

Anförande

Andre vice riksbankschef Eva Srejber

TISDAGEN DEN 25 SEPTEMBER 2001

Bankernas roll för penningpolitiken

Färs & Frosta Sparbank AB

Först vill jag börja med att tacka för inbjudan hit. Idag tänker jag tala om bankernas roll för Riksbanken och framförallt deras roll för penningpolitiken.

Riksbanken har i lag tilldelats uppgiften att upprätthålla ett fast penningvärde. Vi har också uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. För bägge våra uppgifter spelar bankerna en central roll. Målet för penningpolitiken har av direktionen preciserats som att inflationen mätt med KPI skall hållas på 2 procent med ett toleransintervall på plus minus 1 procentenhet. Räntan är det instrument som vi har till vårt förfogande för att uppnå inflationsmålet. Vi har visserligen också möjlighet att använda valutainterventioner som ett medel för att uppnå vårt mål. Men det är ett penningpolitiskt medel som vi vanligtvis inte utnyttjar under nuvarande penningpolitiska regim.

Jag har vid tidigare tillfällen i generella termer diskuterat de mekanismer som gör att en centralbank kan påverka prisutvecklingen i den egna ekonomin. Här vill jag bara mycket kortfattat starta med att gå igenom de kanaler genom vilka vi antar att penningpolitiken får effekt. Även om vi tror oss veta vilka dessa kanaler är så har vi mycket liten kunskap om med vilken styrka och på vilken sikt varje enskild kanal verkar. Att penningpolitiken påverkar inflationen med viss eftersläpning och med viss verkningskraft finns klara empiriska belägg för, *men varför* penningpolitiken verkar är alltså svårare att säkert uttala sig om.

I Riksbankens tankesam påverkas konsumentpriserna främst av resursutnyttjandegraden, importpriserna samt inflationsförväntningarna. Penningpolitiken antas få effekt på dessa faktorer och därmed på inflationen via

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

många olika kanaler. Det är vad som i den akademiska världen kallas transmissionsmekanismen. Man brukar tala om att penningpolitiken dels får effekt via räntekanalerna, dels via växelkurskanalen. Det är alltså den traditionella beskrivningen av den s.k. transmissionsmekanismen.

Därutöver har inflationsförväntningarna med stor sannolikhet en framträdande roll för prisbildningen. Och där har trovärdigheten för penningpolitikens möjlighet att uppfylla prisstabilitetsmålet en stor betydelse. Stabila och låga inflationsförväntningar torde dels påverka företagens prissättningsbeteende och dels lönebildningen. Om inflationsförväntningarna är stabila kan konsekvensen bli att resursutnyttjandegraden i ekonomin kan variera ganska mycket utan att det ger utslag i inflationen. I så fall kan penningpolitiken via trovärdigheten för prisstabilitetsmålet också påverka utväxlingen mellan tillväxt och inflation.

Ett sätt att upprätthålla trovärdigheten och uppslutningen kring prisstabilitetsmålet är enligt vår bedömning att visa en hög grad av öppenhet och tydlighet om hur penningpolitiken bedrivs. Öppenheten innebär t.ex. att vi redovisar vilka överväganden vi gör vad gäller konjunkturutsikter och annat när vi fattar beslut om räntan. Men det innebär också att vi är tydliga om på vilka kunskapsgrunder vi fattar våra beslut. Tydligheten syftar också till att skapa förutsättningar för t.ex. bankernas analytiker att förutse hur penningpolitiken reagerar på ny information av olika slag. Ett konsekvent och symmetriskt penningpolitiskt agerande ökar trovärdigheten för prisstabilitetsmålet, vilket i sin tur torde verka stabiliserande för inflationsförväntningarna.

Mitt anförande idag får ses som ett led i vår strävan mot öppenhet. I många fall reser jag frågor som vi inte har svar på. Vår ambition är dock att öka vår kunskap både genom att ta del av befintlig forskning och genom att stimulera egna och andras utvecklingsinsatser på området.

Bankerna viktiga för Riksbankens uppgifter

Jag övergår nu till att tala om bankernas betydelse för vår möjlighet att upprätthålla prisstabilitet.

Bankerna har en viktig roll för penningpolitikens möjlighet att upprätthålla prisstabilitet på flera sätt. För *det första* är bankerna centrala för möjligheten att överhuvud taget genomföra betalningar i ekonomin. All aktivitet i ekonomin leder till betalningar och utan ett fungerande betalningsväsende kan inte heller prisstabilitet upprätthållas. Det för alltför långt att idag gå närmare in på den roll bankerna spelar i betalningsväsendet och de kopplingar som finns mellan Riksbankens bägge uppgifter. Men jag vill ändå här poängtera att finansiell stabilitet är en förutsättning för prisstabilitet. För *det andra* är det via de banker som deltar i Riksbankens system för stora betalningar – det s.k. RIX-systemet – som vi rent praktiskt kan påverka de räntor företag och hushåll möter när de väljer mellan sparande, investeringar och konsumtion. För *det tredje* spelar bankernas egen kreditgivning och deras utlåningsränta en viktig roll för aktiviteten i ekonomin.

I den s.k. räntekanalerna har bankerna alltså en viktig roll. Här kommer jag först att gå igenom hur Riksbankens räntestyrelse går via styrning av den kortaste räntan

på interbankmarknaden. Därefter diskuterar jag vilken betydelse den har för bankernas kreditgivning.

Riksbanken styr den kortaste marknadsräntan

Att centralbanken har monopol på att ge ut pengar brukar anges utgöra förutsättningen för möjligheten att bestämma prisutvecklingen för den egna valutan – t.ex. räknat i hur mycket varor som kan köpas för en viss mängd pengar. Det är intuitivt lätt att förstå att mängden pengar i ekonomin är avgörande för priset på de varor som produceras inom landet. I moderna ekonomier där betalningar i stor utsträckning sker elektroniskt är monolet på att ge ut sedlar inte längre en lika självklar förutsättning för penningpolitikens möjlighet att bestämma prisutvecklingen. Det som gör att räntan kan styras är i stället rätten att bestämma villkoren i systemen för stora elektroniska betalningar mellan banker samt möjligheten att påverka hur mycket bankerna skall låna eller placera i Riksbanken. För att elektroniska betalningar skall kunna fungera som pengar krävs att centralbanken uppfattas som garant för detta betalningsmedel på samma sätt som när det gäller sedlar. Den rollen kan endast centralbanken uppfylla och på så sätt kan man säga att möjligheten att bestämma prisutvecklingen i ekonomin fortfarande vilar på monolet att ge ut pengar.

Riksbanken styr den kortaste räntan på interbankmarknaden så att den normalt hamnar nära den penningpolitiskt bestämda reporänta. Att Riksbanken kan styra interbankräntan beror för det första på att varje enskild bank som deltar i det system som hanterar stora betalningar mellan bankerna – det s.k. Rix-systemet – alltid har möjlighet att låna och placera i Riksbanken över natten till den in- respektive utlåningsränta som Riksbanken har bestämt. De ligger 75 punkter under respektive över Riksbankens reporänta. Skillnaden mellan in- och utlåningsräntan är tillräckligt stor för att bankerna i normala situationer skall anse att det är lönsammare att utjämna de över- och underskott som uppstår i deras betalningar efter dagens slut på interbankmarknaden än att utnyttja in- och utlåningsmöjligheterna i Riksbanken. Både den bank som har ett överskott och den bank som har ett underskott tjänar på att placera respektive låna av varandra till en ränta som ligger mellan Riksbankens in- och utlåningsränta. Att interbankräntan normalt hamnar i mitten av korridoren d.v.s. nära reporäntan beror på att Riksbanken vanligtvis erbjuder bankerna att till Riksbankens reporänta låna eller placera så mycket pengar att ingen bank ska behöva utnyttja de dyrare alternativ som in- och utlåningsfaciliteterna innebär. Förutsättningen är att möjligheterna på interbankmarknaden är uttömda.

Utelöpande sedelstock och övriga poster på Riksbankens balansräkning gör att banksystemet för närvarande måste låna i Riksbanken. För att undvika att en stor lånestock måste omsättas varje dag erbjuder Riksbanken varje vecka bankerna möjlighet att låna via repor med en löptid på en vecka till den penningpolitiskt fastställda reporäntan. Genom mindre s.k. finjusterande operationer erbjuder Riksbanken dessutom normalt banksystemet finansiering eller placering av de underskott eller överskott som kan uppstå i de dagliga betalningsflödena mellan bankerna och Riksbanken till en ränta nära reporäntan. Det är via annonsering av reporäntan som Riksbanken ger signaler om penningpolitiken. Reporäntan ändras

dock numera normalt endast efter de penningpolitiska möten Riksbankens direktion håller, vilket innebär att reporäntan ligger fast 6-8 veckor. Sammanfattningsvis styrs alltså räntan på interbankmarknaden så att den följer reporäntan mycket nära.

Riksbankens räntestyrning -liksom för övrigt många andra moderna centralbankers - skiljer sig från de modeller som beskrivs i de flesta makroekonomiska läroböcker. Där utgår man oftast ifrån att centralbanken påverkar mängden pengar eller likviditeten i ekonomin genom att köpa och sälja obligationer på marknaden. I lärobokens enkla modell håller bankerna en likviditetsbuffert i centralbanken i form av inlåning utan ränteersättning – s.k. reserver. När centralbanken köper eller säljer obligationer via bankerna kommer betalningarna att ske via bankernas inlåningskonton i centralbanken – centralbanken kan därmed styra hur mycket reserver bankerna skall ha placerade i centralbanken. Men för att bankerna skall vara beredda att - i utbyte mot pengar på deras räntelösa inlåningskonto i centralbanken - köpa eller sälja den mängd obligationer centralbanken önskar så måste räntan anpassas. Lägre ränta ökar allmänhetens efterfrågan av betalningsmedel och det gör att även bankernas behov av likviditetsbuffert ökar och vice versa om räntorna stiger. Läroboken utgår alltså ifrån att centralbanken påverkar räntan genom att påverka bankernas behållning på räntelöst inlåningskonto i centralbanken.

Utformningen av vårt räntestyrningssystem och villkoren i betalningssystemet gör dock att de svenska bankerna inte måste placera pengar på inlåningskonto i Riksbanken som reserver d.v.s. likviditetsbuffert. De underskott i betalningsflödena som uppstår under dagen kan bankerna finansiera via räntefria lån i Riksbanken mot säkerhet i värdepapper. I stället för att hålla en likviditetsbuffert utan ränteersättning kan de svenska bankerna hålla en likviditetsbuffert i form av i Riksbanken pantsättningsbara värdepapper – med full avkastning. Medan kostnaden för bankernas likviditetsbuffert i lärobokens modell utgörs av den nominella räntan – alternativet är ju att placera i tillgångar som ger ränta- är kostnaden för likviditetsbufferten i det svenska systemet begränsad till ränteskillnaden mellan t.ex. statsobligationer och utlåning. Kostnaderna för bankernas betalningstjänster borde därför allt annat lika vara lägre i Sverige än i länder som tillämpar system som liknar lärobokens. Därmed kan vi säga att vårt system är mer kostnadseffektivt än lärobokens.

Efter den tragiska händelsen i USA förra veckan annonserade några centralbanker att man var beredd att tillföra likviditet för att undvika likviditetsbrist på marknaden. I perioder av oro ökar normalt efterfrågan på riskfria placeringar. Det leder till att placerare kräver högre kompensation för kreditrisk. I förlängningen kan det leda till att också räntan på interbankmarknaden stiger. I extrema lägen kan tillgång till likviditet värderas så högt att banker och andra aktörer inte till något pris är beredda att låna ut pengar. På grund av den stora osäkerhet som rådde fungerade därför dagslånemarknaden i amerikanska dollar mycket dåligt dagarna efter terrorattacken mot USA, dagslåneräntorna steg och det fanns indikationer på att vissa banker över huvud taget hade svårt att få tag i dollar. Mot den bakgrunden erbjöd den amerikanska centralbanken de amerikanska bankerna ökad möjlighet att låna dollar i centralbanken. Men även de europeiska bankerna drabbades. I syfte att upprätthålla funktionen på

dollarmarknaden erbjöd därför också en del centralbanker och däribland den svenska, dollar till marknaden .

På motsvarande sätt kan man rent hypotetiskt tänka sig ett läge där någon eller några svenska banker väljer att hellre placera ett överskott i kronor i Riksbanken till inlåningsränta än att låna ut pengarna till andra banker. De banker som inte kan hitta finansiering på interbankmarknaden måste då utnyttja lånemöjligheterna i Riksbanken. Lån i Riksbanken är för det första dyrare och kräver för det andra säkerhet. För att undvika att räntan på interbankmarknaden stiger kan Riksbanken vidta olika åtgärder. I vissa pressade lägen har vi tidigare valt att via våra normala operationer öka utbudet av lån till den penningpolitiskt bestämda räntan. Om någon bank skulle välja att placera sitt överskott i Riksbanken i stället för att ge lån på interbankmarknaden, där utlåningen normalt sker utan säkerhet, kan Riksbanken välja att bjuda ut motsvarande kreditvolym på interbankmarknaden till den ränta vi siktar på. Förutsättningen är att den bank som lånar i Riksbanken kan presentera godkända säkerheter. Vid millennieskiftet då det, som kanske någon minns fanns en stark oro för att s.k. likviditetsbrist skulle uppstå, utvidgade Riksbanken listan över godkända säkerheter. I vårt system kan det sägas innebära att vi ökade likviditeten i banksystemet eftersom åtgärden ökade möjligheterna att låna i Riksbanken. Utvidgningen av listan över de säkerheter Riksbanken accepterar har nu permanentats, vilket torde innebära att likviditeten i det svenska banksystemet är god.

Att någon svensk bank skulle välja att ta kostnaden för att placera stora överskott på sitt inlåningskonto i Riksbanken förutsätter att alternativet att låna ut pengarna på interbankmarknaden bedöms vara sämre. Ett skäl skulle kunna vara att man fruktar att den bank som vill låna inte kommer att kunna betala i rätt tid eller inte alls. Ett annat skäl skulle kunna vara att den bank som har ett överskott av något skäl inte vill eller kan ge lån som kräver kapitaltäckning och därför väljer att placera pengarna riskfritt i Riksbanken. I vanliga fall torde dock risken för detta vara liten – för det första är soliditeten i de svenska bankerna hög och för det andra är de svenska bankerna så få att man har god kännedom om varandra.

Riksbanken har dessutom – i lägen när det finansiella systemet riskerar att allvarligt störas – möjlighet att ge lån till särskilda villkor till en bank som av något skäl får så oväntat stora underskott i sina betalningar under en dag att banken inte har tillräckligt med i förväg godkända säkerheter för att låna i Riksbanken till normala villkor. Förutsättningen är dock att banken av Riksbanken bedöms vara solid. För att snabbt kunna fatta beslut i sådan situationer har Riksbanken en krisorganisation.

Bankernas utlåning viktig

Ett *annat skäl* för att bankerna är särskilt intressanta för penningpolitiken är att utlåningen från bankerna spelar en viktig roll för genomslaget från penningpolitiska ränteförändringar. Om de svenska bankerna av något skäl minskar utbudet av krediter så kan företag och hushåll inte fullt ut ersätta bortfallet med finansiering för konsumtion och investeringar på annat håll. Mindre företag är särskilt beroende av de svenska bankerna och de kundrelationer som byggts upp. Men större företag har också tillgång till andra finansieringskällor som lån på

obligationsmarknaden, lån i utländska banker eller finansiering via aktieemissioner.

Bankernas utbud av krediter samt deras räntesättning kan alltså påverka hur snabbt och mycket penningpolitiken påverkar aktiviteten i ekonomin och därmed inflationen. Vi kan börja med att konstatera att reporäntan är *en* viktig bestämningsfaktor när bankerna bestämmer sina utlåningsräntor. När utlåningsräntorna bestäms är bankens egen internränta central och den bestäms vanligtvis av reporäntan. Det beror på att bankernas finansiering av de underskott respektive placering av de överskott som uppstår vid dagens slut normalt kan ske på interbankmarknaden där ju prissättningen beror av reporäntan. Om en bank lånar ut pengar till ett företag kan lånet i princip finansieras på interbankmarknaden. Även lån med längre löptid skulle kunna finansieras via kort upplåning på interbankmarknaden. Utlåningsräntan på interbankmarknaden kommer därmed att utgöra bankens finansieringskostnad för detta lån och är därför en viktig faktor när banken bestämmer utlåningsräntan till företaget. För lån med längre bindningstid skulle förväntningar om reporäntan under lånets löptid påverka finansieringskostnaden och därmed den utlåningsränta banken fastställer för ett längre lån. En bank som har ett överskott som måste placeras kan på motsvarande sätt välja mellan att placera det på interbankmarknaden och att låna ut pengarna. Interbankräntan påverkar därför den utlåningsränta banken erbjuder hushåll och företag också för att den utgör en alternativavkastning.

Utöver interbankräntan påverkas bankernas utlåningsränta emellertid också av många andra faktorer. Bankerna måste förstås i sin räntesättning kompensera sig för de kreditrisker som är kopplade till lånen och samtidigt reservera medel i det egna kapitalet för att möta framtida förluster. Att bankerna från tid till annan gör olika bedömningar om låntagarnas kreditvärdighet borde dock i sig inte påverka hur mycket bankernas utlåningsränta förändras när reporäntan höjs. Genomslaget från penningpolitiken borde alltså inte ändras enbart till följd av att bankerna förändrar sina bedömningar av kreditrisken.

Många teorier pekar dock på att penningpolitiken i sig kan påverka bankernas räntesättning utöver den kanal som går via interbankräntan. En teori går ut på att när räntorna är på höga nivåer ökar andelen oseriösa låntagare – låntagare som är medvetna om att de inte kommer att kunna betala tillbaka sina lån och därför är okänsliga för höga räntor. För att kompensera för detta kan bankerna höja räntorna på alla lån mer än vad som motiveras av de penningpolitiskt styrda räntorna eller minska sitt utbud av krediter.

En annan teori pekar på att låntagarnas kreditvärdighet via sina balansräkningar påverkas av ränteförändringar. Tanken är att ett företag som t.ex. är högt skuldsatt blir mindre kreditvärdig om räntan höjs. I och för sig lönsamma investeringsprojekt kommer kanske därmed inte till stånd p.g.a. att det företag som ansöker om lån för projektet redan innan är högt skuldsatt och därför får betala en hög kreditriskpremie eller inte alls får låna.

En ytterligare teori pekar på att en räntehöjning ökar bankernas finansieringskostnader när allmänhetens inlåning minskar. En större andel av finansieringen måste därmed ske via obligationsmarknaden. Bankerna antas också här ha motiv att höja räntorna mer än centralbanken.

Andra mekanismer som gör att penningpolitikens genomslag i vissa lägen kan bli mindre än normalt är om bankerna stramar åt sin kreditgivning – s.k. ”credit crunch” - p.g.a. att man inte kan öka sin kreditriskexponering t.ex. till följd av kapitaltäckningsreglerna. Efter en lång period med stark kreditexpansion baserad på förväntningar om fortsatt tillväxt och höga förmögenhetsvärden hos låntagarna kan en kraftig konjunktturnedgång och fallande tillgångspriser t.ex. leda till att bankerna begränsar sin utlåning av osäkerhet om kvaliteten på den utlåningsstock man redan har. I efterhand kan bankerna konstatera att man troligen felbedömt kreditriskerna tidigare och således lånat ut till för låg ränta och reserverat för lite för att kunna möta kommande förluster. Lättnader i penningpolitiken kan i sådana lägen bli mindre verksamma än annars eftersom bankerna inte är beredda att låna ut ens till lönsamma investeringar.

Sammanfattningsvis finns det alltså skäl att öka vår kunskap om vad som påverkar *penningpolitikens genomslag* bl.a. via bankerna i olika lägen. Utvecklingen på de finansiella marknaderna över tiden och skillnader mellan olika länder talar för att genomslaget på efterfrågan och inflationen av en viss penningpolitisk åtgärd borde vara olika mellan olika perioder och länder. Att göra skattningar av hur genomslaget från en ränteförändring på tillväxt och inflation skiljer sig åt över tiden och mellan länder är svårt, men de försök som gjorts tyder på stora skillnader. Mot bakgrund av att sammansättningen i hushållens finansiella portföljer, sättet att finansiera bostäder, bankutlåningens betydelse för företagens investeringar samt utformningen av regler och skatter ser mycket olika ut mellan olika perioder och länder så är det förstås inte förvånande. Som jag tidigare påpekat har dessutom inflationsförväntningarna troligen en viktig roll för prisbildningen. I länder där penningpolitiken bedrivits så att inflationsförväntningarna stabiliserats är det därför rimligt att anta utväxlingen mellan ränteförändringar och inflation är mindre än i länder och under perioder med stora fluktuationer i inflationen.

Det finns också ett penningpolitiskt intresse av att känna till hur bankernas kreditbedömning går till för att säkrare göra framåtblickande bedömningar av tillväxten under antagande om oförändrad penningpolitik. När Riksbanken fattar beslut om utformningen av penningpolitiken grundas den t.ex. på bedömningar av hur hushållen och företagen reagerar på stigande aktie- och fastighetsvärden. En viktig förutsättning för att optimism om kommande tillväxt och förmögenhetstillväxt skall kunna realiseras i konsumtion och investeringar är ju att de kan finansieras. Här spelar bankernas bedömning av kreditrisker in. Inte minst viktigt är i vilken utsträckning bankerna är beredda att belåna aktier och fastigheter. Om bankerna i sin kreditriskhantering lyckas fånga de risker som är förknippade med fluktuationer i tillgångspriserna minskar sannolikt risken för att detta skall avspeglas i variationer i produktion och sysselsättning.

Jag har i mitt anförande idag framförallt inriktat mig på att tala om den roll bankerna spelar för penningpolitiken. Av det jag sagt framgår emellertid att det finns många och nära kopplingar mellan Riksbankens båda uppgifter – att verka för prisstabilitet och att verka för finansiell stabilitet. Det är ett analysområde som vi på Riksbanken strävar efter att utveckla. Till detta får jag dock återkomma till en annan gång.