Den finansiella krisen och penningpolitikens effekter

Den tidvis ökade skillnaden mellan Riksbankens reporänta och bankernas utlåningsräntor betyder inte att penningpolitikens effekter nödvändigtvis har minskat. Riksbankens räntesänkning i december följdes av kraftigt fallande marknadsräntor. Någon kraftig kreditåtstramning kan ännu inte ses i statistiken. Olika enkäter ger dock en bild av att det blivit både dyrare och svårare att få lån.

Penningpolitiken påverkar inflationen och den ekonomiska aktiviteten, såsom produktion och sysselsättning, via de finansiella marknaderna. Eftersom den finansiella krisen har påverkat de finansiella marknadernas funktionssätt finns det anledning att fråga sig hur krisen har påverkat penningpolitikens verkningsgrad.

Den finansiella krisen och försvagningen av konjunkturen har lett till fallande tillgångspriser och stora svårigheter för finansiella företag världen över. Samtidigt som deras tillgångar har sjunkit i värde har möjligheterna att finansiera verksamheten försvårats. Investerare har sökt sig till tillgångar med låg risk, framförallt statspapper. Den extra avkastning i form av olika riskpremier som krävts för att investera i mer riskfyllda tillgångar har stigit. Det beror på att investerarna krävt kompensation både för risken att den som tagit ett lån eller ställt ut ett värdepapper inte ska kunna betala tillbaka (kreditrisk) och för risken att tillgången inte ska kunna säljas vid behov (likviditetsrisk).

Ökade spreadar behöver inte betyda att penningpolitiken är mindre effektiv

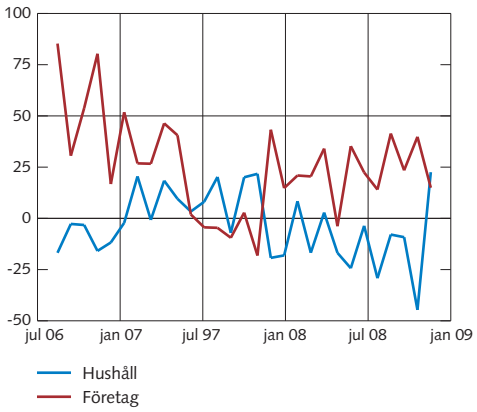
Ett vanligt mått på den finansiella krisens effekter på de finansiella marknadernas funktionssätt är den så kallade basis-spreaden, skillnaden mellan räntan på ett lån mellan banker (interbankräntan) för en viss period och den förväntade styrräntan under motsvarande period. I diagram 57 visas basis-spreaden för lån med tre månaders löptid i USA och Sverige. Efter att ha varit 5 räntepunkter i genomsnitt i Sverige mellan 2003 och 2006, steg spreaden till närmare 50 räntepunkter under slutet av 2007 och ökade ytterligare under 2008 till som mest knappt 150 räntepunkter. I USA har uppgången i basis-spreaden varit ännu starkare. Fram till 2007 låg basis-spreaden i USA på ungefär samma nivå som den svenska. Därefter mer än tiofaldigades den. Under 2008 steg den till som mest 360 räntepunkter. En förklaring till att interbankräntorna började stiga var ett gradvist försämrat förtroende på marknaden som blev synligt i augusti 2007. I september 2008 steg interbankräntorna ytterligare i samband med den akuta förtroendekris som uppstod efter Lehman Brothers kollaps. Riskpremien blev då mycket högre än vad som hade varit fallet under många år.

Den finansiella krisen har höjt bankernas och andra kreditinstituts finansieringskostnader, vilket lett till höjda lånekostnader för företag och hushåll. Till saken hör dock att låneräntorna, framförallt till hushållen, i ett historiskt perspektiv var ovanligt låga i förhållande till de riskfria räntorna under åren före den finansiella krisen. Det finns flera

tänkbara orsaker till detta, till exempel större grad av konkurrens mellan bankerna, minskade kreditförluster i spåren av den starka ekonomiska utvecklingen, globalt sett ett högt sparande och en ovanligt låg prissättning av risk. Till någon del handlar uppgången i låneräntorna under den finansiella krisen antagligen om en anpassning till nivåer som kommer att vara normala även när krisen väl är över.

Att skillnaden ökat mellan Riksbankens reporänta å ena sidan och bankernas finansieringskostnader och utlåningsräntor å den andra betyder inte nödvändigtvis att penningpolitikens effekter minskat. När reporäntan sänktes i två omgångar i oktober gav visserligen detta ett mer begränsat utslag i marknadsräntorna (se tabell R1). Men detta var i en situation med extremt stor osäkerhet och höga och stigande riskpremier på de finansiella marknaderna. Efter Riksbankens räntesänkning med 1,75 procentenheter i december har interbankräntor och korta bolåneräntor fallit med cirka 2,50 procentenheter. Det beror på att riskpremierna på finansmarknaden kommit ned. En sänkning av reporäntan innebär en sänkning av det "golv" på vilket riskpremier läggs. Om riskpremierna stiger, som de gjorde i oktober, motverkar det genomslaget av reporäntesänkningar. Förändringen i marknadsräntorna blir mindre än de annars hade varit. När riskpremien kommer ned, som i december, blev nedgången i marknadsräntorna större än förändringen i reporäntan.

Diagram R3. Nyutlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Tabell R1. Penningpolitikens genomslag
Procentenheter

	12 sep	PPR 08:3 (29 okt)	PPU 08:3 (10 dec)	2 jan	21 jan
Reporäntan	4,75	3,75 (-1,00)	2,00 (-1,75)	2,00 (0,00)	2,00 (0,00)
Interbankränta, 3 mån	5,33	4,75 (-0,58)	2,67 (-2,08)	2,39 (-0,28)	2,13 (-0,26)
Boränta (listad), 3 mån	5,95	5,83 (-0,12)	3,72 (-2,11)	3,48 (-0,24)	3,30 (-0,18)
Företagsräntor, 3 mån		ca 5,87	ca 4,97 (ca -0,90)	ca 3,38 (ca -0,59)	

Anm. Notering inom parentes avser förändring sedan närmast föregående datum i tabellen. Företagsräntor från finansmarknadsstatistiken. Sista utfall är december, statistiken presenteras med en dryg månads fördröjning.

Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

Enkäter ger en bild av att det blivit dyrare och svårare att få lån

Om man vill bilda sig en uppfattning av hur den finansiella krisen påverkat tillgången på krediter går det inte att titta enbart på utvecklingen av marknadsräntorna. Olika enkäter tyder på att det inte bara blivit dyrare utan även svårare att få lån (se tabell R2). Bankerna kan exempelvis ha strävat efter att minska volymen på sin utlåning i förhållande till sitt eget kapital i syfte att bli mindre störningskänsliga och sänka sina finansieringskostnader. Bankerna själva har också fått större svårigheter att finansiera sin verksamhet, speciellt mer långfristigt, än vad som avspeglas i marknadsräntorna.

Tabell R2. Enkätresultat: ALMI, KI, Riksbanken

	Svårare att få lån?	Dyrare att få lån?	Utökad säkerhet som krav för att få lån
ALMI Låneindikator, långivare (december jmf med oktober 2008)	ja		
Konjunkturinstitutet Konjunkturbarometer, låntagare (december jmf med november 2008)	ja	ja	ja
Riksbanken Företagsundersökning, låntagare (december/januari jämfört med oktober 2008)	ja	ja	Framgår ej

Källor: ALMI, Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Än så länge går det inte att se någon kraftig kreditåtstramning i den officiella statistiken över bankernas utlåning. Nyutlåningen till hushåll minskade visserligen fram till och med november, men ökade i december (se diagram 64). Nyutlåningstakten till företag avtog från november till december, men volymmässigt är utlåningen till företag fortsatt mycket hög (se diagram 64). Dessa siffror kan dock ge en överdrivet ljus bild av kreditförsörjningen. För det första redovisas i nyutlåningen även siffror för omförhandlade lån. För det andra finns det en eftersläpning så till vida att det tar tid innan beviljade (eller avslagna) krediter ger utslag i statistiken. Den kreditåtstramning som avspeglas i enkäterna kan alltså senare komma att synas tydligare än hittills i utlåningssiffrorna. För det tredje är det inte bara svenska banker som ger finansiering till hushållen och företagen. I synnerhet stora företag har också möjlighet att få lån genom att emittera egna värdepapper på marknaden eller genom att låna av en utländsk bank. Den fortsatt höga nyutlåningstakten från svenska banker till företagen kan alltså spegla både att företagen minskat sina lån hos utländska banker och att de inte kunnat emittera egna värdepapper i samma utsträckning som tidigare.

Samtidigt sker det normalt en dämpning av kreditvolymerna när konjunkturen försvagas eftersom även efterfrågan på lån minskar. Kreditexpansionen under 1980-talet följdes av en kraftig dämpning under krisen i början av 1990-talet (se diagram 64) och det är rimligt att förvänta sig en viss dämpning även efter den senaste kreditexpansionen. Penningpolitiken bedrivs dock för att minska risken att en kreditåtstramning fördjupar lågkonjunkturen ytterligare.

Reporäntan är den ränta Riksbanken tar på en-veckorslån till bankerna, mot säkerhet. Under normala förhållanden finns det ett stabilt förhållande mellan reporäntans nivå och nivån på de rörliga räntor som företagen och hushållen möter, liksom mellan räntenivån och tillgången på krediter. Den finansiella krisen har ändrat dessa förhållanden, vilket måste beaktas i penningpolitiken. Även om en viss förändring av reporäntan fortfarande skulle ge samma effekt på marknadsräntorna som under mer normala förhållanden, ligger de rörliga räntenivåerna ovanligt mycket högre än reporäntan till följd av storleken på olika riskpremier. Dessutom kan bankerna ha skäl att vilja dämpa sin nyutlåning även när Riksbanken sänker reporäntan. För att påverka kreditförsörjningen och därmed inflation, produktion och sysselsättning behöver Riksbanken därför komplettera förändringar i reporäntan med andra åtgärder. Det kan exempelvis handla om att vidga den krets av institut Riksbanken lånar till, acceptera en vidare klass av säkerheter eller ge lån på längre löptider än normalt.[16] Åtgärderna förbättrar både stabiliteten på de finansiella marknaderna och ökar möjligheterna att nå målen för penningpolitiken. Även om de inte sänker de direkta kostnaderna för att låna, bidrar de till att öka tillgängligheten på krediter. Så länge den finansiella krisen, lågkonjunkturen och det låga inflationstrycket fortsätter, kommer Riksbanken att vidta olika åtgärder som komplement till förändringar av reporäntan (se även fördjupningen "Penningpolitiska alternativ vid finansiell kris och oro för deflation").

16 För en beskrivning av sådana åtgärder som Riksbanken vidtagit sedan den senaste penningpolitiska rapporten 2008 se Riksbankens hemsida www.riksbank.se, under rubriken Finansiell stabilitet\Finansiell oro – Vad gör Riksbanken?