

Vad kan en centralbank göra när bankerna slutar låna ut pengar till varandra, företagen får svårt att emittera värdepapper för att finansiera sin verksamhet och centralbankens styrränta är så nära noll att det inte går att sänka den mer för att stimulera ekonomin? Det är några av de problem som centralbankerna ställts inför under den aktuella finansiella krisen. Det är också de frågor som behandlas i denna kommentar.

Centralbankernas extraordinära åtgärder under den finansiella krisen

Peter Sellin

Författaren är verksam på avdelningen för penningpolitik.

Under det senaste året har störningar på de finansiella marknaderna hotat den finansiella stabiliteten och gjort det svårt att genomföra penningpolitiken i flera länder.¹ Centralbankerna har bemött den här utvecklingen genom att vidta extraordinära åtgärder i syfte att upprätthålla den finansiella stabiliteten och underlätta för företag och hushåll att få lån.

I denna kommentar tar vi upp de problem som centralbankerna ställts inför under den aktuella finansiella krisen och beskriver de åtgärder som har vidtagits. Centralbankerna har främst försökt underlätta för bankerna att låna ut pengar och förbättra likviditeten på vissa finansiella marknader. Men den konjunkturnedgång som följt i krisens spår har lett till att styrräntan i flera länder hamnat nära noll och inte kunnat sänkas mer. Centralbankerna har då fått vidta andra åtgärder för att få ned räntorna på företagens och hushållens lån.

Vilka problem har uppstått i krisens kölvatten?

Den finansiella krisen har lett till en rad problem:

- Bankerna har blivit ovilliga att ta på sig motpartsrisk genom att låna ut pengar utan säkerhet till andra banker, särskilt på längre löptider. Banker som har överskottslikviditet föredrar nu att i stället placera medlen hos centralbanken även om de får en lägre ränta för detta.
- Problemen på interbankmarknaden har lett till att några centralbanker fått det svårt att styra dagslåneräntan.
- Bristen på finansiering i amerikanska dollar har varit ett problem för finansiella institut även utanför USA. Penningmarknadsfonder som tidigare varit en källa till finansiering i dollar har inte kunnat fylla denna roll i samma utsträckning eftersom investerarnas intresse för dessa fonder minskat.²
- Misstroendet mellan bankerna har blivit så stort att detta kan bli ett problem för de banker som inte har ett motpartsavtal med centralbanken. Detta då endast ett begränsat antal banker kan låna direkt från centralbanken.
- När alltfler banker väljer att låna från centralbanken, i stället för på interbankmarknaden, kan det uppstå brist på värdepapper med god kreditvärdighet eftersom centralbanken ger kredit endast mot sådana säkerheter.
- Det har blivit svårare för finansiella företag att emittera certifikat eftersom investerare har föredragit att placera i säkra statspapper.
- Den kraftiga konjunkturnedgång som delvis varit en följd av den finansiella krisen, har lett till att de penningpolitiska styrräntorna i flera länder närmast sig nollsträcket. Därmed har det blivit svårare för centralbankerna att bedriva en tillräckligt expansiv penningpolitik.

¹ För mer detaljerade genomgångar av den finansiella krisen, se Fender och Gyntelberg (2008) och Brunnermeier (2009).

² Se Baba et al (2009) och McGuire och von Peter (2009).

- Några banker som har fått problem är så betydelsefulla för betalningssystemet att deras konkurs skulle kunna få konsekvenser för den finansiella stabiliteten.

Dessa problem har fått ett antal centralbanker att vidta en rad extraordinära åtgärder. Men innan vi studerar de åtgärder som har vidtagits är det viktigt att förstå hur penningpolitiken i praktiken fungerar under normala förhållanden.

Hur kan en centralbank styra räntorna?

De flesta centralbanker försöker styra den så kallade dagslåneräntan, till vilken bankerna lånar ut till varandra över natten för att utjämna tillfälliga överskott respektive underskott på sina konton i centralbanken.³ Dessa obalanser uppkommer varje dag till följd av de transaktioner som bankernas kunder genomför under dagen. Om banker med överskottslikviditet är tveksamma till att låna ut dessa kan det få dagslåneräntan att stiga eftersom de banker som har underskott på likviditet i så fall bjuder upp räntan. De banker som är motparter till centralbanken kan alternativt vända sig till denna för att få kredit över natten. Centralbankens utlåningsränta sätter därmed en övre gräns för dagslåneräntan. På motsvarande sätt sätter centralbankens inlåningsränta en undre gräns. Därmed utgör centralbankens in- och utlåningsräntor en räntekorridor inom vilken dagslåneräntan bestäms.

Under normala förhållanden anpassar centralbanken mängden betalningsmedel – vanligen kallade reserver – så att banksystemet inte ska behöva utnyttja bankens in- och utlåningsfaciliteter. Centralbanken förser vanligen en bank med reserver genom att köpa ett värdepapper från banken samtidigt som man kommer överens om att banken ska köpa tillbaka värdepapperet vid en senare tidpunkt. Dessa så kallade repor brukar vanligen ha en längd på en vecka. Priset ges av den styrränta som centralbanken bestämt. När banken säljer ett värdepapper till centralbanken krediteras dess konto hos centralbanken. Banken kan sedan använda reserverna för att genomföra betalningar till andra medlemmar i betalningssystemet eller för att rekvirera sedlar och mynt från centralbanken.

En del centralbanker genomför även dagliga operationer. Riksbanken till exempel ser till att banksystemets ställning gentemot Riksbanken dagligen är i balans genom så kallade finjusterande operationer vid dagens slut. Då kan bankerna låna eller placera i Riksbanken över natten till reporäntan (Riksbankens styrränta) plus/minus 0,10 procentenheter. Centralbanker som tillämpar kassakrav anpassar i stället tillförseln av reserver till banksystemet så att det blir möjligt för bankerna att i genomsnitt under en så kallad kassakravperiod (vanligen några veckor) hålla så mycket reserver på sitt konto hos centralbanken som krävs.⁴ Av de centralbanker vi studerat är det endast Bank of Canada och Sveriges riksbank som inte tillämpar kassakrav.

För att penningpolitiken ska få effekt på inflation och tillväxt måste förändringar i styrräntan få effekt på de räntor på krediter med risk som hushåll och företag möter. Hur går detta till? Förändringar i styrräntan påverkar riskfria räntor med längre löptider eftersom dessa delvis bestäms av förväntningar om den framtida styrräntan. De riskfria räntorna på värdepapper emitterade av staten utgör basen för räntor på krediter med risk. De senare bör vara högre än de riskfria räntorna eftersom de innefattar en premie som kompenserar köparen för kreditrisken. Att kreditriskpremier varierar över konjunkturcykeln är normalt. Vid oro på de finansiella marknaderna kan dock även likviditetspremierna bli stora och variera kraftigt över tiden.⁵ Prisbildningen på marknaden blir då mer oförutsägbar. Detta är inte önskvärt då en fungerande räntemarknad är en förutsättning för att kopplingen mellan styrräntan och de räntor som företag och hushåll möter ska fungera normalt.⁶

³ Ett undantag är Swiss National Bank (SNB) som styr en tremånadersränta.

⁴ Kassakrav innebär att en bank är tvungen att hålla en viss mängd betalningsmedel som reserver hos centralbanken. Storleken och avkastningen på reserverna samt längden på kassakravperioden bestäms på olika sätt hos olika centralbanker.

⁵ Likviditetspremier kompenserar köparen av ett värdepapper för risken att likviditeten på marknaden blir dålig när han vill sälja det igen. En illikvid marknad kännetecknas av att det inte finns så många köpare och säljare. På en sådan marknad kan man inte räkna med att sälja någon större volym utan att det sätter press nedåt på priset på värdepapperet.

⁶ Se Hopkins, Lindé och Söderström (2009) för en analys av hur denna koppling mellan styrränta och marknadsräntor har fungerat i Sverige under den finansiella krisen.

Vad har centralbankerna gjort åt problemen?

Under krisen har centralbankerna utöver de normala operationerna vidtagit andra mer okonventionella åtgärder. Exempel på sådana är att ge lån på längre löptider till sina motparter, att ge lån i amerikanska dollar, att godkänna ett större antal värdepapper som säkerhet för lån och att utöka kretsen av penningpolitiska motparter. För denna översikt har vi studerat åtgärder som vidtagits av den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed), Europeiska centralbanken (ECB), Bank of England, Swiss National Bank (SNB), Bank of Canada, Bank of Japan och Sveriges riksbank.

Vi delar in centralbankernas extraordinära åtgärder i följande fem kategorier:

1. Utökade möjligheter för bankerna att låna från centralbanken
2. Lån eller direkta köp för att stödja vissa marknader
3. Kvantitativa lättnader
4. Nödkrediter
5. Förändringar av in- och utlåningsfaciliteter

Att man ska dela in åtgärderna i just dessa fem kategorier är inte självklart, men det har den fördelen att gränsdragningen mellan kategorierna blir ganska klar.

Utökade möjligheter för bankerna att låna från centralbanken

Samtliga centralbanker har försökt tillgodose tillgången till krediter på längre löptider genom att genomföra öppna marknadsoperationer (köp av värdepapper med återköpsavtal eller kredit mot säkerhet) med löptider på ett par månader – oftast 3 och 6 månader. Sveriges riksbank lånar regelbundet ut svenska kronor på löptiderna 3 månader (sedan oktober 2008) och 6 månader (sedan februari 2009). Sedan juni 2009 lånar Riksbanken även ut på 12 månader. Bank of Canada och ECB har också nyligen infört utlåning med en löptid på 12 månader.

Alla utom Riksbanken har ingått swapavtal med Fed för att förse sina banker med amerikanska dollar över natten. Samtliga centralbanker har däremot ingått swapavtal med Fed för att kunna förse sina banker med dollar på längre löptider än över natten. Det går till så att man swappar (byter) den egna valutan mot dollar som sedan kan lånas ut. Riksbanken lånar till exempel ut dollar på 3 månader (tidigare även på 1 månad). ECB ingick i oktober 2008 ett swapavtal med SNB för att förse euromarknaden med schweiziska franc med en löptid på 1 vecka. Därefter har SNB tecknat liknande swapavtal med de polska och ungerska centralbankerna för att förse dessa med schweiziska franc.

Det är utlåningen i amerikanska dollar, tillsammans med lånen i svenska kronor på längre löptid, som har fått Riksbankens balansräkning att svälla från en omslutning på cirka 200 miljarder kronor före krisen till cirka 700 miljarder kronor vid årsskiftet 2008/09 (se diagram 1 för en jämförelse av utvecklingen av centralbankernas totala balansomslutning). Balansräkningarna expanderade kraftigt för de flesta centralbanker när krisen förvärrades efter att Lehman Brothers lämnat konkursansökan i september 2008.

Fed, Bank of England, Bank of Canada och Sveriges riksbank har därutöver vidgat kretsen av penningpolitiska motparter. Riksbanken utökade i oktober 2008 antalet motparter som deltar i de finjusterande transaktionerna samt introducerade nyligen en ny klass av begränsade motparter som ska kunna utnyttja vissa av Riksbankens lånefaciliteter.⁷

Samtliga centralbanker har även breddat mängden av värdepapper som kan användas som säkerhet för krediter från centralbanken. Fed, Bank of England och Bank of Japan lånar dessutom ut likvida värdepapper och tar i stället emot mindre likvida värdepapper som säkerhet. De mer likvida värdepapperen kan sedan användas i repor med andra banker eller med centralbanken för att skaffa likvida betalningsmedel.

⁷ Innan oktober 2008 kunde endast de så kallade primära penningpolitiska motparterna delta i finjusteringarna. Sedan den 8 oktober kan samtliga penningpolitiska motparter delta.

Lån eller direkta köp för att stödja vissa marknader

Begreppet "credit easing" (CE), myntades av den amerikanska centralbankens chef Ben Bernanke.⁸ CE innebär att centralbanken försöker få de finansiella marknader som har problem att fungera bättre genom att köpa värdepapper på dessa marknader, alternativt finansiera andras köp av dessa värdepapper.

Fed, Bank of Japan, Bank of England och Riksbanken har försökt mildra de problem som har uppstått på marknaden för företagscertifikat. Fed och Bank of Japan har upp- rättat program genom vilka de direkt köper företagscertifikat från emittenten. Bank of England köper företagscertifikat både på andrahandsmarknaden och i nyemissioner. Riksbanken har i stället valt en mer indirekt metod. Ett företag som vill emittera certifikat säljer dessa till sin bank och banken kan sedan i sin tur använda certifikaten som säkerhet för kredit från Riksbanken.

Fed stöder även andrahandsmarknaden i certifikat genom att finansiera en banks köp av certifikat från penningmarknadsfonder.⁹ Penningmarknadsfonder är precis som banker känsliga för "rusningar" av investerare som vill ta ut sina pengar. Genom att öka sannolikheten för att det alltid finns någon som är villig att köpa certifikaten minskar den amerikanska centralbanken risken för sådant beteende. Fed köper dessutom direkt vissa bostadsobligationer som garanteras av Federal National Mortgage Association (FNMA, populärt kallad Fannie Mae), Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, även kallad Freddie Mac) och Government National Mortgage Association (GNMA, också kallad Ginnie Mae). Dessutom köper man värdepapper emitterade av Fannie Mae, Freddie Mac samt Federal Home Loan Banks. Syftet är att öka hushållens tillgång till bostadskrediter samt att minska kostnaderna för dessa.

I januari 2009 annonserade Bank of England att de skulle lansera ett program – Asset Purchase Facility – för att köpa företagscertifikat och företagsobligationer för att stödja marknaderna för dessa värdepapper. Programmet finansieras av det brittiska finansdepartementet, som ersätter Bank of England för eventuella förluster. I mars 2009 började Bank of England köpa företagsobligationer på andrahandsmarknaden. Syftet med programmet är att underlätta handeln med obligationerna och därmed reducera likviditetspremierna på marknaden.

ECB, som under lång tid gett stöd endast via bankerna, har gjort ett avsteg från denna princip. Från och med juli 2009 köper ECB säkerställda obligationer direkt på de europeiska marknaderna. Dessa värdepapper ger innehavaren förtur till vissa tillgångar hos emittenten i händelse av en konkurs och anses därför som säkrare än andra obligationer. De regleras dessutom av ett rigoröst regelverk (särskilt i Tyskland som är den största marknaden för ECB:s inköp).

Kvantitativa lättnader

När styrräntorna nyligen började närma sig noll i flera länder började centralbankerna få problem med att bedriva en tillräckligt expansiv penningpolitik – problem som inte var direkt kopplade till problemen i det finansiella systemet. Därför införde några centralbanker kvantitativa lättnader (QE, från engelska "quantitative easing"). Åtgärden innebär att centralbanken sätter ett operationellt mål för tillväxten i de reserver som bankerna håller på konto hos centralbanken. Det slutliga målet är dock att pressa ned räntorna på de värdepapper man köper, samt på värdepapper som är nära substitut till dessa. Vid QE köper man olika värdepapper med reserver som centralbanken skapar utan någon tanke på att understödja vissa marknader som vid CE.¹⁰

Från och med den 6 mars 2009 har Bank of Englands program Asset Purchase Facility fått ett delvis annat mål som faller under beteckningen kvantitativa lättnader. Det innebär att köpen nu finansieras via reserver, det vill säga Bank of England krediterar säljarens konto i betalningssystemet som betalning för de värdepapper som köps. Bankens penningpolitiska kommitté röstar från och med mars om nivån inte bara på

⁸ Se Bernanke (2009).

⁹ Detta görs genom två olika program: Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) och Money Market Investor Funding Facility (MMIFF).

¹⁰ För en mer utförlig diskussion av QE och CE, se Söderström och Westermarck (2009).

styrräntan, utan även på volymen värdepapper man ska köpa under en viss period. Bank of Japan är den centralbank som har mest erfarenhet av kvantitativa lättnader, vilka man använde sig av redan under perioden 2001–2006. Nu vidtar man i Japan återigen denna åtgärd. Även Fed har inlett ett program för att köpa statsobligationer med syftet att pressa ned räntorna på längre löptider.

Nödkrediter

Några centralbanker har gett likviditetsstöd till banker och andra finansiella institut som har bedömts vara så viktiga för betalningssystemets stabilitet att man inte velat se dem gå i konkurs. Fed har gett lån till försäkringsbolaget AIG och bankkonglomeratet Citigroup, Bank of England till Northern Rock samt Riksbanken till Carnegie Investment Bank AB och Kaupthing Bank Sverige AB. Fed har dessutom ställt upp med finansiering till investmentbanken JP Morgan för köpet av Bear Stearns och SNB har finansierat en överföring av tillgångar från banken UBS till ett nyinrättat institut. Till skillnad mot de åtgärder som beskrivits ovan riktar sig dessa så kallade nödkrediter till enskilda finansiella institut på marknaden.

Förändringar av in- och utlåningsfaciliteter

Fed, ECB, Bank of England, Bank of Canada och Riksbanken har minskat avståndet mellan sina in- och utlåningsräntor. Med andra ord har de dragit ihop sina räntekorridorer kring styrräntan. I ECB:s och Bank of Englands fall har man gjort detta för att bättre förankra förväntningarna om den framtida dagslåneräntan.

De övriga centralbankerna har dragit ihop korridoren när styrräntan har närmat sig noll för att undvika att inlåningsräntan ska bli negativ. Fed och Bank of Canada har dessutom satt styrräntan lika med inlåningsräntan, det vill säga den nedre gränsen för räntekorridoren, medan övriga centralbanker har behållit styrräntan i mitten av korridoren. Det finns dock inget som säger att inlåningsräntan inte kan vara negativ. Sveriges riksbank beslutade den 1 juli 2009 att sänka reporäntan till 0,25 procent och bibehålla räntekorridoren på plus/minus 0,50 procent. Därmed hamnade inlåningsräntan på minus 0,25 procent. Eftersom Riksbanken genomför dagliga finjusterande operationer är det endast små belopp som blir kvar och förs över till inlåningsfaciliteten när betalningssystemet stänger för dagen. Den negativa inlåningsräntan ger bankerna incitament att delta i finjusteringen eller att låna ut pengar till varandra om någon skulle ha ett underskott vid slutet av dagen.

Slutsatser

Centralbankerna världen över har genomfört omfattande åtgärder för att motverka effekterna av den finansiella krisen. Man har i många fall använt sig av samma typer av extraordinära åtgärder, som att ge lån på längre löptider till sina motparter, att ge lån i amerikanska dollar, att godkänna ett större antal värdepapper som säkerhet för lån och att utöka kretsen av penningpolitiska motparter.

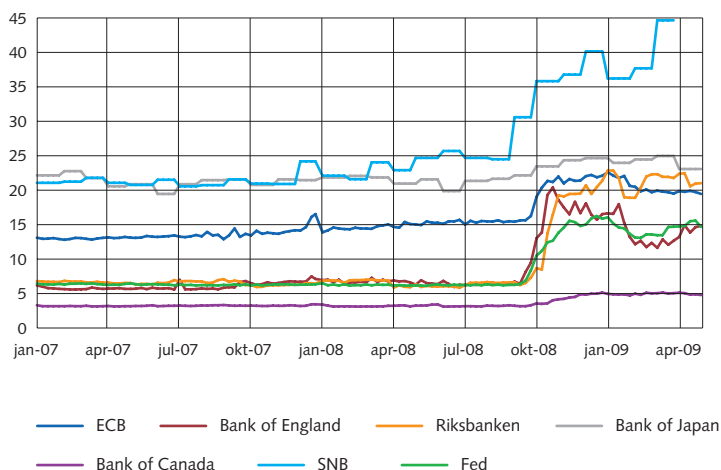
I vissa fall har dock centralbankerna valt att vidta olika typer av åtgärder för att motverka effekterna av finanskrisen i sitt respektive land. Det beror på skillnader mellan länderna i de finansiella sektorernas struktur.¹¹ En viktig sådan skillnad är att de finansiella marknaderna är mer utvecklade i USA jämfört med i Europa. Därför har Fed använt fler åtgärder som är avsedda att direkt stödja olika finansiella marknader. I Sverige och euroområdet är företagen däremot mer beroende av bankerna för finansiering av sin verksamhet. Riksbanken och ECB har därför främst inriktat sig på åtgärder för att understödja banksystemet. Trots dessa skillnader har avsikten med de olika åtgärderna ändå varit densamma – att underlätta för företag och hushåll att få lån för att finansiera investeringar och konsumtion.

¹¹ För en mer utförlig diskussion om skillnader i finansiell struktur och krisåtgärder i olika länder, se Sveriges riksbank (2009).

Diagram

Diagram 1. Utvecklingen av centralbankernas balansomslutningar

Totala tillgångar relativt BNP, procent



Källa: Respektive lands centralbank (tillgångar) och statistikmyndighet (nominell BNP).

Referenser

- Baba, N., R.N. McCauley och S. Ramaswamy (2009). "US dollar money market funds and non-US banks", *BIS Quarterly Review*, mars, sid. 65–81.
- Bernanke, B. (2009). "The Crisis and the Policy Response", Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, 13 januari 2009.
- Brunnermeier, M.K. (2009). "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–08", *Journal of Economic Perspectives*, 23(1).
- Fender I. och J. Gyntelberg (2008). "Overview: global financial crisis spurs unprecedented policy actions", *BIS Quarterly Review*, december, sid. 1–24.
- Hopkins, E., J. Lindé och U. Söderström (2009). "Transmissionsmekanismen och den finansiella krisen", *Penning- och valutapolitik*, Nr 2, sid. 51–70.
- McGuire, P. och G. von Peter (2009). "The US dollar shortage in global banking", *BIS Quarterly Review*, mars, sid. 47–63.
- Report of the Money Market Working Group – submitted to the Board of Governors of the Investment Company Institute, 17 mars 2009.
- Sveriges riksbank (2009). "Skillnader i finansiell struktur och krisåtgärder i olika länder", fördjupningsruta i *Penningpolitisk rapport*, juli, sid. 53–55.
- Söderström, U. och A. Westermarck (2009). "Penningpolitik när styrräntan är noll", *Penning- och valutapolitik*, Nr 2, sid. 5–30.