vissa finansiella institutioner, framför allt banker. Detta system möjliggör att transaktioner kan genomföras

mellan de institutioner som ingår i systemet utan att dessa behöver använda sedlar. Därmed kan även transaktioner mellan personer som är kunder hos *olika* banker genomföras utan sedlar. En ökning av mängden kontomedel kommer att leda till inflation. Riksbanken kan inte direkt kontrollera mängden kontomedel i ekonomin. Mängden kontomedel beror bland annat på bankernas utlåningspolitik. Riksbanken kan inte kontrollera hur mycket lån som bankerna ger. Efterfrågan på lån beror emellertid på räntan på krediten och Riksbanken kan påverka bankernas kostnad för att tillhandahålla betalningsmedel och därmed bankernas utlåningsräntor.

Riksbankens styrsystem

Genom att tillföra likviditet när banksystemet som helhet har brist på likviditet och dra in likviditet när bankerna har ett överskott kan Riksbanken styra dagslåneräntan.

Det finns olika sätt för en centralbank att påverka bankernas kostnad för att tillhandahålla betalningsmedel.[11] Riksbanken har ett system där bankerna kan låna mot säkerhet eller placera medel. Genom att det är 150 punkter mellan Riksbankens inlåningsränta och utlåningsränta har bankerna anledning att utjämna likviditeten sinsemellan. Detta sker på interbankmarknaden till den så kallade dagslåneräntan. Om banksystemet som helhet har underskottslikviditet (brist på betalningsmedel) ger Riksbanken lån (mot säkerhet) till bankerna till en ränta som ligger mitt emellan utlåningsräntan och inlåningsräntan, den så kallade reporäntan.[12] På motsvarande sätt erbjuds bankerna en placeringsmöjlighet till reporäntan om banksystemet som helhet har överskottslikviditet. Genom att tillföra likviditet när banksystemet som helhet har brist på likviditet och dra in likviditet när bankerna har ett överskott kan Riksbanken styra dagslåneräntan. Eftersom dagslåneräntan utgör bankernas marginalkostnad för att tillhandahålla betalningsmedel, kan Riksbanken indirekt påverka mängden betalningsmedel i ekonomin och därmed inflationstakten.[13]

Penningpolitikens reala effekter

Eftersom hushåll och företag inte kan genomskåda vilken effekt en viss ränteförändring kommer att få på inflationen får penningpolitiken effekter på den reala

[11] Se Mitlid och Vesterlund (2000).

[12] Räntan kallas reporänta därför att Riksbanken när det nya räntestyrningssystemet introducerades tillhandahöll betalningsmedel genom så kallade repor som innebar att Riksbanken köpte/sålde värdepapper med kontrakterad återförsäljning/återköp en vecka senare.

[13] Riksbanken har även möjlighet att använda kassakrav och valutainterventioner. Dessa medel används dock numera vanligtvis inte och diskuteras därför inte här.

ekonomin på kort sikt. Aktörerna sätter sina priser utifrån vad de tror att inflationen kommer att bli. Om de har fel påverkas den reala ekonomin. Även om aktörerna skulle kunna genomskåda effekten av en viss ränteändring, kan penningpolitik få reala effekter i de fall det finns kostnader förknippade med att ändra nominella priser, som menykostnader.

Riksbanken kan inte påverka inflationen utan att den reala ekonomin påverkas på kort sikt.

Riksbanken kan således inte påverka inflationen utan att den reala ekonomin påverkas på kort sikt. Huruvida penningpolitiken har några realekonomiska effekter på lång sikt är mer tveksamt. De flesta tycks numera anse att penningpolitiken inte kan ha några positiva långsiktiga effekter på produktion och sysselsättning. Tidigare var full sysselsättning det överordnade målet och man försökte ibland möjligen också öka sysselsättningen mer än vad som var långsiktigt hållbart. Lärdomen har varit att kostnaden för sådan politik är hög, då perioden med hög sysselsättning och produktion följs av en (ofta längre) period med hög inflation och låg produktion och sysselsättning.

Ett syfte med att ge Riksbanken ett självständigt ansvar för att upprätthålla prisstabilitet är att öka trovärdigheten för att penningpolitiken inte kommer att användas till att stimulera sysselsättningen utöver en långsiktigt hållbar nivå. Därmed är inte sagt att Riksbanken ska *bortse* från penningpolitikens realekonomiska effekter. Eftersom diverse trögheter finns i det realekonomiska systemet kan stora realekonomiska svängningar medföra stora samhällsekonomiska kostnader. Då det tar tid innan en penningpolitisk åtgärd får full effekt på priserna har Riksbanken ställt in sig på att påverka den framtida inflationen. På så sätt kan en jämnare ränteutveckling och realekonomisk utveckling förhoppningsvis erhållas.[14]

Kunskapen är begränsad om hur en förändring av penningpolitiken (ändring av reporäntan) påverkar den reala ekonomin, den så kallade transmissionsmekanismen. Detsamma gäller kunskapen om hur tillståndet i den reala ekonomin påverkar inflationstakten. Riksbankens penningpolitiska arbete utgår ifrån att det tar ett till två år för en ränteförändring att få full effekt på den reala ekonomin och på inflationen.

Transmissionsmekanismen beror på den finansiella sektorns funktionssätt.

Transmissionsmekanismen beror på den finansiella sektorns funktionssätt. En förändring av reporäntan ger effekt på den reala ekonomin genom att påverka bankernas räntesättning. Hur denna räntesättning påverkas beror på en rad faktorer, där ibland

[14] Nessén (2001) visar att en mer långsiktig penningpolitik leder till mindre variation i räntor och produktion.

konkurrensen mellan bankerna. Transmissionsmekanismen torde påverkas kraftigt av finansiell instabilitet. Finansiell stabilitet är således en förutsättning för att det ska vara möjligt att förutse effekten av en förändring av reporäntan.

Operationalisering av finansiell stabilitet

Ansvaret för den finansiella stabiliteten delas av Riksbanken och regeringen. Regeringen har delegerat en stor del av sitt ansvar till Finansinspektionen.

Riksbankens uppdrag

Riksbankens uppdrag är i lag formulerat som att Riksbanken ska främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Två saker är värda att notera. Å ena sidan avser uppdraget *betalningsväsendet* och inte *det finansiella systemet som helhet*. Å andra sidan ska Riksbanken inte bara främja *säkerheten* utan även *effektiviteten* i betalningsväsendet. Som sagts tidigare är effektivitet ett mer ambitiöst mål än stabilitet. Uppdraget är emellertid naturligt med tanke på att Riksbanken opererar delar av betalningssystemet.[15] Det torde också finnas en relation mellan prisstabilitetsmålet och målet om ett effektivt betalningssystem, även om denna artikel fokuserar på relationen mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet.

Historiskt sett har skillnaderna mellan ett stabilt betalningsväsende och ett stabilt finansiellt system inte varit så stora.

En fråga är varför Riksbankens uppdrag är begränsat till att främja stabiliteten i betalningsväsendet. Historiskt sett har skillnaderna mellan ett stabilt betalningsväsende och ett stabilt finansiellt system inte varit så stora. Båda har i stort sett varit detsamma som ett stabilt banksystem. Detta behöver inte längre nödvändigtvis vara fallet, eftersom det finansiella systemet har utvecklats och nu består av många fler olika typer av finansiella företag och marknader. Samtidigt är det finansiella systemet starkt integrerat, vilket medför att stabilitetsproblem som uppstår i en del av systemet snabbt sprider sig till andra delar. Riksbankens uppdrag att främja ett säkert betalningsväsende innebär att Riksbanken ska försöka motverka stabilitetsproblem i andra delar av det finansiella systemet än i betalningssystemet *i den mån* som dessa problem kan förväntas fortplanta sig in i betalningssystemet. Samtidigt följer det av Riksbankens uppdrag att *upprätthålla ett fast penningvärde* att Riksbanken måste värna om stabiliteten i det finansiella systemet i den mån som ett stabilt finansiellt system är nödvändigt för att uppnå prisstabilitet. Exempelvis kan det ligga i Riksbankens intresse att försöka för-

[15] Riksbankens ansvar för effektiviteten i betalningssystemet diskuteras i Andersson med flera (2001).

hindra en credit crunch då en sådan kan leda till deflation. Riksbanken kan således motivera åtgärder som främjar den finansiella stabiliteten med att de ökar möjligheten att uppnå prisstabilitet.

Finansinspektionens uppdrag

De övergripande målen för Finansinspektionens verksamhet är enligt instruktionen att bidra till det finansiella systemets effektivitet och stabilitet samt att verka för ett gott konsumentskydd. När det gäller finansiell stabilitet är Finansinspektionens uppdrag formulerat vidare än Riksbankens. Om uppdraget är mer omfattande i praktiken kan diskuteras, eftersom Riksbanken torde behöva se till stabiliteten i hela det finansiella systemet för att kunna upprätthålla prisstabilitet.

En fråga är hur uppdraget att bidra till det finansiella systemets effektivitet ska tolkas. Kunskapen om hur ett effektivt finansiellt system ser ut är som sagt begränsad, vilket utgör ett skäl för att särskilja finansiell stabilitet som ett ekonomisk-politiskt mål. Frågan är om det finns andra marknadsmisslyckanden än de som är relaterade till stabiliteten som medför att systemet uppenbart fungerar ineffektivt. En annan tolkning av uppdraget är att Finansinspektionen måste ta hänsyn till systemets effektivitet då den vidtar åtgärder som syftar till att verka för ett stabilt finansiellt system.

När det gäller uppgiften att verka för ett gott konsumentskydd har frågan om det finns motiv för särskilt konsumentskydd på det finansiella området inte varit föremål för diskussion i denna artikel. Det är dock möjligt att konstatera att det främsta konsumentskyddet består i att företagen kan fullfölja sina åtaganden och att Finansinspektionen verkar för detta konsumentskydd genom sin tillsyn av företagens soliditet.

Medel för att uppnå finansiell stabilitet

Reglering och tillsyn syftar till att minska risken för att finansiella företag inte ska kunna fullgöra sina åtaganden.

Staten använder sig av flera olika medel för att uppnå finansiell stabilitet. De flesta medlen syftar till att *förebygga* systemkriser. Ett viktigt medel för att främja finansiell stabilitet är *reglering* av hur bankrörelse och annan för stabiliteten väsentlig finansiell verksamhet får bedrivas kombinerat med *tillsyn*. Reglering och tillsyn syftar till att minska risken för att finansiella företag inte ska kunna fullgöra sina åtaganden och fyller därmed en viktig roll då det gäller att upprätthålla förtroendet för de finansiella företagen. Rörelsereglerna för banker och kreditmarknadsföretag och tillsynsreglerna har nyligen setts över såväl i Sveri-

ge som internationellt med syftet att öka den finansiella stabiliteten.[16] Det återstår att göra en översyn av vilka regler som bör gälla för andra finansiella företag än banker i Sverige.

Genom övertygande argumentation och informell påtryckning kan myndigheterna få marknadsaktörerna att själva vidta åtgärder.

Såväl Finansinspektionen som Riksbanken kan påverka risken för finansiell instabilitet genom att offentligt och i dialog med de finansiella företagen uppmärksamma och diskutera tillståndet i den finansiella sektorn. Båda myndigheterna sammanställer information om utvecklingen i det finansiella systemet. Riksbanken publicerar för närvarande två så kallade stabilitetsrapporter per år. Genom övertygande argumentation och informell påtryckning, vilket på engelska brukar benämnas *moral suasion*, kan myndigheterna få marknadsaktörerna att själva vidta åtgärder.

Även Riksbankens möjlighet att ge så kallad nödkredit syftar till att förebygga kriser. Som framgår av det tidigare sagda är en banks skulder mycket mer likvida än dess tillgångar. Detta utgör normalt inget problem. Banker har en buffert av likvida tillgångar för att klara normala variationer i likviditeten, men om en bank utsätts för en uttagsanstormning kan den få likviditetsproblem. Dessa kan ibland lösas genom att en annan bank som har överskottslikviditet ger ett lån till banken med likviditetsbrist. Om en bank inte kan låna på annat sätt, kan den ansöka om kredit hos Riksbanken som därmed sägs agera lender of last resort.

Riksbanken har enligt lag möjlighet att i likviditetsstödjande syfte bevilja kredit på särskilda villkor om det föreligger synnerliga skäl.

Riksbanken har enligt lag möjlighet att i likviditetsstödjande syfte bevilja kredit på särskilda villkor om det föreligger synnerliga skäl. Särskilda villkor ska läsas mot bakgrund av att Riksbanken måste ta betryggande säkerheter för utlåning i penningpolitiskt syfte. Särskilda villkor kan också innebära att lånet ges till annan ränta än reporäntan. Synnerliga skäl ska läsas mot bakgrund av Riksbankens ansvar för att främja effektiviteten och stabiliteten i betalningssystemet, men även upprätthålla ett fast penningvärde.[17] Eftersom Riksbanken kan skapa likviditet, kan Riksbanken alltid lösa ett företags likviditetsproblem och därmed förhindra att företaget måste ställa in betalningarna.[18] Om insättare och investerare vet att en bank kan få lån i Riksbanken även om banken är illik-

[16] Se Banklagskommitténs huvudbetänkande, SOU 1998:160 och Baselkommitténs förslag till nya kapitaltäckningsregler.

[17] Inom Riksbanken pågår ett arbete med att se över om nödkreditsbestämmelsen är rätt formulerad givet Riksbankens uppdrag.

[18] Riksbanken kan bara skapa likviditet i kronor, men så länge det finns en marknad för kronor kan Riksbanken även hantera brist på utländsk valuta.

vid, så finns det mindre anledning till panik, även om andra finansiärer drar tillbaka sin finansiering av banken får den inte betalningssvårigheter.

Även den statliga *insättningsgarantin* kan åtminstone delvis ses som en åtgärd för att *förebygga* systemkriser, eftersom den minskar risken för att insättarna på grund av misstro mot bankens ekonomiska ställning snabbt ska ta ut sina insättningar. Det svenska insättningsgarantisystemet är dock främst att betrakta som ett konsumentskydd. Enligt gällande ordning kan det dröja (under särskilda omständigheter upp till sex månader efter det att banken har försatts i konkurs) innan en insättare får ersättning från insättningsgarantinämnden. Insättare som vill vara säkra på att ha sina medel tillgängliga har således ändå anledning att ta ut sina pengar om de misstror bankens betalningsförmåga. Dessutom är det största likviditetshotet för en bank i ett modernt finansiellt system inte att insättarna ska ta ut sina pengar, utan att banken inte ska kunna förnya sina korta krediter på den finansiella marknaden.

Insättningsgarantin kan emellertid också ses som ett medel för att *hantera* kriser, eftersom den minskar de realekonomiska effekterna av att en bank ställer in betalningarna. Utan insättningsgaranti skulle en banks betalningsinställelse kunna leda till många följdkonkurser även utanför banksektorn. Insättningsgarantins utformning har emellertid betydelse för hur mycket de realekonomiska kostnaderna minskas. Om det tar lång tid innan ersättningen från garantin betalas ut hinner flera hushåll och företag få betalningssvårigheter.[19]

Riksbanken bör i princip endast ge kredit till banker med renodlade likviditetsproblem.

Även om insättningsgarantin något minskar de realekonomiska kostnaderna av att en bank ställer in betalningarna, finns det behov av att förhindra en okontrollerad betalningsinställelse, eftersom en sådan kan ge upphov till spridningseffekter som i förlängningen kan hota både betalningssystemet och kapitalförsörjningen. Riksbanken bör i princip endast ge kredit till banker[20] med renodlade likviditetsproblem. För effektiviteten i det finansiella systemet är det viktigt att olönsamma banker vidtar lämpliga åtgärder. Banken kan behöva byta ledning och ägare eller den kan vara för liten för att klara sig på egen hand och därför behöva uppgå i en större verksamhet. Problemen kan också vara mer akuta som att banken inte uppfyller kapitalkraven, eller till och med har förbrukat allt kapital, och därför behöver rekon-

[19] Banklagskommittén har i sitt slutbetänkande SOU 2000:66 föreslagit ett system som skulle möjliggöra att insättningar vid en betalningsinställelse av en bank kan hanteras normalt. En sådan ordning skulle ge insättaren både likviditets- och kapitalskydd.

[20] Riksbanken får enligt lag ge kredit till alla företag som står under Finansinspektionens tillsyn och detta stycke gäller i princip alla dessa företag, även om diskussionen här förs i termer av banker.

strueras. Om en bank har en försäkring i form av riksbankskredit kan den underlåta att i tid vidta nödvändiga åtgärder. Det finns också risk att en bank med ekonomiska problem använder en nödkredit till att dölja eller spekulera sig ur de ekonomiska problemen. En nödkredit kan också bli en subvention till bankens borgenärer om banken har gjort så stora förluster att det egna kapitalet är förbrukat.[21] För det fall borgenärerna räknar med att en bank som får likviditetsproblem får kredit från Riksbanken, har de mindre anledning att utvärdera och prissätta bankens risktagande, vilket i sin tur påverkar bankens beteende negativt.[22] Nödkrediter kan således ha många negativa incitamentseffekter. För att undvika dylika effekter bör Riksbanken inte ge kredit till en bank i ett läge där bankens verksamhet behöver omstruktureras. Detta har beskrivits i förarbetena till gällande riksbankslag som att regeringen bör ha ansvaret för åtgärder som avser att förbättra företagens soliditet medan Riksbanken har likviditetsstödjande uppgifter.[23] Det framgår dock inte vad regeringens ansvar i detalj innebär.

I vissa fall kan stora samhällsekonomiska kostnader undvikas genom att en okontrollerad betalningsinställelse av en bank förhindras. Dessa samhällsekonomiska kostnader måste vägas mot de negativa incitamentseffekter som uppstår av att banken får kredit. Detta gäller inte minst i situationer där det är svårt att avgöra huruvida banken har renodlade likviditetsproblem eller om det finns ett omstruktureringsbehov. I beräkningen måste medtagas att de negativa incitamentseffekterna kontrolleras delvis genom rörelseregler och tillsyn.

Banklagskommitténs förslag att införa en särskild ordning för hantering av banker i kris syftar till att minska de negativa incitamenseffekterna av nödkrediter och statligt stöd till banker i kris.

Banklagskommitténs förslag att införa *en särskild ordning för hantering av banker i kris*[24] syftar till att minska de negativa incitamentseffekterna av nödkrediter och statligt stöd till banker i kris och underlätta rekonstruktion av banker.[25] Ett stabilt banksystem bör inte vara detsamma som ett statiskt banksystem i vilket verksamheterna hela tiden bedrivs i samma juridiska enheter. För att undvika störningar i det finansiella systemet måste dock en bank rekonstrueras under ordnade former så att avbrott i verksamheten inte uppstår. Det är angeläget att en re-

[21] Detta kan undvikas genom att Riksbanken tar tillräckligt med säkerhet för lånet. Det är emellertid inte säkert att banken har säkerheter som ger Riksbanken prioritet i en konkurs.

[22] Denna moral hazard-effekt brukar oftast förknippas med insättningsgaranti. Generösa nödkrediter skulle emellertid medföra att även andra långivare till banker än insättare skulle få minskade incitament att övervaka bankernas risktagande.

[23] Proposition 1997/98:164, sidan 28.

[24] Se SOU 2000:66.

[25] Förslaget gäller banker, men det bör övervägas om det finns andra finansiella företag som är så väsentliga för den finansiella stabiliteten att det är önskvärt med en särskild krishantering av dem.

konstruktion kommer till stånd utan att en förtroendekris uppstår inte minst därför att en förtroendekris kan spridas till de andra bankerna.

Förslaget innebär att staten får möjlighet att frånta en banks ägare kontrollen över banken om banken inte kan fullgöra sina åtaganden eller på annat sätt bryter mot de regler som gäller för bankrörelse. Statens kontroll innebär att de även kan byta ledning. Om staten kan vidta de åtgärder som bankens ledning och ägare inte har vidtagit och framför allt låta dessa grupper bära kostnaden av att åtgärderna vidtas för sent skapas incitament för bankens ägare och ledning att vidta åtgärder i tid. Om det dessutom är möjligt att genomdriva att borgenärerna får bära förluster om förlusterna är tillräckligt stora för att bankens eget kapital ska vara förbrukat ges borgenärerna incitament att övervaka och prissätta bankens risktagande, vilket i sin tur minskar bankens riskbenägenhet. Riksbanken har i stort sett ställt sig bakom detta förslag.

Förslaget innebär att staten får möjlighet att frånta en banks ägare kontrollen över banken om banken inte kan fullgöra sina åtaganden.

Frågor att utreda

Arbetet med att uppnå prisstabilitet och finansiell stabilitet har i stort sett bedrivits var för sig. Genomgången i den här artikeln visar emellertid att det finns många beröringspunkter mellan de två målen. En operationalisering där man bara tittar snävt på ett mål, kan därför minska möjligheten att uppnå målen. Avslutningsvis lyfts några frågor fram om operationaliseringarna av de två målen som förtjänar att utredas vidare.

Ska penningpolitiken beakta risken för systemkriser?

Ovan nämndes inte reporäntan som ett medel för att uppnå finansiell stabilitet. Reporäntan har traditionellt betraktats som ett medel för att uppnå prisstabilitet. Eftersom villkoren för Riksbankens repor påverkar bankernas finansiella situation är det emellertid klart att reporäntan även kan påverka den finansiella stabiliteten. Penningpolitiken kan eventuellt också påverka risken för systemkriser genom att bidra till uppblåsandet av prisbubblor på de finansiella marknaderna.

Givet att reporäntan, som är det främsta penningpolitiska medlet, påverkar den finansiella stabiliteten är frågan vilket mål som ska vara vägledande för penningpolitiken i en eventuell konfliktssituation.

Även om slutsatsen skulle vara att penningpolitiken inte ska användas som ett medel för att upprätthålla finansiell stabilitet, kan Riksbanken i sin penningpolitik ändå behöva beakta risken för systemkriser. Riksbanken ska i princip beakta alla

chocker som påverkar inflationen. Samtidigt är det i praktiken nödvändigt att begränsa antalet faktorer i penningpolitiken som man fokuserar på. Då en systemkris är en sällsynt företeelse är den kanske inte den mest naturliga kandidaten. Å andra sidan torde en systemkris när den väl inträffar vara den faktor som har absolut störst effekt på inflationen.

Vilken betydelse har penningpolitikens horisont för finansiell stabilitet?

Huruvida det uppstår en konflikt eller ej beror på vilket sätt de två målen är operationaliserade. Risken för konflikt mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet torde vara relativt liten när penningpolitiken styrs av ett inflationsmål. När väl trovärdighet för ett prisstabilitetsmål har uppnåtts bör inga drastiska oväntade ränteändringar som kan utlösa stabilitetsproblem krävas för att uppnå detta mål. Med ett icke trovärdigt prisstabilitetsmål eller med ett intermediärt mål som till exempel fast växelkurs är risken för konflikt betydligt större. Även med ett inflationsmål kan emellertid en konflikt eventuellt uppstå om horisonten i penningpolitiken är kort.

Om penningpolitiken har en kort målhorisont i förhållande till den tid det tar för penningpolitiken att slå igenom i den reala ekonomin skulle stora variationer i produktion (och räntor) eventuellt kunna uppstå. Förutom att detta kan ge upphov till realekonomiska kostnader i sig, kan stora svängningar i produktion ge banker och andra finansiella företag ekonomiska problem. Detta skulle i sin tur kunna ge upphov till finansiell instabilitet som kraftigt förstärker de realekonomiska kostnaderna. Transmissionen av penningpolitiken beror på den finansiella sektorns funktionssätt. Eventuellt kan prisbubblor fördröja effekten av penningpolitiken på realekonomin. För att förstå om en viss operationalisering kan leda till en målkonflikt måste vi öka vår kunskap om transmissionsmekanismen.

Ska penningpolitiken reagera på tillgångspriser?

Huruvida penningpolitiken ska reagera på tillgångspriser har varit föremål för omfattande studier under senare år. Frågan har angripits ur flera olika vinklar. Vad som framstår som relativt klart är att centralbanken ska ta hänsyn till tillgångspriserna i sin inflationsprognos, det vill säga om tillgångspriserna påverkar inflationsprognosen ska de också påverka penningpolitiken. Vad som verkar vara mer diskutabelt är:

- ska tillgångspriserna ingå i inflationsmåttet?
- ska penningpolitiken reagera på tillgångspriser av något annat skäl än att till-

gångspriserna påverkar inflationen inom den givna horisonten, till exempel att de påverkar risken för finansiell stabilitet?

Prisbubblor kan i vissa fall leda till finansiell instabilitet. Det främsta medlet för att uppnå finansiell stabilitet är att tillse att banker och i viss mån även andra finansiella företag är motståndskraftiga mot störningar av olika slag. Vad gäller prisbubblor skulle detta innebära att Finansinspektionen bör tillse att bankernas riskhanteringssystem kan hantera risken för att utvecklingen i tillgångspriserna är en bubbla. Samtidigt är det inte möjligt för bankerna att klara hur stora makroekonomiska störningar som helst. Det finns således risk för att de inte skulle kunna hantera ett mycket stort fall i tillgångspriserna. En viktig fråga är då om penningpolitiken kan och ska användas för att försöka förhindra bubblor. En annan viktig fråga är om risken för prisbubblor ökar om penningpolitiken inte reagerar på tillgångspriser.

Hur påverkar Riksbankens styrsystem den finansiella stabiliteten?

Utformningen av Riksbankens styrsystem har betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet. Som en del av det penningpolitiska styrsystemet har bankerna tillgång till en in- och utlåningsfacilitet i Riksbanken. Förekomsten av en *spread* mellan in- och utlåningsräntan ger bankerna incitament att utjämna likviditeten sinsemellan. All utlåning i utlåningsfaciliteten sker dessutom mot säkerhet. Vid nödkrediter kan Riksbanken visserligen även acceptera utlåning på andra villkor än de som normalt gäller, men nödkredit kan endast beviljas om Riksbanken bedömer att det föreligger synnerliga skäl. I den mån bankerna inte har tillräckligt med säkerheter har de därför ytterligare skäl att låna av varandra.

Ett syfte med att bankerna lånar av varandra är att de ska ha incitament att övervaka varandra och att effektiviteten och stabiliteten i det finansiella systemet därigenom ska öka. Bankernas incitament att övervaka varandra torde emellertid inte öka nämnvärt av att de ger varandra lån över natten, eftersom risken för att ett sådant lån inte ska återbetalas är liten givet den korta löptiden. Resultatet kan tvärtom bli ökad instabilitet, eftersom det finns risk för att bankerna i brist på information reagerar på negativ information med att dra tillbaka sina krediter. Om bankernas övervakning är dålig och de drar tillbaka sina krediter på felaktiga grunder kan stabiliteten minska i stället för att öka. Dålig övervakning från bankernas sida kan också medföra motsatsen, nämligen att en bank som egentligen behöver omstruktureras kan fortsätta sin verksamhet utan att vidta några som helst åtgärder, vilket i slutändan kan leda till större förluster.

Hur påverkar kapitaltäckningskraven effekten av penningpolitik?

Kapitaltäckningskraven är ett av medlen för att upprätthålla finansiell stabilitet. Om bankernas kapital precis räcker för att uppfylla kapitaltäckningskraven, kan de inte öka utlåningen även om de så skulle vilja. En sänkning av reporäntan får då mindre effekt på konsumtion och investeringar. Vi behöver lära oss mer om *hur bankernas finansiella situation påverkar effekterna av penningpolitiken.*

Hur påverkar lender of last resort-åtgärder prisstabiliteten?

Nödkrediter, som är ett annat medel för att upprätthålla finansiell stabilitet, brukar anses vara likviditetsskapande. Så behöver emellertid inte alltid vara fallet. Huruvida nödkrediter är likviditetskapande eller inte beror på om Riksbanken genom nödkrediten tillför ny likviditet eller bara ersätter likviditet som normalt skapas i det finansiella systemet. Om Riksbanken endast ersätter likviditet skulle en sterilisering av nödkrediterna medföra en penningpolitisk åtstramning. För att svara på frågan hur lender of last resort-åtgärder påverkar prisstabiliteten behöver vi veta hur likviditet skapas i ekonomin.

Referenser

Anderson, M., Guibourg, G. & Segendorff, B., (2001), ”Riksbankens roll som övervakare av den finansiella infrastrukturen”, *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 5–18.

Heikensten, L. & Vredin, A., (1998), ”Inflationsmålet och den svenska penningpolitiken – erfarenheter och problem”, *Ekonomisk Debatt*, 26:8, s. 573–593.

Hörngren, L., Viotti, S., Myhrman, J. & Eliasson, G., (1987), *Kreditmarknadens spelregler*, SNS Förlag, Stockholm.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A., (1998), ”Corporate Ownership Around the World”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 6625.

Lundgren, N., (2000), ”Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse”, bilaga 2 till Finansmarknadsutredningen SOU 2000:11, Finansdepartementet, Stockholm.

Mitlid, K. & Vesterlund, M., (2001), ”Räntestyrning i penningpolitiken – hur går det till?, *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 19–41.

Nessén, M., (2002), ”Targeting Inflation Over the Short, Medium and Long Run”, under utgivning, *Journal of Macroeconomics*.

SOU 1998:160, *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*, delbetänkande av banklagskommittén, Finansdepartementet, Stockholm.

SOU 2000:66, *Offentlig administration av banker i kris*, slutbetänkande av banklagskommittén, Finansdepartementet, Stockholm.

Walter, P. & Krause, P., (1999), ”Hedgefonder – orostiftare?”, *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 18–42.