

Penningpolitik och finansiell stabilitet – en enkel historia

ROBERTO M. BILLI OCH ANDERS VREDIN*

Roberto M. Billi är verksam vid forskningsenheten på Sveriges riksbank och Anders Vredin är chef för stabsavdelningen på Sveriges riksbank.

Djupet i den senaste finansiella krisen i många ekonomier har tvingat politiska beslutsfattare och forskare att i grunden ompröva sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Många menar att centralbanker, på grund av sin centrala roll i det finansiella systemet, borde ha ett större ansvar när det gäller att förebygga finansiella kriser. Innan den senaste finansiella krisen bröt ut var det en vanlig uppfattning inom centralbanksvärlden att det är bättre att bara städa upp efter finansiella kriser än att medvetet motverka – "luta sig mot" – uppbyggnaden av potentiella finansiella obalanser. Eftersom ett alltför stort låntagande sannolikt bidrar till finansiella obalanser är det i dag många som välkomnar de olika mikro- och makrotillsynsregler som tas fram för att begränsa låntagandet. Varken dessa nya regler eller penningpolitiken kan emellertid förväntas helt undanröja risken att det uppstår nya finansiella kriser.

Inledning

Det är mot denna bakgrund som vi i denna artikel argumenterar för att finansiell stabilitet ska vara ett uttryckligt mål för penningpolitiken, eftersom finansiell stabilitet och penningpolitik är så nära sammankopplade att det inte går att dra en tydlig gräns mellan dem. Vi menar att denna uppfattning har stöd i såväl praktiska erfarenheter som ekonomisk teori, även om forskarvärlden ännu inte har kommit särskilt långt när det gäller att integrera penningpolitiska hänsyn och hänsyn till finansiell stabilitet. Det finns visserligen flera svåra frågor om hur penningpolitiken lämpligen kan stötta den finansiella stabiliteten som fortfarande inte har besvarats, eller ens ställts. I denna artikel presenterar vi emellertid en infallsvinkel som kan sägas passa väl in med den gängse syn på penningpolitiken som man till exempel finner i många makroekonomiska läroböcker.

Vi börjar vår enkla historia med några exempel på centralbanker som uttryckligen fäster vikt vid risker för finansiell instabilitet i sina penningpolitiska beslut. Med hjälp av en enkel modell av centralbankers beslutsproblem beskriver vi sedan sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Därefter utgår vi från en beskrivning av de moderna penningmarknaderna för att förklara de komplicerade kanaler genom vilka penningpolitiken påverkar ekonomin. Slutligen går vi igenom erfarenheterna före, under och efter den

* Vi vill tacka Claes Berg, Peter Englund, Marvin Goodfriend, Lars Hörngren, Stefan Ingves, Eric Leeper, Jim Nason och Pehr Wissén för deras värdefulla synpunkter, men bär själva ansvaret för eventuella felaktigheter i innehållet.

senaste finansiella krisen för att visa hur penningpolitiken påverkade kreditvillkoren och risktagandet. Den helhetsbild som tonar fram är att det finns ett starkt samband mellan penningpolitik och finansiell stabilitet.

Centralbankerna fäster vikt vid finansiell stabilitet

I praktiken tar många centralbanker redan i dag hänsyn till den finansiella stabiliteten i sina penningpolitiska ramverk.¹ Ett ovanligt tydligt exempel är Bank of Canada, som konstaterar att "[central]banken även måste bedöma vad som är den lämpligaste tidsrymden för att återföra inflationen till målet i syfte att minimera den ekonomiska och finansiella volatilitet som dessa åtgärder kan leda till" (vår översättning).² Andra centralbanker har gjort liknande uttalanden. Reserve Bank of New Zealand förklarar till exempel i betydligt mer allmänna ordalag att den tar hänsyn till "ett sunt och effektivt finansiellt system" (vår översättning) när den fattar sina penningpolitiska beslut.³ Norges Bank har deklarerat att den sätter styrräntan så att den motverkar uppbyggnaden av finansiella obalanser.⁴ Och Bank of England har gjort klart att man inte bara baserar sina penningpolitiska beslut på hur man räknar med att inflationen och arbetslösheten kommer att utvecklas, utan även på potentiella hot mot den finansiella stabiliteten.⁵

Med tanke på dessa policydeklarationer är det inte särskilt uppseendeväckande att påstå att många centralbanker redan nu fäster särskild vikt vid finansiell stabilitet. Huruvida finansiell stabilitet bör vara ett uttryckligt mål för penningpolitiken är däremot mer omtvistat. För att kasta ljus över denna fråga kan man söka vägledning i lagstiftning, ekonomisk teori och praktiska erfarenheter. Låt oss innan vi går vidare sammanfatta vad som sägs i lagstiftningen om Sveriges riksbank.

I Riksbankslagen sägs att "målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende."⁶ Detta mål stämmer väl överens med EU:s regelverk, där det sägs att Europeiska centralbankssystemet (ECBS) ska utforma och genomföra unionens monetära politik, men även "främja väl fungerande betalningssystem" och "medverka till att de behöriga myndigheterna smidigt kan genomföra sin politik när det gäller tillsyn över kreditinstitut och det finansiella systemets stabilitet" (artikel 127 i EU-fördraget).⁷ Enligt EU:s regelverk har de nationella centralbankerna alltså ett visst ansvar för betalningssystemet och det finansiella systemet.

Riksbanken likställer sitt uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende med finansiell stabilitet: "Ett säkert och effektivt betalningsväsende kräver ett stabilt

1 Många andra har redan konstaterat detta, se till exempel Bryant, Henderson och Becker (2012).

2 Bank of Canada, se www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/11/monetary_policy.pdf

3 Reserve Bank of New Zealand, se www.rbnz.govt.nz/news/2012/4941968.html

4 Norges Bank, se <http://www.norges-bank.no/Publisert/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/112-Pengepolitisk-rapport>

5 Bank of England, se www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2013/096.aspx

6 Sveriges riksbank, se <http://www.riksbank.se/sv/Riksbanken/Lagar-och-regler/Riksbankslagen>

7 Europeiska centralbanken, se <http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.sv.html>

finansiellt system så att betalningar och kapitalförsörjning kan fungera väl [...]. Riksbanken har valt att definiera finansiell stabilitet som att det finansiella systemet kan upprätthålla sina grundläggande funktioner och dessutom har motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner.” (Sveriges riksbank, 2013a).⁸

Även om det inte finns någon självklar definition av begreppet finansiell stabilitet är de flesta politiker och ekonomer överens om att finansiell stabilitet spelar en viktig, eller till och med avgörande roll, för penningpolitiken.⁹ Det är för det första troligt att negativa störningar på de finansiella marknaderna hämmar den ekonomiska aktiviteten. Ett tydligt exempel på detta är när en bankkras leder till kreditåttstramning, lägre samlad efterfrågan och därmed till ett nedåtttryck på inflationen. För det andra kan störningar på de finansiella marknaderna ha en negativ inverkan på hur effektivt penningpolitiken lyckas stabilisera ekonomin. Samtidigt är det fortfarande omtvistat hur man i praktiken ska kunna förutse och förhindra finansiella kriser.¹⁰

En enkel modell över penningpolitik och finansiell stabilitet

Mot bakgrund av ekonomisk teori är det rimligt att hävda att det finns goda skäl för centralbanker att inkludera finansiell stabilitet som ett mål i sina penningpolitiska ramverk. Vi kan förtydliga detta genom att titta på hur ansvaret för penningpolitik och finansiell stabilitet är fördelat med hjälp av en enkel ekonomisk modell.

Låt oss för resonemangets skull överväga vad det skulle innebära om centralbanker hade tre uttryckliga mål: att stabilisera inflationen, att stabilisera den ekonomiska aktiviteten och att upprätthålla finansiell stabilitet.¹¹ Woodford (2012) förklarar varför detta, rent teoretiskt, kunde vara en önskvärd formulering av centralbankers mål. Hans argument är i korthet att brister på kreditmarknaderna kan minska välfärden via mekanismer som inte helt fångas upp av prognoser över inflation och ekonomisk aktivitet. De policydeklarationer som beskrevs ovan visar dessutom att en sådan formulering av centralbankers målfunktion överensstämmer med praxis bland centralbankerna.

En centralbank kan ha två styrmedel till sitt förfogande för att uppnå sina mål. Det ena styrmedlet kan kallas penningpolitik och omfattar bl.a. centralbankens korta räntor på lån till bankerna, men eventuellt även andra villkor för denna utlåning. Det andra styrmedlet kan vara den nyligen införda makrotillsynen.¹² Ett exempel på ett makrotillsynsverktyg är det kontracykliska kapitalkravet för banker. Andra exempel är likviditetskrav för banker och restriktioner för hushållens skuldsättning genom belåningstak (LTV – loan-to-value) eller inkomstbaserade lånetak (LTI – loan-to-income). Ekonomisk teori ger en viss vägledning om

8 Denna tolkning av begreppet finansiell stabilitet är inte ovanlig. Se Schinasi (2004).

9 Se Dudley (2013), King (2013), Ingves (2014), Stein (2014) och Yellen (2014) för en mer ingående diskussion.

10 Se till exempel Rajan (2005) för en diskussion om olika riskindikatorer och fler litteraturhänvisningar.

11 Den ekonomiska forskningen ger viss vägledning om vad som är bra mått på inflation, ekonomisk aktivitet och finansiell stabilitet. Denna forskning visar också att centralbanker bör övervaka flera indikatorer för att kontrollera målpuffyllnaden avseende varje mål. Se Woodford (2012).

12 De argument som läggs fram i det följande förutsätter inte att det finns makrotillsynsverktyg. Liknande argument skulle hålla även om analyserna gällde två olika penningpolitiska styrmedel.

hur penningpolitik och finansiell stabilitet kan kopplas ihop under dessa förutsättningar, i stället för att dessa ansvarsområden helt skiljs åt och läggs på olika myndigheter.¹³

I ett scenario samordnas penningpolitiken och makrotillsynen. Båda styrmedlen (styrräntan och makrotillsynen) används alltså tillsammans för att uppnå samtliga tre mål (att stabilisera inflationen, att stabilisera den ekonomiska aktiviteten och att upprätthålla den finansiella stabiliteten). Eftersom centralbanken till syvende och sist måste göra en avvägning mellan sina olika mål kommer den i detta fall medvetet "luta sig mot" potentiella finansiella obalanser i sina penningpolitiska beslut, eftersom detta skulle främja den allmänna ekonomiska utvecklingen. Det är som vanligt svårt att dra en direkt koppling mellan ekonomisk teori och praktik, men en centralbank som har lyckats komma ganska nära denna modell för samordning av ansvarsområdena är Bank of England. I praktiken fattas besluten om penningpolitik respektive makrotillsyn på Bank of England av två olika kommittéer – den penningpolitiska kommittén och kommittén för finansiell politik – men det finns ett uttryckligt mål att samordna penningpolitiken och makrotillsynen.¹⁴

I ett annat scenario läggs ansvaret för de olika målen däremot på olika myndigheter.¹⁵ Låt oss för resonemangets skull anta att centralbanken har i uppdrag att använda styrräntan för att stabilisera inflationen och den ekonomiska aktiviteten, medan en annan myndighet ska försöka säkra finansiell stabilitet genom makrotillsyn. Även om ansvarsområdena i detta fall har lagts på olika myndigheter måste båda myndigheterna ta hänsyn till effekterna av både penningpolitiken och makrotillsynen. Om graden av finansiell stabilitet påverkar inflationen och den ekonomiska aktiviteten måste centralbanken till exempel ta hänsyn till potentiella hot mot den finansiella stabiliteten i sina styrräntebeslut.¹⁶ Och om penningpolitiken påverkar den finansiella stabiliteten måste osäkerhet kring den penningpolitiska transmissionsmekanismen omvänt vara en faktor i makrotillsynmyndighetens beslut.

Ett land som vid första anblicken kan sägas tillämpa denna modell med separata ansvarsområden är Sverige. I ny svensk lagstiftning har i själva verket Finansinspektionen fått huvudansvaret för makrotillsynsverktygen, även om ett viktigt inslag i processen när det gäller makrotillsynen i Sverige är det nära samarbetet mellan Finansinspektionen, Riksbanken, Riksgälden och regeringen (Finansdepartementet). Varje myndighet har tilldelats en specifik roll i stabilitetsarbetet, men alla är representerade i det finansiella stabilitetsråd som träffas regelbundet för att diskutera stabilitetsfrågor och hur finansiella obalanser kan motverkas.

I båda dessa scenarier är den finansiella stabilitetens kvantitativa betydelse för penningpolitiken, och vice versa, naturligtvis beroende av hur starka transmissionsmekanismerna är

13 Enkla och intuitiva exempel ges i Bryant, Henderson och Becker (2012), Cechetti och Kohler (2012), Svensson (2012) och Woodford (2012). För en allmän genomgång av litteraturen, se Smets (2013).

14 Se www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/chancellorletter140319.pdf

15 Olika myndigheter kan förstås också samordna sin verksamhet, men detta måste i så fall ske på deras eget initiativ.

16 Detta exempel har likheter med den penningpolitiska strategi som beskrivs i Riksbankens penningpolitiska rapport från juli 2013 (Sveriges riksbank, 2013b) och som innebär att styrräntan sätts med hänsyn till risken att en finansiell kris inträffar bortom den normala prognoshorisonten på två år. Denna strategi överensstämmer med Borios (2014) policyrekommendationer.

mellan störningar i ekonomin och centralbankens mål, samt av hur myndigheter agerar.¹⁷ Det kan emellertid hända att de praktiska konsekvenserna för penningpolitiken av dessa två "modeller" inte skiljer sig åt särskilt mycket. I båda fallen är den optimala lösningen förmodligen att penningpolitiken reagerar på förändringar i graden av finansiell stabilitet, samtidigt som den reagerar på prognoser över inflation och ekonomisk aktivitet. Hur starkt penningpolitiken bör reagera är emellertid en kvantitativ och empirisk fråga.

Den slutsats som kan dras av ekonomisk teori – dvs. att penningpolitiken bör användas för att främja finansiell stabilitet – ligger helt i linje med den roll centralbanker historiskt har haft inom det finansiella systemet, vilket bl.a. Capie, Goodhart och Schnadt tydligt har illustrerat: "Förutom makromålet om prisstabilitet har centralbankerna även ett mikromål som handlar om att upprätthålla finansiell stabilitet, i synnerhet inom de grundläggande delarna av betalningssystemet och när det gäller de affärsbanker som har hand om dem" (vår översättning).¹⁸ Ett skäl till varför centralbanker har fått denna roll är att ett stabilt finansiellt system kan sägas vara en förutsättning för en verkningsfull penningpolitik. De finansiella marknaderna och deras funktion påverkar nämligen vilket inflytande penningpolitiken får via de räntor som hushåll och företag måste betala på sina lån. Konsekvenserna för ekonomin av en finansiell kris har även en direkt inverkan på prisstabilitet, tillväxt och sysselsättning. Ett annat skäl är att centralbankerna – som tillhandahållare av betalningsmedel – har kapacitet att hantera finansiella kriser och andra allvarliga störningar i det finansiella systemet för att se till att betalnings- och kreditsystemen stöder en väl fungerande ekonomi i stort. Detta är bl.a. en följd av att centralbanken under normala förhållanden fungerar som "bankernas bank" och ibland som sista utlåningsinstans (lender of last resort), vilket innebär att den snabbt ska förse det finansiella systemet med pengar om det behövs. Det finns, vilket Smets (2013) påpekat, till och med forskare som menar att prisstabilitet och finansiell stabilitet i grunden är så nära sammankopplade att en klar gränsdragning mellan dessa båda mål helt enkelt inte är möjlig.

Sett utifrån både ekonomisk teori och de funktioner som centralbanker normalt har haft genom historien är det fullständigt rimligt att Riksbanken har i uppdrag att verka för ett säkert och effektivt betalningsväsende och att detta uppdrag innebär att Riksbanken är ansvarig för att främja finansiell stabilitet. Till skillnad från det penningpolitiska uppdraget delar Riksbanken emellertid ansvaret för att säkra finansiell stabilitet med andra myndigheter.

Det bör framhållas att det även finns argument mot att ge centralbanken och penningpolitiken ansvar för den finansiella stabiliteten. Det viktigaste argumentet är förmodligen att centralbankerna har fått en hög grad av självständighet från det politiska systemet för att det snävare målet om prisstabilitet ska bli mer trovärdigt. Även om ett mer omfattande mandat skulle kunna få positiva effekter på ekonomin måste dessa vägas mot de eventuella nackdelarna av att det politiska stödet för självständigheten försvagas och att prisstabi-

17 Se t.ex. Gelain, Lansing och Mendicino (2013), och Jonsson och Moran (2014) för formella analyser av dessa frågeställningar. Se Smets (2013) för fler hänvisningar.

18 Se Capie, Goodhart och Schnadt (1994), s. 91–92.

tetsmålet minskar i trovärdighet. En närmare diskussion kring dessa frågor ligger utanför ramen för denna artikel, men de är naturligtvis relevanta.¹⁹

Centralbankens roll på moderna penningmarknader

Vi har hittills begränsat vår diskussion till vilka implikationer det skulle få för penningpolitiken om centralbanken hade finansiell stabilitet som mål. Vi måste emellertid även diskutera *hur* penningpolitiken påverkar graden av finansiell stabilitet och andra mål.

Ekonomisk teori om penningpolitikens roller och effekter utgår av nödvändighet från mycket förenklade antaganden, men dessa förenklingar kan göra det svårt att förstå viktiga inslag i den senaste finansiella krisen. Detta gör det i sin tur svårt för politiska beslutsfattare att dra tydliga lärdomar av den finansiella krisen. Till skillnad från hur penningpolitik brukar framställas i makroekonomiska läroböcker är den styrränta som sätts av centralbanken naturligtvis inte den enda ränta som är relevant för prisstabilitet och finansiell stabilitet. På dagens finansiella marknader finns det i själva verket ett stort spektrum av finansiella tillgångar med olika grad av "likviditet" och olika avkastning (räntor).²⁰ Hur begreppet "likviditet" ska definieras är inte alls självklart, men en tänkbar definition är att en tillgång är mer likvid ju lättare den kan användas som, eller omvandlas till, ett betalningsmedel för olika typer av transaktioner. Vill man ha en tillgång med relativt hög likviditet har detta förstås ett pris, i form av lägre avkastning.

Det står samtidigt klart att banker inte bara passivt underordnar sig penningpolitiken på det sätt som brukar beskrivas i makroekonomiska läroböcker. De omvandlar inte mekaniskt en viss inlåning som allmänheten kommer med till lån och likviditetsreserver. Dels finansierar de sig inte bara via inlåning från allmänheten, utan även genom att sälja (ge ut) värdepapper på de finansiella marknaderna. Dels tar de aktiva beslut om hur stora kreditrisker och likviditetsrisker de är villiga att ta. Bankernas likviditetsrisker hanteras normalt inte i första hand genom att de har reserver (inlåning) i centralbanken, utan genom att de placerar en del av sin finansiering i statsobligationer och andra lätt omsättningsbara finansiella tillgångar. Interbankmarknaden spelar också en roll för bankernas likviditetsplanering och kortfristiga finansiering. På interbankmarknaden lånar banker till och från varandra. Banker som för tillfället har mer finansiering än de behöver för sin nuvarande och sin planerade utlåning kan låna ut till andra banker, och vice versa.

I det finansiella systemet styr centralbankerna räntebildningen via interbankmarknaden.²¹ De räntor och övriga villkor som centralbanker fastställer för sin kortfristiga utlåning till, eller inlåning från, bankerna påverkar räntorna på interbankmarknaden. För en bank som har möjlighet att låna från eller placera medel hos centralbanken blir ju centralbankens ränta ett alternativ till interbankmarknadens. Det betyder att t.ex. räntan på ett tremånaderslån på interbankmarknaden därför samvarierar starkt med bankernas förväntningar om

19 För en närmare diskussion, se Bryant, Henderson och Becker (2012), Goodfriend (2012) och Smets (2013).

20 Se t.ex. Goodfriend (2011a) för en mer ingående diskussion.

21 Sellin och Åsberg Sommar (2012) beskriver genomförandet av penningpolitiken i Sverige.

hur centralbanksräntan på kortare lån eller placeringar kommer att utvecklas de närmaste tre månaderna. Precis som i en enkel läroboksmodell styr centralbanken alltså inte direkt de låneräntor som hushåll och företag möter, men dess beslut får indirekta effekter för utlåningsräntorna via bankerna och de finansiella marknaderna. Centralbanken påverkar kostnaderna för bankernas kortfristiga finansiering och likviditetshantering, vilket tillsammans med andra faktorer i sin tur påverkar räntorna för företag och hushåll. Till skillnad från en enkel läroboksmodell, som bara tar hänsyn till några få typer av finansiella tillgångar, finns i det i realiteten ett stort spektrum av räntor på olika obligationer och andra värdepapper med varierande löptider. Ju kortfristigare placeringar det handlar om, desto större inverkan får centralbankens räntebeslut på marknadsräntorna.

Effekterna av makrotillsyn och andra regleringar av de finansiella marknaderna liknar delvis effekterna av penningpolitiken. Kapitalkraven för banker påverkar t.ex. bankernas utlåning via liknande kanaler som de genom vilka penningpolitiken påverkar ekonomin. Eftersom penningpolitiken påverkar bankernas förmåga och villighet att ta emot inlåning och bevilja lån har den ett inflytande på ekonomin. I praktiken påverkar kapitalkraven kreditutbudet i ekonomin genom att begränsa bankernas förmåga att öka sin utlåning, men även genom att påverka deras finansieringskostnader. Kostnaden för eget kapital är ofta högre än kostnaden för lån, eftersom det egna kapitalet ska fungera som en buffert mot de potentiella framtida förluster som en bank är exponerad för. Vid en konkurs får aktieägarna tillbaka sina pengar först efter borgenärerna. Genom att ändra mängden kapital som banker måste hålla påverkar tillsynsmyndigheterna egentligen bankernas kostnader för att bedriva verksamhet och i slutändan de räntor som hushåll och företag måste betala på sina lån.²²

En närmare titt på bankers, och andra finansiella intermediärers, beteende visar att de ökar sin "hävstång" när tillgångspriserna går upp och minskar den när priserna går ned. En banks hävstång definieras som de totala tillgångarna dividerat med det totala kapitalet. Att hävstången är procyklisk har bl.a. att göra med hur bankerna mäter kreditrisker och justerar sina balansräkningar när riskbilden förändras (aktiv förvaltning av kapital och VaR (Value at Risk)). Under prisuppgångar sjunker den uppmätta risken för kreditförluster och bankerna kan öka sin utlåning för en given mängd eget kapital. När priserna däremot sjunker stiger den uppmätta risken för förluster och bankerna minskar sin hävstång. Adrian och Shin (2008), som dokumenterade detta beteende bland amerikanska investmentbanker, hävdar att detta beteende tenderar att förstärka konjunktursvängningarna.²³ De menar också att perioder med en expansiv penningpolitik normalt leder till att bankerna expanderar sina balansräkningar genom kortfristig finansiering (lån mot säkerhet och repor). Omvänt gäller att bankerna bantar sina balansräkningar när penningpolitiken är stram. Dessa effekter av penningpolitiken tyder på att centralbanken kan påverka risktagandet inom banksystemet både via penningpolitikens inflytande på det allmänna affärsklimatet och via bankernas incitament att använda kortfristig finansiering.

22 Se Cecchetti och Kohler (2012) för en diskussion och ett intuitivt exempel.

23 I en allmän jämviktsmodell kan agerandet från hushåll, pensionsinstitut och försäkringsföretag förväntas dämpa den konjunkturförstärkande effekten av bankernas balansräkningsdynamik. I hur grad de kan uppväga denna mekanism är emellertid oklart.

Även om den senaste finansiella krisen förmodligen hade flera olika och ännu inte helt klarlagda orsaker verkar det mycket troligt att centralbankernas agerande via de kanaler vi just har diskuterat både påverkade uppbyggnaden av de finansiella obalanser som ledde till krisen och mildrade den negativa spiralen när krisen väl var ett faktum. Vi kommer nu att utvidga vår diskussion och visa hur centralbankerna har agerat för att främja finansiell stabilitet sedan före den globala finansiella krisen 2008–2009.

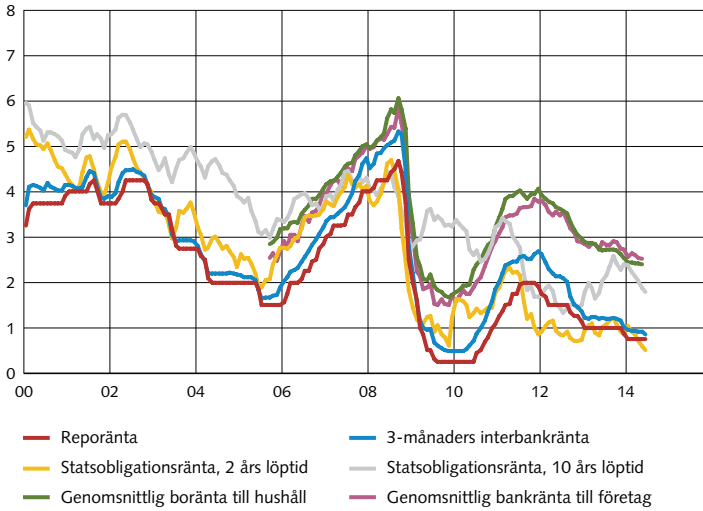
Erfarenheter på senare tid i Sverige och utomlands

Utvecklingen när det gäller centralbankernas agerande, marknadsräntor och kreditvillkor under de senaste decennierna, och framför allt under den finansiella krisen, visar hur starka kopplingar det finns mellan penningpolitiken och finansiell stabilitet.

I det finansiella systemet styr Riksbanken räntorna via interbankmarknaden. Räntorna för hushåll och företag påverkas emellertid även av andra faktorer, t.ex. kostnaden för bankernas kortfristiga finansiering och marknadsaktörernas osäkerhet om motparternas kreditvärdighet. Figur 1 visar Riksbankens reporänta, dvs. dess styrränta, och marknadsräntorna för olika löptider och olika låntagare under åren 2000–2014. För Sverige var den finansiella krisens allvarligaste fas hösten 2008 till hösten 2009. Marknadsräntorna har överlag rört sig parallellt med reporäntan.²⁴ Men skillnaden, eller spreaden, mellan marknadsräntorna och reporäntan har förändrats över tiden till följd av dels en löptidspremie, dels en kreditriskpremie för lån till hushåll och företag. Sådana premier är i sin tur beroende av hur säkra och effektiva betalnings- och kreditssystemen upplevs vara. Spreaden mellan den korta statsobligationsräntan och reporäntan har i regel varit liten, eftersom statsobligationer betraktas som säkra tillgångar. Spreaden mellan tremånadersräntan på interbankmarknaden och reporäntan ökade under krisen, men har på senare tid minskat till samma nivåer som före krisen. Spreaden mellan hushållens bolåneräntor och reporäntan ökade under krisen och är fortfarande stor. Riskpremien för kortfristig finansiering på interbankmarknaden har på det hela taget återgått till samma nivåer som före krisen, men riskpremierna för lån till hushåll och företag är fortfarande höga.

24 Att de rör sig parallellt innebär inte att det är reporäntan som ligger bakom de förändringar i marknadsräntorna som har observerats, utan beror förmodligen snarare på gemensamma faktorer.

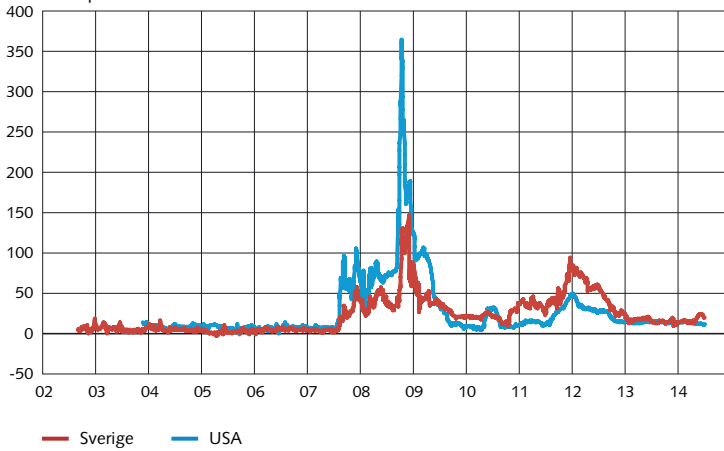
Figur 1. Räntor i Sverige
Procent



Anm. Månadsmedelvärden. Statsobligationsräntor avser nollkupongränta. Genomsnittliga boräntor till hushåll och bankräntor till företag är på nya avtal.
Källor: Macrobond, SCB och Riksbanken

Den finansiella krisen utbröt i mitten av september 2008. När den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers gick omkull spred sig marknadsaktörernas bristande förtroende för sina motparters kreditvärdighet snabbt. Detta ledde till att det blev svårare att få lån på de finansiella marknaderna över hela världen och till att några marknader i stort sett upphörde att fungera. Många marknadsaktörer som tidigare hade kunnat finansiera sig billigt med kortfristiga lån fick nu problem med att förnya dessa lån, och om de lyckades var lånen betydligt dyrare än tidigare. Basis-spreaden, eller skillnaden mellan en tremånaders interbankränta och den förväntade dagslåneräntan under tre månader, växte kraftigt i både USA och Sverige, även om den inte steg lika mycket i Sverige (figur 2). Medan basis-spreaden steg till omkring 3,5 procent i USA steg den till 1,5 procent i Sverige. Att kostnaden för kortfristig finansiering på interbankmarknaden ökade resulterade emellertid inte i en motsvarande höjning av räntorna för hushåll och företag, vilket berodde på att centralbankerna vidtog beslutsamma åtgärder för att förse banksystemet med finansiering och på så sätt återupprätta förtroendet för marknaderna. Mellan oktober 2008 och juli 2009 sänkte Riksbanken t.ex. reporäntan med sammanlagt 4,5 procentenheter till rekordlåga 0,25 procent (figur 1). Denna stora sänkning av reporäntan begränsade även Riksbankens möjligheter att sänka reporäntan ytterligare för att göra finansieringsvillkoren för banker ännu mer generösa.

Figur 2. Basis spread (interbankränta minus förväntad styrränta)
Räntepunkter



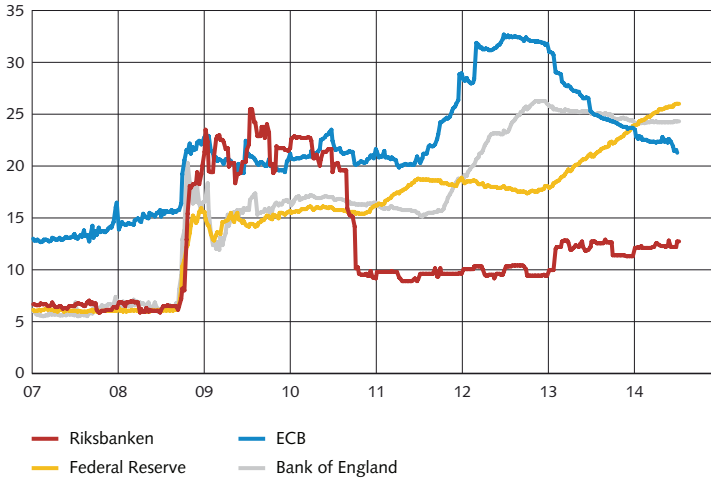
Anm. Basis spread avser skillnaden mellan 3-månaders interbankränta och overnight swap index.
Källor: Reuters och Riksbanken

För att, utöver vad som kunde uppnås genom styrräntesänkningar, bidra till lättare finansieringsvillkor, vidtog många centralbanker även andra åtgärder som skulle främja flödet av betalningar och krediter på de finansiella marknaderna. Det handlade framför allt om att man erbjöd lån på längre löptider än vanligt, godtog fler tillgångar som säkerhet och utvidgade kretsen av motparter som kunde få lån från centralbanken. En del centralbanker, dock inte Riksbanken, genomförde även direkta köp av tillgångar på de finansiella marknaderna.²⁵ Denna lättare penningpolitik ledde till att centralbankernas balansräkningar expanderade i en aldrig skådad omfattning (figur 3). Före den finansiella krisen utgjorde Riksbankens balansräkning t.ex. omkring 5 procent av BNP (bruttonationalprodukten). Efter det att krisen hade brutit ut hösten 2008 växte balansräkningen snabbt och utgjorde i slutet av året långt över 20 procent av BNP. Balansräkningen minskade emellertid senare till omkring 10 procent av BNP i slutet av 2010 när lån som beviljats svenska banker på längre löptider betalades tillbaka. I dag har Riksbankens balansräkning därför i stort sett återgått till de mer normala nivåer som rådde före krisen.²⁶ Till skillnad från Sverige är andra centralbankers balansräkningar – t.ex. Bank of Englands, ECB:s och Federal Reserves – fortfarande ovanligt stora jämfört med nivåerna före krisen.

25 Vissa menar att sådana åtgärder bör betecknas som "kreditpolitik" snarare än "penningpolitik". Se t.ex. resonnementet i Goodfriend (2011a).

26 För en mer ingående diskussion om Riksbankens penningpolitiska åtgärder under den finansiella krisen, se Bryant, Henderson och Becker (2012) och Elmér, Guibourg, Kjellberg och Nessén (2012).

Figur 3. Centralbankers balansomslutning
Procent av BNP

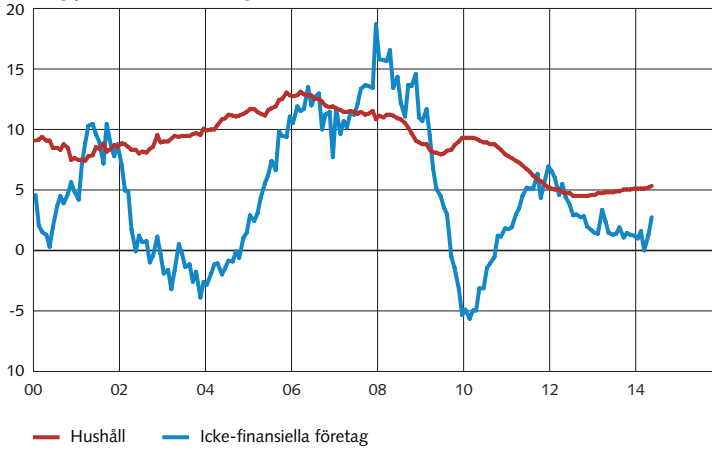


Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, SCB och respektive centralbank

Sambandet mellan penningpolitik och kreditvillkor märks i det finansiella systemets utlåning till företag och hushåll. I Sverige ökade bankernas utlåning till hushållen med omkring 10 procent om året under åren före den finansiella krisen (figur 4). Som jämförelse kan nämnas att nominella BNP förväntas stiga med i genomsnitt 4–5 procent om året om den genomsnittliga inflationen är 2 procent och den genomsnittliga BNP-tillväxten är 2–3 procent. I förhållande till den ekonomiska tillväxten växte bankernas utlåning till hushållen före den finansiella krisen alltså dubbelt så snabbt som nominella BNP, eftersom hushållen var villiga att låna i så snabb takt. Även bankernas utlåning till företag sköt i höjden före den finansiella krisen, men det är viktigt att påpeka att denna utlåning även under normala förhållanden är betydligt mer volatil än BNP, eftersom företagen anpassar sina utgifter till det allmänna affärsklimatet. Den kraftiga nedgången i bankernas utlåning till företag efter krisen berodde på den svaga efterfrågan på krediter och investeringar i ekonomin.

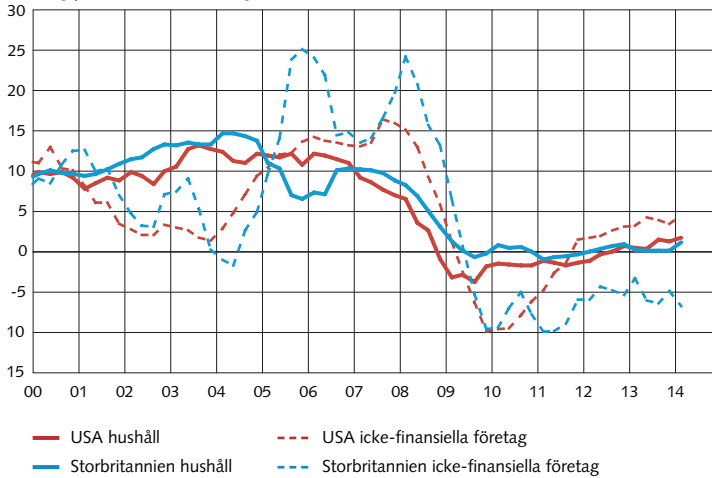
I Storbritannien och USA ser bankernas utlåning till företag och hushåll något annorlunda ut än i Sverige (figur 5). Kreditgivning steg kraftigt under åren före krisen för att där efter rasa, på samma sätt som i Sverige. Till skillnad från Sverige ökar emellertid bankernas utlåning till hushållen fortfarande i mycket långsam takt jämfört med nivåerna före krisen. Det är troligt att utvecklingen skulle ha blivit ännu mer dramatisk om inte centralbankerna hade agerat beslutsamt så snart krisen var ett faktum.

Figur 4. Utlåning till hushåll och icke-finansiella företag, Sverige
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Figur 5. Utlåning till hushåll och icke-finansiella företag, USA och Storbritannien
Årlig procentuell förändring



Källor: Bank of England, Federal Reserve Board och Riksbankens beräkningar

Man skulle kunna göra följande korta sammanfattning av utvecklingen. Före den finansiella krisen var riskpremierna i regel låga, det var lätt för bankerna att finansiera sig och kredittväxten var hög. De flesta menar att detta var ett globalt fenomen som hade flera orsaker. En viktig orsak var förmodligen det höga sparandet i länder med snabb tillväxt och de därav följande låga realräntorna. De mycket låga riskpremierna på interbankmarknaderna (figur 2) berodde förmodligen även på förväntningarna om penningpolitiken. I detta läge var bankerna inte oroliga för sin eller andra bankers kortfristiga finansiering. Det verkar rimligt att

denna utbredda känsla av säkerhet bland bankerna – att de räknade med en fortsatt stabil ekonomisk tillväxt – bidrog till de låga låneräntorna för hushåll och företag och till den snabba kredittillväxten.²⁷

Under den finansiella krisen upplevde bankerna däremot stor osäkerhet kring sin kortfristiga finansiering, riskpremierna steg, likvida tillgångar blev en bristvara och kredittillväxten bromsade in. Centralbankerna sänkte sina räntor, men detta ansågs snart inte räcka för att motverka den negativa spiralen. De kände sig tvingade att stötta kreditutbudet även på andra sätt. Centralbankerna expanderade därför sina balansräkningar i en aldrig skådad omfattning.

De flesta skulle instämma i att centralbanker under en finansiell kris bör agera för att stabilisera de finansiella marknaderna och ekonomin i stort genom att uppmuntra risktagande inom banksystemet. Huruvida centralbankernas penningpolitik bidrog till uppbyggnaden av de finansiella obalanser som ledde till den finansiella krisen är däremot mer omtvistat. Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin via delvis samma kanaler som krishanteringsåtgärder och normal stabiliseringspolitik är det fullt rimligt att hävda att en något mindre expansiv penningpolitik före en finansiell kris skulle kunna bidra till en bättre ekonomisk utveckling. Därför anser vi att upprätthållandet av finansiell stabilitet borde vara ett uttryckligt mål för penningpolitiken, inte bara under en finansiell kris utan även under normala förhållanden.

Avslutande kommentarer

De senaste åren har centralbankerna i de flesta länder fått inrikta sig på att städa upp efter den globala finansiella krisen, samtidigt som en rad mikro- och makrotillsynsåtgärder håller på att utvecklas och testas. I ett sådant läge måste de politiska beslutsfattarna och forskarna i grunden ompröva sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Ska överväganden om finansiell stabilitet göras separat på det sätt som skedde före den finansiella krisen?²⁸ Eller ska penningpolitiska beslut ta hänsyn till risken för en finansiell kris?

Vi finner mot bakgrund av både ekonomisk teori och praktiska erfarenheter att finansiell stabilitet och penningpolitik är så nära sammankopplade att en klar gränsdragning helt enkelt inte är möjlig. Vilka effekter penningpolitiken och mikro- och makrotillsynen har är emellertid en kvantitativ och empirisk fråga.²⁹ Det står klart att de makromodeller som användes före den finansiella krisen inte kunde förutse den och att dessa modeller alltså ger en otillräcklig (men ändå användbar) vägledning om de kvantitativa och empiriska förhållandena. Indikatorer för kreditvillkoren som kreditvolym, riskpremier och bostadspriser

27 I Rajan (2005) presenteras en översikt över tecknen på ökade risker och deras möjliga orsaker, däribland penningpolitiken. Huruvida penningpolitiken har en "risktagandekanal" diskuteras t.ex. i Adrian and Shin (2008) och Jiménez m.fl. (2014). För en genomgång av litteraturen, se Apel och Claussen (2012).

28 Ett exempel på hur penningpolitik och finansiell stabilitet behandlades var för sig före krisen är att Riksbanken och många andra centralbanker publicerade separata rapporter om penningpolitik respektive finansiell stabilitet. Så är fortfarande fallet, men det finns numera en större ambition att föra analysramarna närmare varandra.

29 För ett anförande om detta som hölls nyligen, samt för fler hänvisningar till nyare forskning om den relativa betydelsen av penningpolitik, makrotillsyn och andra regleringar, se Yellen (2014).

beaktades inte direkt i de penningpolitiska besluten före krisen. I takt med att nya policyverktyg tas fram måste man upprätta en ny analysram som kan hjälpa beslutsfattarna att fatta bra beslut och kommunicera dessa på ett tydligt sätt till allmänheten. För att komma vidare menar vi att man bör ägna mindre tid åt att debattera huruvida det finns en koppling mellan penningpolitiken och den finansiella stabiliteten och i stället avsätta mer resurser åt att förbättra våra kunskaper om hur denna koppling ser ut.

Referenser

- Adrian, T. och H.S. Shin (2008), "Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles," Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 14, nr. 1, s. 1–7.
- Apel, M. och C.A. Claussen (2012), "Penningpolitik, ränta och risktagande," Sveriges riksbank, *Penning- och valutapolitik* 2012:2, s. 68–83.
- Borio, C. (2014), "Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?," *BIS Working Papers*, nr 440.
- Bryant, R.C., D.W. Henderson och T. Becker (2012), *Maintaining Financial Stability in an Open Economy: Sweden in the Global Crisis and Beyond*, SNS Förlag.
- Capie, F., C. Goodhart och N. Schnadt (1994), "The development of central banking," i Capie, F., C. Goodhart, S. Fischer och N. Schnadt (red.), Cambridge University Press, *The Future of Central Banking: The Tercenary Symposium of the Bank of England*, s. 1–261.
- Cecchetti, S.G. och M. Kohler (2012), "When capital adequacy and interest rate policy are substitutes (and when they are not)," *BIS Working Papers*, nr 379.
- Dudley, W.C. (2013), "Why Financial Stability is a Necessary Prerequisite for an Effective Monetary Policy," anförande i samband med Andrew Crockett Memorial Lecture, Bank for International Settlements, årsmöte 2013, Basel, Schweiz.
- Elmér, H., G. Guibourg, D. Kjellberg och M. Nessén (2012), "The Riksbank's monetary policy measures during the financial crisis – evaluation and lessons learnt," Sveriges riksbank, *Penning- och valutapolitik* 2012:3, s. 1–24.
- Gelain, P., K.J. Lansing och C. Mendicino (2013), "House Prices, Credit Growth and Excess Volatility: Implications for Monetary and Macroprudential Policy," *International Journal of Central Banking*, vol. 9, s. 219–276.
- Goodfriend, M. (2011a), "Money Markets," *Annual Review of Financial Economics*, vol. 3, nr 1, s. 119–137.
- Goodfriend, M. (2011b), "Central banking in the credit turmoil: An assessment of Federal Reserve practice," *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, s. 1–12.
- Goodfriend, M. (2012), "The Elusive Promise of Independent Central Banking," Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies*, vol. 30, s. 39–54.
- Ingves, S. (2014), "Penningpolitik och makrotillsyn i en globaliserad värld," anförande inför Nationalekonomiska föreningen, Handelshögskolan i Stockholm, Stockholm.
- Jiménez, J.G., S. Ongena, J.L. Peydró och J. Saurina (2014), "Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?," *Econometrica*, vol. 82, nr 2, s. 463–505.
- Jonsson, M. och K. Moran (2014), "Kopplingarna mellan penningpolitik och makrotillsyn," Sveriges riksbank, *Penning- och valutapolitik* 2014:1, s. 6–26.
- King, M. (2013), "Monetary policy – many targets, many instruments. Where do we stand?," anförande vid IMF:s konferens "Rethinking macro policy II: first steps and early lessons," Washington DC.
- Rajan, R.G. (2005), "Has Financial Development Made the World Riskier?," *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, ett symposium anordnat med stöd av Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
- Schinasi, G.J. (2004), "Defining Financial Stability," IMF Working Paper nr 187.
- Sellin, P. och P. Åsberg Sommar (2012), "Översyn av Riksbankens penningpolitiska styrsystem," Sveriges riksbank, *Penning- och valutapolitik* 2012:2, s. 44–67.

- Smets, F. (2013), "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?," Sveriges riksbank, *Penning- och valutapolitik* 2013:3, s. 121–160.
- Stein, J. C. (2014), "Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework," anförande vid International Research Forum on Monetary Policy, Washington, D.C.
- Svensson, Lars E.O. (2012), "Comment on Michael Woodford: Inflation Targeting and Financial Stability," Sveriges riksbank, *Penning- och valutapolitik* 2012:1, s. 33–40.
- Sveriges riksbank (2013a), *Riksbanken och finansiell stabilitet*, februari 2013.
- Sveriges riksbank (2013b), *Penningpolitisk rapport*, juli 2013.
- Woodford, M. (2010), "Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, nr 4, hösten 2010, s. 21–44.
- Woodford, M. (2012), "Inflation Targeting and Financial Stability," Sveriges riksbank, *Penning- och valutapolitik* 2012:1, s. 7–32.
- Yellen, J. L. (2014), "Monetary Policy and Financial Stability," anförande vid Michel Camdessus Central Banking Lecture 2014, International Monetary Fund, Washington, D.C.