



December 2012

SNS ANALYS

nr 8

Global finansiell kris, penningpolitik och krishantering

FINANSIELLA kriser kan ha förödande konsekvenser för den reala ekonomin i termer av förlorad produktion, arbetslöshet och ökad osäkerhet. Samtidigt minskar ofta det penning- och finanspolitiska handlingsutrymmet för att motverka problemen. Inhemsk problem kan orsakas eller förstärkas av kopplingarna till de globala finansiella marknaderna. I denna skrift diskuteras hur Riksbanken och andra svenska institutioner hanterade den globala finansiella krisen som startade 2008. Men diskussionen blickar också framåt genom att analysera hanteringen av de samlade riskerna av det finansiella systemet, så kallad makrotillsyn, och kopplingen mellan penningpolitik och finansiell stabilitet.

OKONVENTIONELLA ÅTGÄRDER Under krisen användes internationella avtal med centralbanker om upplåning och utlåning, garantiprogram, lån på längre löptider till både rörlig och fast ränta, certifikat med löptid på sju dagar, stabilitetsfond och kapitaltillskottsprogram. Ett resultat var att Riksbankens balansräkning växte från 200 till 760 miljarder kronor.

RÄTT PERSON PÅ RÄTT PLATS Åtgärderna för att hantera krisen vidtogs snabbt i Sverige och var överlag välavvägda, men åtgärderna ”uppfanns längs vägen” snarare än att de fanns i en verktygslåda. Att det ändå fungerade väl i krisen var mer ett resultat av att rätt personer satt på rätt platser och att dessa samarbetade väl än att det fanns färdiga ramverk för krishantering.

FINANSIELL STABILITET Att tydligt beskriva på vilket sätt finansiell stabilitet ingår i Riksbankens målfunktion är förmodligen en viktigare fråga än frågan om vilken institution som ska hantera makrotillsyn och tillhörande verktyg.



FÖRFATTARE

Torbjörn Becker är ekon. dr i nationalekonomi och chef för SITE, Stockholm Institute of Transition Economics, vid Handelshögskolan i Stockholm.
E-post: Torbjorn.Becker@hhs.se



SNS ANALYS En stor del av den forskning som bedrivs är vid sin publicering anpassad för vetenskapliga tidskrifter. Artiklarna är ofta teoretiska och inomvetenskapligt specialiserade. Det finns emellertid mycket forskning, framför allt empirisk och policyrelevant sådan, som är intressant för en bredare krets. Målet med SNS Analys är att göra denna forskning tillgänglig för beslutsfattare i politik, näringsliv och offentlig förvaltning och bidra till att forskningen når ut i medierna. Finansiellt bidrag har erhållits från Jan Wallanders och Tom Hedelius Stiftelse. Författarna svarar helt och hållet för analys, slutsatser och förslag.



Finansiella kriser kan ha förödande konsekvenser för den reala ekonomin i termer av förlorad produktion, arbetslöshet och ökad osäkerhet, samtidigt som det penning- och finanspolitiska handlingsutrymmet för att motverka dessa problem ofta minskar i en kris. I dagens globala finansmarknad kan inhemska problem i den finansiella sektorn förstärkas av kopplingarna till de globala marknaderna, eller till stor del orsakas av dessa kopplingar, vilket många länder blev varse i den globala kris som startade med kollapsen av Lehman Brothers i september 2008.

Sverige har drabbats av finansiell instabilitet två gånger under de senaste tjugo åren, först vid krisen under tidigt 1990-tal och nu i den globala krisen. Den tidigare krisen var i det stora hela ”hemmagjord” och kopplad till bland annat en övervärderad valuta med fast växelkurs, finansiell liberalisering och en fastighetsbubbla. Krisen som startade 2008 var i mångt och mycket importerad. Att effekten blev så stor som den blev beror på att Sverige är en liten öppen ekonomi med starka kopplingar till världsekonomin både via handel av varor och tjänster och via kapitalflöden.

Denna öppenhet har varit av stort ekonomiskt värde, men innebär också att svensk ekonomi är känslig för störningar i världsekonomin. För ekonomisk-politiska beslutsfattare innebär det ett ansvar att både hantera störningar när de inträffar och ta hänsyn till de risker som är förknippade med en öppen ekonomi när man utformar de ramverk och institutioner som åtminstone till viss del bestämmer hur stora dessa risker blir.

Detta gäller inte minst finansiell stabilitet som är en komplex politisk fråga i alla länder och som ytterligare försvåras när det finns starka internationella kopplingar som begränsar inhemska beslutsfattareshandlingsutrymme då systemet drabbas av chocker. I få politikområden blir också avvägningen mellan öppenhet och risker så komplicerad som när det gäller finansiell stabilitet.

Det kan inte råda någon tvekan om att ett välutvecklat finansiellt system som är integrerat i internationella kapitalmarknader kan bidra till ett lands ekonomiska framgång. Samtidigt

är det få störningar som kan få så omfattande negativa konsekvenser för samhällsekonomin som när det finansiella systemet skenar iväg för att senare kraschlanda, vilket hände i många länder i den globala krisen.

Finansiell instabilitet är ett begrepp som kan innefatta många olika delar. Lite vagt kan man säga att finansiell instabilitet är ett tillstånd när förtroendet för finansiella institutioner är kraftigt försvagat och det finansiella systemet slutar att på ett effektivt sätt stötta realekonomiska beslut och transaktioner.

Staten har ett antal verktyg eller politikområden som kan påverka finansiell stabilitet, till exempel Riksbankens penningpolitik, Finansinspektionens bankregleringar och Riksgäldens roll när det gäller finansiella institutioner på obestånd. Gränsdragningen mellan dessa politikområden är långt ifrån klar, vilket diskuteras mer ingående längre fram.

För att belysa en del av de områden som diskuterats ovan har Ralph Bryant, Dale Henderson och jag skrivit en rapport på uppdrag av SNS.¹ Rapporten beskriver hur Sveriges realekonomiska och finansiella kopplingar till omvärlden har utvecklats över tiden med fokus på våra finansiella institutioner. Med detta som bakgrund diskuterar vi sedan hur Riksbanken och andra svenska institutioner hanterade den globala finanskrisen. Rapporten innehåller också en framåtblickande del som bland annat beskriver det relativt nya politikområdet makrofinansiell tillsyn och kopplingen mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Här drar jag i stor utsträckning på rapporten i de delar som beskriver Sveriges finansiella system och krishanteringen medan avsnitten som är mer framåtblickande är en friare och mer personlig tolkning av rapporten.

1. Bryant, Henderson och Becker (2012). Även om jag här drar på den rapporten är ansvaret för innehållet i denna skrift helt mitt eget. Mina medförfattare har inget ansvar för de brister och åsikter som framförs här.

*”Hemmagjord”
finansiell kris
tidigt 1990-tal,
importerad kris
2008.*

Det svenska finansiella systemets struktur

Sveriges realekonomiska och finansiella kopplingar till omvärlden har ökat markant under de senast decennierna. Till exempel har den svenska exportens andel av BNP ökat kraftigt, från runt 20 procent av BNP på 1960-talet och 25 procent i början av 1990-talet till ungefär 50 procent av BNP 2010. En liknande utveckling med en snabb expansion efter 1990-talskrisen ser man också på tillgångar och skulder i utlandet i förhållande till BNP. Från att externa tillgångar respektive skulder varit mellan 50 och 80 procent av BNP i början på 1990-talet överstiger nu nivåerna 250 procent av BNP. Den stärkta kopplingen till utlandet har många orsaker, men centrala drivkrafter har varit såväl inhemska avregleringar som globaliseringen i stort.

I ett internationellt perspektiv är Sveriges utveckling inte extremt. Många länder har sett sina finansiella kopplingar till omvärlden öka de senaste decennierna, men det finns stora variationer mellan länderna: allt från USA som har utländska skulder på cirka 150 procent av BNP till Storbritannien på närmare 700 procent, Island på 1 000 procent och Irland på 1 700 procent, medan till exempel Österrike är i paritet med Sverige på knappt 300 procent.

Det finns ingen teori som säger vad en optimal nivå på finansiella kopplingar till omvärlden är, men krisen gjorde det tydligt att de extrema nivåer som Irland och Island uppvisade är förknippade med allvarliga risker.

Sveriges inhemska finansiella system är också omfattande i relation till BNP. De samlade tillgångarna hos finansiella institutioner uppgick i slutet av 2010 till nästan fem gånger BNP. De största aktörerna är bankerna med tillgångar som är ungefär dubbelt så stora som BNP och försäkringsbolagen som har tillgångar motsvarande BNP. Till detta kommer bolåneinstitutet som har tillgångar på cirka 70 procent av BNP medan de övriga aktörerna gemensamt har tillgångar som motsvarar ungefär 100 procent av BNP. I och med att finansiella intermediärer har relativt stora tillgångar jämfört med det egna kapitalet är skulderna i dessa institu-

tioner ofta i samma storleksordning som deras tillgångar.

I ett internationellt perspektiv är den inhemska svenska banksektorn inte större än i många jämförbara länder i Europa, men lägger man till svenska bankers tillgångar i andra länder så hade bankerna tillgångar på över fyra gånger svensk BNP i mitten på 2010. Av de lite större europeiska länderna var det endast Schweiz och Storbritannien som hade större banksektorer, på knappt sju respektive knappt fem gånger BNP.

Det svenska banksystemet har inte bara tillgångar i utlandet, utan en betydande del av finansieringen kommer också från utlandet. I mitten på 2011 kom över hälften av bankernas marknadsfinansiering från utlandet, vilket motsvarade runt 75 procent av BNP. Återigen ger det en bild av hur starkt Sveriges ekonomi och finansiella system är knutet till resten av världen.

Sverige i krisen

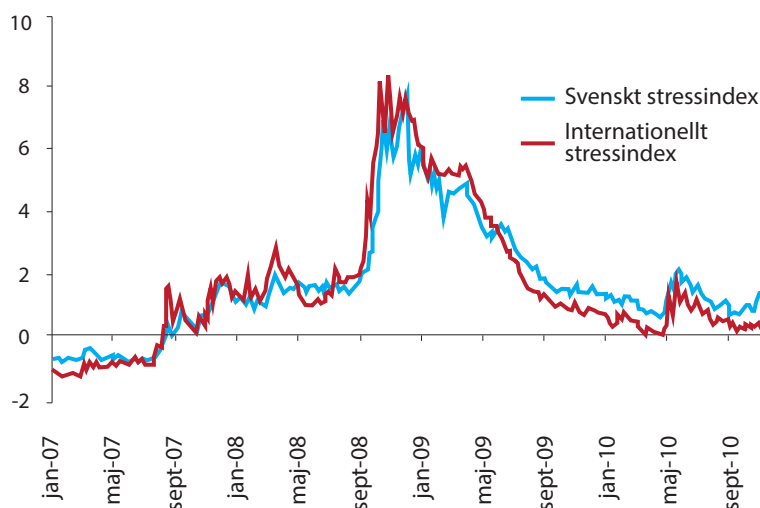
Problemen i USA:s finansmarknader hade börjat bubbla upp redan på hösten 2007 innan de till slut exploderade i samband med Lehman Brothers konkurs den 15 september 2008. Det blev starten på den globala kris som omedelbart spred sig till de finansiella marknaderna i Sverige. Detta syns tydligt i de två så kallade stressindex som Riksbanken har tagit fram för att mäta hur de internationella och svenska finansmarknadernas inställning till risk är. Indexarnas utveckling innan och under krisen visas i figur 1 på nästa sida.² Det framgår tydligt hur nära de två indexen följer varandra över tiden och hur den finansiella oron startade redan hösten 2007 och sköt i höjden ett år senare i och med Lehmans kollaps.

Det är i dag få ekonomer som inte tycker att staten (i vid mening) har ett stort ansvar för att hantera finansiell instabilitet och kriser av det slag som beskrivits ovan. Detta ansvar kan sträcka sig olika långt i olika länder och kriser, men består oftast i att förse det finansiell-

Stor svensk banksektor: tillgångar på mer än fyra gånger BNP.

Staten har stort ansvar för att hantera finansiell stabilitet genom att i kriser ...

2. Riksbankens index reflekterar i vilken grad den prissatta risken på aktie-, penning- och obligationsmarknaderna skiljer sig från sina historiska genomsnitt, se boxen på s. 32–33 i Riksbanken (2009).



Figur 1. Svenskt och internationellt stressindex 2007–2010
Källa: Riksbanken.

... förse det finansiella systemet med likviditet, förhindra bankkollaps och hantera avveckling.

la systemet med nödvändig likviditet, att ställa ut garantier för att förhindra självuppfyllande bankkollaps (*bank runs*) och att hantera avveckling av de finansiella institutioner som hamnar på obestånd.³

De åtgärder som de fyra svenska nyckelinstitutionerna – Riksbanken, Riksgälden, Finansdepartementet och Finansinspektionen – vidtog i krisen ska ses i detta ljus.

Beteckningen ”okonventionella åtgärder” som använts i debatten för att beskriva åtgärder under krisen är med andra ord inte okonventionella i bemärkelsen att de nödvändigtvis går utanför ekonomers traditionella uppfattningar om vad som kan behöva göras i en kris utan snarare ”ovanliga” därför att dessa åtgärder endast används i allvarliga kriser.

3. I och med att banker och andra finansiella intermediärer ofta finansierar sig på korta löptider (till exempel individers lönekonton, som kan tömmas utan förvarning) och lånar ut på längre löptider (till såväl företag som bostadsköpare) uppstår en skillnad i löptider mellan bankers tillgångar och skulder. Denna löptidstransformering är en naturlig del av bankers verksamhet, men kan samtidigt skapa problem om den är för omfattande.

Speciellt uppstår risken för uttagsanstormning (*bank runs*) om alla de som satt in sina pengar i banken utan bindningstid samtidigt vill ha tillbaka sina pengar eftersom det finns en oro att bankens tillgångar (som är låsta på längre löptider) har fallit i värde, vilket gör att det finns en osäkerhet om huruvida banken kan betala alla sina skulder.

Eftersom en uttagsanstormning kan vara självuppfyllande, uppstår på grund av rykten och sprida sig till andra banker finns ett behov av insatser som insättningsgarantier och likviditetstöd. Sådana åtgärder kan dock leda till att banker och deras kunder inte betar sig ansvarsfullt, vilket i sig kan påverka sannolikheten för kriser.

I ljuset av det som hände under krisen, när marknaderna för kortsiktig finansiering mer eller mindre slutade att fungera runt om i världen i olika perioder, har bankernas likviditetshandling blivit en het fråga för de inblandade beslutsfattarna.

När det gäller mer precist vad som ska ingå i statens krisverktygslåda, hur det påverkar betendet i den finansiella sektorn och vilken myndighet eller institution som ska göra vad går meningarna mer isär och jag återkommer till några av dessa frågor längre fram.

Likviditet i marknaden

I kölvattnet av Lehmans kollaps tappade bankerna förtroendet för varandra både på den svenska marknaden och internationellt. Eftersom de svenska bankerna och finansiella institutionerna till betydande del finansierade sin verksamhet på relativt kortsiktiga marknader i både svenska kronor och utländsk valuta (främst dollar och euro) med säkerställda obligationer⁴ som säkerhet ledde detta till likviditetsproblem. Riksgälden svarade snabbt på detta problem genom att fyra dagar efter Lehmans kollaps emittera extra statsskuldspapper i utbyte mot de säkerställda obligationerna som i krisen inte längre sågs som likvärdig säkerhet jämfört med svenska statspapper i transaktionerna mellan olika finansiella institutioner inom och utanför Sverige.

Riksbanken följde tätt efter genom att inledningsvis ändra kraven på säkerhet i betalningssystemet RIX. I ett första steg (den 22 september 2008) tillät Riksbanken att säkerställda

4. Säkerställda obligationer (*covered bonds*) är obligationer som (till stor del) har svenska bostadslån som säkerhet, ofta emitterade av bankernas egna bolåneinstitut (och benämns då av Riksbanken som utgivna av närstående institut).

obligationer kunde utgöra 75 procent av säkerheten mot tidigare 25 procent. Några veckor senare togs även den 75-procentiga begränsningen bort för att ytterligare förbättra likviditeten för bankerna. Samtidigt utvidgades kretsen av möjliga motparter i Riksbankens finjusterande operationer, som också kan ses som ett steg att förbättra likviditeten för en större krets finansiella institutioner i Sverige.

Säkerställda obligationer beskrivs som finansiella instrument av hög kvalitet och torde i allmänhet inte innebära någon större kreditrisk för vare sig Riksgälden eller Riksbanken. Man kan dock inte hävda att de åtgärder som vidtogs under krisen för att i princip byta ut bankernas säkerställda obligationer mot statspapper var helt utan risk för Riksgälden och Riksbanken. Hade dessa papper varit lika säkra som statspapper ex ante skulle de ha prisatts därefter och värdet för bankerna av att byta finansiella instrument hade varit noll. Ex post blev det inga kostnader för staten av denna aktion och det råder inga tvivel om att dessa åtgärder mottogs väl av marknaden.

Frågan är dock om man inte för framtiden borde ha en tydligare bild av de säkerheter Riksbanken ska ha för att tillhandahålla ”likviditet” i marknaden. Är det frågan om rena likviditetsåtgärder är det inte ens klart att Riksbanken borde kräva säkerheter, men det faktum att man ändå vill ha det visar att det i praktiken är en oklar gräns mellan likviditet och solvens. En annan fråga är om Riksgälden även i framtiden ska genomföra marknadsoperationer om det är fråga om att förse bankerna med likviditet. Om Riksgäldens agerande i stället ska ses som ett sätt att stötta priset på säkerställda obligationer, vilket man till viss del kan hävda var fallet, och om det i sin tur är förknippat med frågor om solvens blir det ytterligare komplicerat och till slut en finanspolitisk fråga.

Internationellt samarbete

En stor del av bankernas finansiering var som vi beskrivit ovan i utländsk valuta, speciellt dollar och euro. Riksbankens förmåga att på egen hand tillhandahålla likviditet i utländsk valuta begränsas av storleken på dess valutareserv.

Ett alternativ till en stor valutareserv är

swapavtal med de centralbanker som kan förse Riksbanken med önskad valuta när behov uppstår. Redan i december 2007 hade Riksbanken ingått ett avtal med ECB om en swapfacilitet på 10 miljarder euro. Det avtalet offentliggjordes inte när det ingicks, men 3 miljarder användes senare, sommaren 2009. Kort efter Lehmankraschen ingick Riksbanken ett swapavtal med USA:s Federal Reserve om 10 miljarder dollar, som några dagar senare utökades till 30 miljarder dollar. Detta var en del av flera internationella swapavtal mellan centralbanker som Fed bidrog till och som också inkluderade Europeiska centralbanken, Bank of England och Schweiz centralbank.

Sverige bidrog i sin tur med likviditet i utländsk valuta till andra länder via swapavtal med Islands, Lettlands och Estlands centralbanker. I Islands och Lettlands fall var Sveriges bilaterala stöd en del av de finansieringspaket som IMF och EU förhandlade fram och koordinerade. Eftersom Sverige är medlem av både IMF och EU stödde vi också dessa länder indirekt via de lån som IMF och EU tillhandahöll.

Intressant i sammanhanget var att stödet till Lettland och Island var 500 miljoner euro per land medan stödet till Estland var 10 miljarder svenska kronor. Med andra ord innebar stödet till Lettland och Island ytterligare behov av att förstärka valutareserven, men jämfört med det direkta stödet till det svenska finansiella systemet som diskuteras nedan var beloppen relativt små.

Dessutom kan stödprogrammen till Lettland och Estland ses som ett indirekt stöd till de svenska banker som hade en stor verksamhet i Baltikum och därmed ytterligare en åtgärd som åtminstone till viss del var motiverad av att upprätthålla finansiell stabilitet i Sverige.

De dollar som Riksbanken hade fått tillgång till via Fed lånades i sin tur ut till finansiella institutioner genom ett antal auktioner under hösten 2008 och våren 2009. I maj 2009 nådde den totala utlåningen av dollar 30 miljarder, eller cirka 210 miljarder kronor.

Detta motsvarade storleken på det swapavtal man ingått med Fed och var cirka 40 mil-

Riksbanken lånade dollar från Federal Reserve ...

... som sedan lånades ut till svenska finansiella institutioner.



Riksbanken förstärkte valuta-reserven för att själv kunna förse marknaden med dollarlikviditet.

jarder kronor mer än vad Riksbanken hade i valutareserven i början på september 2008. Med andra ord, Riksbanken hade inte kunnat förse marknaden med lika omfattande likviditet i dollar utan swapavtalet med Fed (eller omfattande upplåning på internationella marknader, där efterfrågan på dollar redan var mycket hög).

Det är också oklart vad som skulle ha hänt med förtroendet för den svenska kronan och därmed växelkursen och andra makroekonomiska variabler om valutareserven hade tömts på grund av lån till finansiella institutioner under krisen. Med denna erfarenhet i bagaget ökade Riksbanken valutareserven med cirka 100 miljarder kronor i juni 2009 för att stärka de egna möjligheterna att förse marknaden med dollarlikviditet i ett möjligt framtida läge där ett swapavtal med Fed kanske inte finns att tillgå.

Ökningen av valutareserven skedde genom upplåning utomlands av Riksgälden, som i sin tur lånade vidare dollar till Riksbanken. Detta skedde inte utan intensiva diskussioner. Normalt lånar bara Riksgälden pengar om det finns ett finansieringsbehov hos staten. Dessutom påverkar all statlig upplåning storleken på statsskulden vars utveckling såväl marknaden som offentliga beslutsfattare inom och utanför landet följer med stort intresse. Samtidigt är det Riksbanken som beslutar om storleken på valutareserven. I och med att dessa mandat ställdes mot varandra när Riksbanken ville fylla på valutareserven, uppstod intensiva diskussioner om vem som ska kunna besluta om extra statlig upplåning och lämplig storlek på valutareserven.⁵

När interbankmarknaden började fungera dåligt blev Riksbanken en central intermediär genom att tillhandahålla både finansiering och placeringsalternativ till bankerna.

Garantiprogram och lån på längre och kortare löptider

Som komplement till dollarlikviditeten som Riksbanken försåg marknaden med infördes också ett omfattande garantiprogram som hjälpte bankerna att låna på marknaden i både kronor och utländsk valuta med en statlig

5. Att staten på detta vis ökar sin valutareserv, det vill säga ökar sina utländska tillgångar, när den privata sektorn drar på sig skulder i utländsk valuta är i linje med Beckers (1999) resonemang om optimal statsskuldspolitik när man tar hänsyn till "bailouts" av den privata sektorn. Att staten anpassar sina tillgångar och skulder till den privata sektorn kan beskrivas som en omvänd variant av Ricardiansk ekvivalens (där det är den privata sektorn som anpassar sin skuld och portfölj efter hur statens skuld utvecklas).

garanti. Garantin var förknippad med en avgift, men givet omfattningen av garantiprogrammet var den inte avskräckande hög. Programmet hade en initial maxgräns på 1 500 miljarder kronor, som senare sänktes till 750 miljarder kronor. Inom ramen för programmet var som mest cirka 350 miljarder kronor garanterat av svenska staten. Av detta var runt två tredjedelar i utländsk valuta, det vill säga över 200 miljarder kronor eller i samma storleksordning som Riksbankens dollarutlåning till bankerna.

Riksbankens nästa åtgärd för att hjälpa det finansiella systemet var lån med längre löptider (initialt tre månader) för att bankerna skulle ha tillgång till mer långsiktig finansiering än den kortsiktiga (enveckors) likviditet som Riksbanken normalt tillhandahåller. Riksbanken motiverade denna utlåning med att det var mycket kostsamt och svårt för bankerna att få finansiering med längre löptider och att det i sin tur påverkade bankernas utlåning till företag och hushåll. Efter ett flertal auktioner hade Riksbanken som mest lånat ut 300 miljarder kronor på löptider från tre upp till tolv månader.

Samtidigt som bankerna behövde mer långsiktig finansiering behövde de möjligheter att hantera sin egen kortsiktiga överlikviditet i de fall de hade sådan. I normala tider (och utan några aggregerade likviditetsöverskott i banksystemet) sköts detta på interbankmarknaden. Under krisen var dock förtroendet för andra finansiella institutioner rubbat och bankerna föredrog att hantera likviditet med säkrast möjliga statspapper.

I mitten av oktober 2008 började därför Riksbanken ge ut certifikat med löptid på sju dagar. Dessa beskrivs av Riksbanken som likvärdiga med statsskuldväxlar med kort löptid och kan ses som ett alternativ till de extra statsskuldväxlar Riksgälden tidigare bytte mot säkerställda obligationer för att förbättra bankernas likviditet. I och med att Riksbanken tillhandahöll både finansiering och placeringsalternativ till bankerna blev Riksbanken en central intermediär i det finansiella systemet och fungerade som ett substitut till den dåligt fungerande interbankmarknaden.

Riksbankens utlåning med längre löptid

gjorde det möjligt för bankerna att få en mer långsiktig finansiering. Samtidigt innebar en längre upplåning till fast ränta en risk för bankerna i ett läge när Riksbankens och andra centralbankers räntor förväntades falla. Detta gjorde att Riksbanken i februari 2009 möjliggjorde lån med längre löptid till rörlig ränta. Lån till rörlig ränta upphörde sommaren 2009 när reporäntan var nära noll, eftersom dessa lån bara var av intresse för bankerna när räntorna förväntades falla.

Med en reporänta nära noll blev frågan hur Riksbanken skulle kunna se till att den låga korta reporäntan fick genomslag på lån med längre löptider eftersom det är dessa räntor som förväntas påverka företagens och hushållens upplåning, och därmed den reala ekonomin. Kort och gott, Riksbanken ville se till att det som kallas transmissionsmekanismen på ekonomjargong fungerade även under krisen. Därför erbjöd Riksbanken tre stora lån på cirka 100 miljarder kronor vardera till fast ränta och med längre löptid (cirka tolv månader) under sommaren och hösten 2009.

I sin kommunikation sade Riksbanken att ”kompletterande åtgärder behövs för att penningpolitiken ska få avsedd effekt”⁶ och i olika figurer som visar Riksbankens balansräkning kallas inte dessa lån för likviditetsstöd (eller finansiell stabilitetslån) utan penningpolitiska lån för att poängtera att detta handlade om att få transmissionsmekanismen att fungera. En rapport från Riksbanken studerar effekterna dessa lån fick på marknadsräntor med olika löptider och kommer fram till att räntorna föll med mellan 0,2 och 0,4 procentenheter.⁷

En speciallösning

Så här långt har stödåtgärder riktade till hela det finansiella systemet diskuterats. Riksbanken tillhandahöll dessutom speciell likviditet upp till 5 miljarder kronor till en enskild institution, Carnegie, i slutet av oktober 2009 utifrån bedömningen att Carnegie i det läget var solvent. Denna bedömning delades vid den tidpunkten av Finansinspektionen. Bara två veckor senare drog dock Finansinspektionen in

Carnegies tillstånd med hänvisning till ett antal överträdelser rörande riskexponering och fondförvaltning. Riksgälden tog då över Carnegie och de lån Riksbanken ställt ut till Carnegie.

Fallet med Carnegie kan tolkas på många sätt; för det första verkar samarbetet mellan Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgälden ha fungerat väl i så måtto att Carnegies övertagande inte skapade en omfattande kris i det svenska finansiella systemet. Å andra sidan illustrerar fallet att gränsen mellan likviditet och solvens kan vara oklar och att dessa bedömningar kan ändras snabbt i en kris, vilket med gällande regler också påverkar vilken institution det är som ska hantera situationen.

Krisens omfattning

Utvecklingen av Riksbankens balansräkning under krisen illustrerar väl hur enormt omfattande krisen var. Innan krisen var balansomslutningen omkring 200 miljarder, men kom som mest upp i över 760 miljarder sommaren 2009, med andra ord nästan en fyrdubbling.

Vikten av de internationella kopplingarna är också tydlig i hur Riksbankens balansräkning utvecklades; stödet i dollar var inledningsvis betydande. Med tiden växlades stödet över helt till kronor, samtidigt som valutareserven stärktes. De korta Riksbankscertifikaten ökade i takt med att Riksbanken gav ut kronlån med längre löptid. Med andra ord, Riksbanken stod för den löptidsomvandling visavi bankerna som bankerna normalt står för mot sina kunder och för den likviditetshantering som bankerna sköter sinsemellan i normala tider.

Ett annat sätt att stärka förtroendet för banker under krisen var att höja beloppsgränserna för insättningsgarantin. Detta gjorde många länder och i Sveriges fall dubblades insättningsgarantin från 250 000 till 500 000 kronor i början på oktober 2008 samtidigt som garantin gällde fler typer av konton än tidigare.

Nivån på insättningsgarantin har sedan dess koordinerats på EU-nivå för att undvika att banker kan konkurrera om kunder med olika statliga garantier. I dagsläget är därför insättningsgarantin motsvarande 100 000 euro per person och institution i alla medlemsländer och

Riksbankens olika krisåtgärder innebar att dess balansräkning växte från omkring 200 miljarder kronor till över 760 miljarder kronor.

6. Riksbankens pressmeddelande 2 juli 2009.

7. Elmér, Guibourg, Kjellberg och Nessén (2012).



får inte vara vare sig högre eller lägre än detta.

Eftersom våra politiker inte vill att staten ska stå för kostnaderna som kan uppstå om insättningsgarantin behöver utnyttjas har man skapat en insättningsgarantifond som finansieras med avgifter från de banker som täcks av insättningsgarantin. Vid slutet av 2011 hade insättningsgarantifonden 22 miljarder kronor investerade i svenska statspapper.

I slutet av 2008 beslutade man också om att skapa en stabilitetsfond som ska täcka andra kostnader som kan tänkas uppstå om/när staten behöver vidta åtgärder för att stötta det finansiella systemet bortom vad som görs med insättningsgarantin. När stabilitetsfonden startades bidrog staten med 15 miljarder kronor, men det långsiktiga målet är att fondens storlek ska vara 2,5 procent av BNP (vilket hade varit 80 miljarder kronor 2008). Tillväxten ska finansieras med avgifter från de banker och kreditinstitut som täcks av fonden.

Riksgälden fick också i uppgift att hantera ett kapitaltillskottsprogram som kunde användas för att stärka bankers balansräkningar och på så sätt bidra till en ökad utlåning till företag och hushåll. Totalt var 50 miljarder kronor tillgängligt under programmet, men endast Nordea fick ett tillskott på knappt 6 miljarder kronor via programmet när staten valde att delta i Nordeas nyemission med medel från stabili-

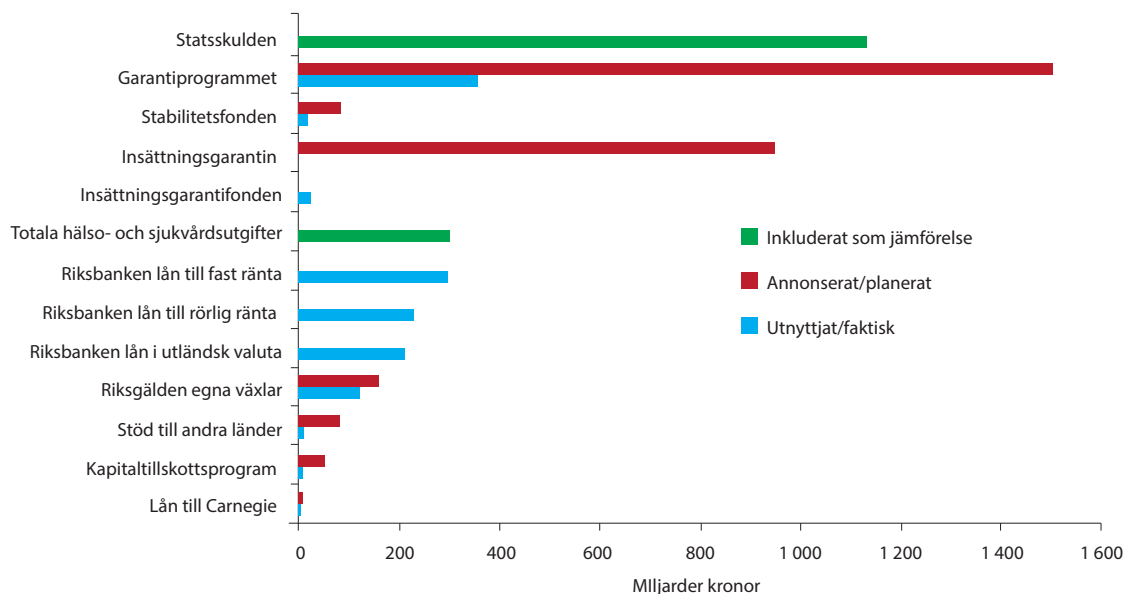
tetsfonden. Kapitaltillskottsprogrammet avslutades i mitten av 2011.

För att få en uppfattning om den relativa storleken på de olika åtgärder som vidtogs under krisen visar figur 2 storleken i kronor på de olika åtgärderna (i de fall olika belopp annonserades respektive utnyttjades visas båda siffrorna). Eftersom det handlar om belopp som är så stora att de kan vara svåra att få grepp om utan ett sammanhang, så visar figuren också hur stor statsskulden var 2008 och hur mycket som totalt spenderades på hälso- och sjukvård det året.

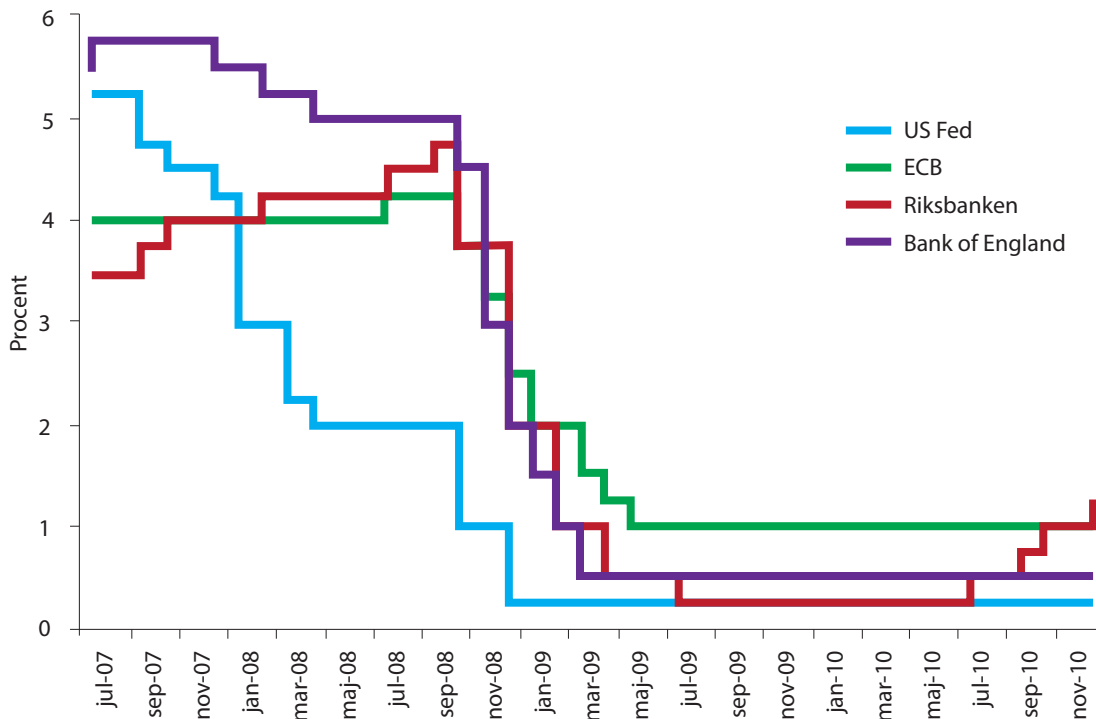
Siffrorna i figuren är en blandning av stockar och flöden och realiserade och potentiella kostnader med väldigt olika sannolikhet för olika utfall. Därför kan inte några enkla jämförelser göras. Dock är det svårt att hävda att andra jämförelser är mer relevanta, och det är ändå så att en hel del garanti- och stödprogram runt om i Europa har hamnat i statens budget och påverkat såväl statsskuld som möjligheten att spendera på andra offentliga utgiftsområden.⁸

I termer av storlek på annonserade maxbelopp var garantiprogrammet överlägset störst och en bra bit större än hela statsskulden, följt av insättningsgarantin. I termer av fak-

8. I Irlands fall ökade statsskulden med cirka 30 procent av BNP och budgetunderskotten som har uppstått på grund av problem med bankerna har krävt omfattande besparingspaket.



Figur 2. Åtgärder för finansiell stabilitet i jämförelse
Not: Statsskulden och totala hälso- och sjukvårdsutgifter är för 2008.
Källor: Riksbanken, Riksgälden, SCB och egna beräkningar.



Figur 3. Centralbankers policyräntor under krisen
Källa: Riksbanken.

tiskt utnyttjade belopp stod garantiprogrammet återigen för det enskilt största beloppet. Slår man ihop alla olika lån från Riksbanken är dessa större än garantiprogrammet, men man ska notera att maxbeloppen för Riksbankens olika lån inte inträffar samtidigt, så total maximal utlåning från Riksbanken var drygt 460 miljarder i december 2008 snarare är de drygt 750 miljarder kronor som man får om alla maxbelopp i figuren summeras.

Samtidigt var Riksbankens fasträntelån större än de totala hälso- och sjukvårdsutgifterna 2008. Hur man än vrider och vänder på siffrorna är beloppen som står på spel i en finansiell kris enorma, vilket gör att krishantering och förebyggande åtgärder måste stå högt upp på den ekonomisk-politiska agendan. Vad detta innebär mer konkret återkommer vi till nedan.

Räntevapnet

I mer traditionell penningpolitisk anda sänkte Riksbanken också reporäntan i ett antal ovanligt stora steg under krisens inledningskede (figur 3). Det var en del diskussioner om den räntehöjning som gjordes bara en vecka innan Lehman kollapsade, men när krisen väl bröt ut

sänkte Riksbanken styrräntan ungefär i samma takt som ECB och Bank of England.

Jämfört med USA:s Fed låg dock Riksbanken lite efter och det tog fram till sommaren 2009 innan den svenska reporäntan nådde sin botten på 0,25 procent, ungefär ett halvår efter att styrräntan i USA nått den nivån. Dock sänkte ECB inte styrräntan under 1 procent så i den jämförelsen gick Riksbanken längre.

Även om man kan tänka sig att sätta räntan något lägre än var fallet (inklusive på milt negativa nivåer) ter sig inte det som det största problemet för penningpolitiken under krisen. Frågor om förtroende i det finansiella systemet och hur transmissionsmekanismen fungerar framstår som betydligt viktigare.

En annan penningpolitisk fråga som diskuterats är frågan om kommunikation kring framtida räntebanor och den osäkerhet som prognoser är behäftade med i en kris. Under krisen blev det tydligt att de modeller Riksbanken använder för att göra prognoser inte på ett övertygande sätt kunde hantera den ökade osäkerhet som krisen gav upphov till (dessutom fanns inledningsvis en osäkerhet i huruvida reporäntan faktiskt kunde vara negativ i olika prognoser).

Det största problemet för penningpolitiken under krisen var inte hur snabbt eller långsamt Riksbanken sänkte räntan utan förtroendet för det finansiella systemet och hur Riksbankens räntesättning påverkar andra aktörer i ekonomin.



I korthet väcker detta frågor om hur ökad osäkerhet i en kris ska hanteras och kommuniceras.⁹

Eftersom förväntningar om framtida räntor är väl så viktiga för ekonomiska beslutsfattare som dagens ränta, spelar hanteringen av förväntningar en central roll i penningpolitiken. Man kan dessutom hävda att det blir extra viktigt i ett läge när räntan är nära noll och utrymmet för faktiska räntesänkningar är begränsat. Det kan då vara extra viktigt att övertyga marknaden om att räntan kommer att hållas låg under en längre period för att penningpolitiken ska få genomslag. Detta tog till exempel Fed fasta på när man i början på 2012 sade att inga räntehöjningar skulle göras innan 2014.

Krisens hantering – en sammanfattning

Det sammanfattande omdömet av hur krisen hanterades i Sverige är att åtgärder vidtogs snabbt, generellt sett var välavvägda och att det bådade gott för framtida krishantering. Sverige undvek en fullskalig finanskris som kunde ha varit förknippad med stora kostnader för skattebetalarna under en lång tid framöver.

Många av de åtgärder som sattes in var dock av karaktären att de ”uppfanns längs vägen” snarare än att de var del av en väletablerad verktygslåda som förberetts innan krisen. Att det ändå fungerade väl i krisen var med andra ord mer ett resultat av att rätt personer satt på rätt platser och att nyckelspelarna samarbetade väl än att det fanns färdiga ramverk för krishantering. Detta gäller såväl gränsdragningar mellan olika institutioner som institutionernas egna förmågor att snabbt skapa de instrument och system som krävdes för att förse marknaden med likviditet och undvika en kris.

Det torde vara av stort värde att ha en mer genomarbetad krishanteringsstrategi färdig hos alla inblandade parter, ner på nivån som handlar om tekniska krav för att hantera olika typ av likviditetsstöd. Ett specifikt exempel som nämnts är att Riksbanken nu har en (relativt liten) portfölj av statspapper för att se till att deras system för att kunna handla med dessa värdepapper finns på plats om det skulle behö-

9. En mer utförlig diskussion om detta finns i Bryant, Henderson och Becker (2012).

vas i framtiden.¹⁰

Om så inte redan är gjort torde en systematisk genomgång av hur alla inblandade institutioners krisberedskap har uppdaterats i ljuset av krisen vara av intresse för de ytterst ansvariga i riksdag och regering.

Utmaningarna framöver

Den globala finanskrisen och dess enorma real-ekonomiska kostnader väcker en övergripande fråga om vad vi kan göra för att förebygga finansiella kriser och minska kostnaderna i de fall krisen trots allt inträffar. Ett av svaren har varit att centralbanker runt om i världen måste inkludera och operationalisera finansiell stabilitet i sitt arbete som ett viktigt komplement till den snävare roll som under många år endast innefattat mål för inflation och sysselsättning.¹¹

Ett annat svar har varit skärpta regler för banker och andra finansiella aktörer i form av krav på bland annat ökat eget kapital, stärkt likviditet och minskad valutarisk. Ytterligare andra svar har fokuserat på vikten av internationellt samarbete och koordination i en värld där banker och kapital rör sig relativt fritt över länders (och därmed olika reglerares och centralbankers) gränser.

Mer specifika frågor inkluderar: Kan kriser förutses, förhindras och hanteras bättre med nya metoder och instrument framöver? Vilken roll ska traditionell penningpolitik ha i denna strävan? Kan och ska reporäntan användas som ett verktyg för att skapa finansiell stabilitet?

Ekonomiska modeller och finanssektorn

Dessa frågor har i någon mening ett gemensamt ursprung i den brist som finns när det gäller att på ett övertygande sätt integrera finansiella aktörer, marknader och beteenden i de (real)ekonomiska modeller som utgör grunden för traditionell makro- och penningpoli-

10. Elmér, Guibourg, Kjellberg och Nessén (2012).

11. Denna syn har framförts av många ekonomer, se till exempel Committee on International Economic Policy and Reform (2011). Rapporten är författad av en självutnämnd grupp i vilken bland andra ingår de två tidigare IMF-chefekonomerna och välkända akademikerna Kenneth Rogoff och Raghuram Rajan, Brasiliens förre centralbankschef Arminio Fraga och ett dussin andra internationellt välrenommerade ekonomer.

För framtiden kan det vara av stort värde att ha en färdig krishanteringsstrategi, till exempel hur likviditetsstöd ska utformas och hur Riksbankens portfölj av statspapper ska användas.

tisk analys. Detta tillkortakommande har varit välkänt länge, men i och med krisen har mer omfattande ansträngningar gjorts för att mer explicit inkludera finansiella aktörer i ”vanliga” makromodeller.

Även med dessa tillägg och utvecklingar är modellerna långt ifrån att beskriva många av de fenomen som kännetecknade finansiella marknader och aktörer innan, under och efter krisen, inklusive kraftigt varierande tillgångspriser, bankkollaps, frysta interbankmarknader och de realekonomiska effekter dessa finansiella fenomen har.

Även om det är komplicerat att inkludera en relevant beskrivning av den finansiella sektorn i den typ av allmänjämviktsmodeller som Riksbanken och andra centralbanker använder som underlag för sina räntebeslut¹² så finns några försök i den riktningen¹³.

Michael Woodford har i en studie¹⁴ skissat på en modell som inkluderar endogena finansiella kriser, vilket gör att en variabel som är kopplad till finansiell stabilitet kommer med i den målfunktion som ofta används för att beskriva centralbankens beteende under så kallad flexibel inflationsmålspolitik (*flexible inflation targeting*).

Den traditionella modellen har enbart avvikelser från inflationsmålet och full sysselsättning som de variabler som styr centralbankens räntebeslut; är till exempel inflationen över målet höjs räntan medan om sysselsättningen är för låg så sänks räntan. En parameter i modellen bestämmer vilket av de två målen som prioriteras i de fall de pekar åt olika håll för räntebeslutet.

I Woodfords modell tillkommer en variabel som är förknippad med finansiell stabilitet som ett ytterligare, tredje, mål som påverkar centralbankens räntebeslut. I hans modell är det skuldsättningsgraden (*leverage*) som beskriver finansiell stabilitet, men andra indikatorer som förekommer är till exempel olika räntedifferenser mellan lån med varierande risknivåer.

Den svenske vice riksbankschefen Lars

E.O. Svensson argumenterar i sin kommentar till Woodfords studie att det är mer effektivt att introducera speciella regleringar som direkt skjuter in sig på de variabler som leder till finansiell instabilitet så att penningpolitiken (läs Riksbankens räntebeslut) i vanlig ordning kan fokusera på stabil inflation och sysselsättning.¹⁵

Mer allmänt kan sägas att de modeller som i dag finns för att koppla ihop finansiell stabilitet och penningpolitik är tämligen rudimentära. De har i stora delar inte heller utsatts för några omfattande empiriska test, men utgör ändå en grund för en mer omfattande forskningsinsats och viktiga policydiskussioner. Den metod, DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*), som är grunden i de flesta centralbankers prognosmodeller är dessutom fokuserad på analys av *business as usual*-scenarier och inte på kriser och potentiellt mycket kostsamma förflyttningar mellan olika stabila allmänna jämviktslägen. DSGE-ansatsen har fått ta emot mycket kritik på grund av detta tillkortakommande i krisen och har för en del kommentatorer blivit en symbol för ekonomers oförmåga att förutsäga kriser.

Makrotillsyn

Parallellt med den mer teoretiskt orienterade modellutvecklingen och mot bakgrund av DSGE-modellernas tillkortakommande, har ekonomisk-politiska beslutsfattare efterfrågat bättre system för att varna för förestående kriser – speciellt kriser som har sitt ursprung i finansiella obalanser – och instrument för att förebygga dessa kriser.

Mycket av detta arbete har kommit att hamna under den engelska rubriken *macroprudential supervision*, som efter några mer eller mindre långa svenska översättningar nu ofta kallas ”makrotillsyn” av Riksbanken och andra. Macroprudential kan också kombineras med regleringar och dessa kallas då ”makrotillsynsverktyg”.¹⁶ I korthet handlar makrotillsyn om de samlade riskerna av det finansiella systemet, till skillnad från den traditionella tillsynen av enskilda banker och finan-

Arbete pågår med att inkludera finansiell sektor och finansiell stabilitet i de modeller som används av centralbankerna.

12. Se till exempel Christiano, Trabandt och Walentin (2011).

13. Till exempel Curdia och Woodford (2009) och Adrian och Shin (2010).

14. Woodford (2012).

15. Svensson (2012).

16. Se Nordh Berntsson och Molin (2012) för en mer utförlig diskussion om dessa begrepp på svenska.



siella institutioner som nu brukar kallas ”mikrotillsyn” för att poängtera att man ser på en institution i taget.

En aning förvirrande kan det dock vara att kalla övervakning av hela det finansiella systemet ”makrotillsyn” eftersom det då inte särskiljer den analysen från traditionell makroekonomisk analys. Ett tydligare svenskt ordval för analys av hela det finansiella systemet kunde i stället vara ”makrofinansiell tillsyn” respektive ”reglering”. I den följande texten används dock något motvilligt begreppen ”makrotillsyn” för detta nya politikområde och ”mikrotillsyn” för det område Finansinspektionen traditionellt ansvarat för eftersom det är i linje med rådande språkbruk.

Även om många beslutsfattare och ekonomer lägger stor vikt vid makrotillsyn som skydd mot framtida kriser är det inte riktigt tydligt var skiljelinjerna går mellan makrotillsyn, mikrotillsyn och traditionell makroanalys.

Frågan är nog om det inte handlar om att traditionell makroekonomisk analys bättre behöver förstå samspelet med den finansiella sektorn och den reala ekonomin. Samtidigt behöver traditionell mikrotillsyn ta hänsyn till hur individuella finansiella institutioners risk påverkas av andra finansiella institutioners beteende och utforma regler som avspeglar detta. Men kanske det krävs att vi uppfinnar ett nytt begrepp för att de som gör den makroekonomiska analysen ska lära sig mer om det finansiella systemet och bankövervakarna lära sig makro.

Att hitta system för att övervaka ekonomier för att undvika kriser är på intet sätt en ny idé. Efter Asienkrisen 1998 gick IMF i spetsen för att utveckla ett dylikt varningssystem (ofta förkortat EWS, *early warning system*). Detta arbete hade sin grund i empiriska modeller som försökte förutse problem med länders betalningsbalanser eller växelkurser som ledde till mer omfattande kriser. Detta var med andra ord ”makrotillsyn” i bemärkelsen makroekonomisk tillsyn snarare än övervakning av det finansiella systemet.

Även om de makroekonomiska övervakningsmodellerna hade ett visst prognosvärde i genomsnitt var precisionen inte tillräcklig för

att prediktionerna skulle tas på stort allvar av ekonomiska beslutsfattare runt om i världen.

Utan att överdriva kan man konstatera att det genomslag EWS fick var begränsat. Detta tycks dock inte ha minskat entusiasmen från olika håll att efter den här krisen återigen utveckla varningssystem för kriser. Den här gången med än mer fokus på den finansiella sektorn och risken för en ny bank- och finanskris, samtidigt som flera variabler från tidigare EWS-modeller finns med i analysen.¹⁷

Många frågor kvarstår när det gäller makrotillsyn, både när det gäller att utarbeta metoder och modeller för övervakning (att förutse kriser), vad gäller vilka instrument (ofta kvantitativa regleringar) som ska användas och effekterna av dessa instrument.¹⁸

När det gäller effekterna är det inte bara instrumentens påverkan på sannolikheten för en framtida finanskris som är av intresse. Också de mycket större frågorna om hur dessa instrument påverkar den makroekonomiska utvecklingen generellt via den finansiella sektorn och penningpolitikens möjligheter att uppnå låg och stabil inflation och hög sysselsättning är av vikt.

Makrotillsynsverktyglådan

Några specifika instrument som föreslagits som del av makrotillsynsverktyglådan är att variera bankers kapitaltäckningskrav över konjunkturykeln, att införa extra kapitaltäckningskrav på banker som är systemviktiga och att sätta ett tak för hur mycket man ska få låna i förhållande till bostadens värde vid bostadsköp.

Flera av dessa instrument kan möjligen bidra till ökad finansiell stabilitet, men i dagsläget finns relativt få studier av effekterna eftersom instrumenten inte har använts i stor skala (eller alls). En genomgång¹⁹ av några av de få studier som gjorts på området kommer till

17. I Bryant, Henderson och Becker (2012) finns en bilaga som i mer detalj går igenom utvecklingen från early warning systems till macroprudential.

18. IMF (2011a, s. 13) skriver ”Macroprudential policy requires a capacity to identify systemic risks early ... Several gaps remain in developing the analytical framework, especially to improve its reliability and forward looking capacity in assessing systemic risk.” Medan IMF (2011b, s. 2) konstaterar ”... there is still no robust set of indicators for detecting systemic risk”.

19. Dell’Ariccia, Igan, Laeven och Tong (2012).

Traditionell makroekonomisk analys behöver bättre förstå samspelet mellan den finansiella sektorn och den reala ekonomin.

slutsatsen att det finns visst hopp för att några av dessa instrument fungerar för att minska sannolikheten för och riskerna med snabba och ohållbara kreditexpansioner, men att det behövs mer analys för att avgöra hur effektiva dessa instrument är i olika sammanhang. En slutsats är också att när makrotillsynsverktyg används blir det ofta tydligare än vid traditionell makroekonomisk politik (som till exempel penningpolitik) vilka som drabbas respektive tjänar på att olika regleringar införs, vilket kan göra dessa verktyg svårare att hantera politiskt.

Detta skulle tala för att instrumenten implementeras enligt tydliga regler som sätts upp i samförstånd och sedan är mer eller mindre automatiska givet de indikatorer man valt. Problemet med tydliga regler är dock att det gör det enklare för marknadens aktörer att planera hur man ska kringgå regleringarna, vilket i sin tur är ett argument för att regleringarna måste anpassas över tiden i stället för att vara regelbaserade. Dessutom måste ett regelbaserat system på ett någorlunda trovärdigt sätt kunna visa att indikatorerna är relevanta för att signalera problem med finansiell stabilitet, och riskerar därmed att hamna i samma svårigheter som tidigare EWS-ansatser.

Även med de utmaningar som finns förknippade med makrotillsyn och tillhörande verktyg kommer flera forskare²⁰ mer eller mindre starkt fram till att det är makrotillsynsverktyg och inte styrräntan som (i första hand) ska användas för att uppfylla det finansiella stabilitetsmålet.

Också andra ekonomer som anser att centralbanker ska ha ett utökat ansvar för finansiell stabilitet tycker i många fall att regleringar, såväl mikro som makro, bör användas som ett första försvar mot finansiella kriser. Dock blir i flera fall slutsatsen att även besluten om styrräntan bör ta med finansiell stabilitet som en målvariabel, eftersom man inte tror att regleringar fullt ut kan hantera målet för finansiell stabilitet.

Lite löst kan man sammanfatta det analytiska läget om huruvida räntan ska användas för finansiell stabilitet med tre frågor: finns

det adekvata regleringar som fungerar för att begränsa risktagandet och risken för finansiella kriser; påverkar makrotillsynsverktygen den penningpolitiska transmissionsmekanismen; och påverkar styrräntan risken för finansiella kriser? Om svaret på första frågan är ja och på de två sista frågorna nej finns ingen anledning för centralbanker att använda styrräntan för finansiell stabilitet, och behovet av att koordinera penningpolitik och makrotillsynsverktygen blir minimalt. Är det i stället så att styrräntan direkt påverkar sannolikheten för framtida finanskriser eller makrotillsynsverktygen inte biter och/eller påverkar transmissionsmekanismen blir läget betydligt mer komplicerat.

Det råder ingen enighet bland ekonomer om vad svaren på frågorna är, men många akademiker och beslutsfattare verkar ändå luta mot att de makrotillsynsverktyg vi har inte är tillräckliga för att på egen hand förhindra kriser och att penningpolitiken därmed kan ha en roll att spela bortom inflation och sysselsättning i vissa lägen. Det enda vi verkar veta med säkerhet är att det behövs mer forskning på området. Inte minst gäller det empirisk forskning som komplement till olika teoretiska modeller när det gäller att avgöra vilka instrument som är mest lämpade för att skapa finansiell stabilitet framöver.

Beslutsfattare kan dock inte sitta och vänta på att forskningen kommer fram till entydiga svar. IMF:s chefekonom Olivier Blanchards recept är att pröva sig fram lite lagom försiktigt och pragmatiskt och se vad som fungerar utan att för den skull slänga ut den grundläggande idén att stabil inflation är centralt för penningpolitiken.²¹ Även Bank of Englands chef Mervyn King framhåller att finansiell stabilitet är ett viktigt mål för en centralbank samtidigt som han också betonar att inflationsmålpolitiken i grunden är bra och inte något vi ska överge.²²

Inflationsmålpolitik med en dos makrotillsynspragmatism i väntan på bättre forskning är nog så nära konsensus vi kommer i dagsläget när det gäller penningpolitik och finansiell stabilitet.

Åsikterna går isär. En del ekonomer menar att det är makrotillsynsverktygen som ska användas för att nå finansiell stabilitet och inte centralbankens styrränta ...

... medan andra drar slutsatsen att finansiell stabilitet bör vara en målvariabel då styrräntan bestäms.

20. Dell’Ariccia, Igan, Laeven och Tong (2012), Blanchard, Dell’Ariccia och Mauro (2010) och Svensson (2012).

21. Blanchard (2011).

22. King (2012).



Avslutande kommentarer

I avsnittet ovan om Sverige i krisen var slutsatsen att den svenska krishantering fungerade bra och att vi undvek en kostsam och fullskalig finansiell kris. Några brasklappar om krishantering är dock motiverade.

Sveriges öde låg inte helt i våra egna händer utan framgången i krishantering var också kopplad till åtgärder både från USA och EU och andra internationella institutioner. Det är till exempel svårt att veta vad som skulle ha hänt med svenska banker och finansiell stabilitet om Riksbanken inte haft tillgång till swapavtal med ECB och Fed, eller om IMF och EU inte hade fått ihop ett omfattande stödpaket till Lettland.

Skulle någon eller några av våra stora banker råkat ut för ännu större förluster än de gjorde i en mer utdragen internationell kris är det långt ifrån klart att omfattande skattepengar inte hade behövts för att fylla de hål som kunde uppstått i deras balansräkningar oavsett vad vår finansminister eller vi skattebetalare tycker om detta.

Givet de diskussioner och förslag om ändrade regler, finansiella skatter, stabilitetsfonder och bankunioner vi nu har är det tydligt att politiker inser att mer behöver göras för att både undvika kriser och samtidigt ha medel tillgängliga när väl en kris trots allt kommer. Frågan är bara om det finns en gemensam politisk vilja i Sverige och framför allt i EU och G20 för att driva igenom önskvärda förändringar.

Såväl vårt finansiella system som vår real ekonomi är alltför integrerade med världsmarknaderna för att vi ska kunna bygga skyddsvallar helt på egen hand. EU:s diskussioner och förhandlingar om en bankunion är ett av många test för att se hur långt samarbetsviljan sträcker sig och vilken roll Sverige vill ha i EU.

De starka internationella kopplingarna förminskar inte värdet av att göra rätt saker på hemmaplan och i dagsläget står Sverige inför ett antal val när det gäller att fördela ansvaret för analys och åtgärder så att framtida finansiell instabilitet som leder till kostsamma ekonomiska kriser kan förhindras. Ett grundläggande problem är dock att vi fortfarande vet relativt lite om hur finansiell stabilitet eller kriser häng-

er ihop med den realekonomiska utvecklingen och de penningpolitiska besluten. Vi vet inte om eller hur reporäntan påverkar sannolikheten för framtida finansiella kriser. Samtidigt vet vi inte så mycket mer om hur olika föreslagna makrotillsynsverktyg fungerar och hur de påverkar transmissionsmekanismen och därmed penningpolitikens möjligheter att styra inflationen och den realekonomiska utvecklingen mer allmänt.

Denna ökade (upplevda) osäkerhet om vilken värld vi lever i har tyvärr inte bara lett till ökad forskning om hur vi ska koppla ihop finansiella institutioner och marknader med traditionella realekonomiska modeller. Det har också lett till ett komplicerat pedagogiskt läge för Riksbanken när det gäller att kommunicera sina räntebeslut.

Få utanför Riksbanken, inklusive en majoritet av marknadsaktörerna, har trott att det bara är inflationsförväntningar som styr(t) räntebesluten (alternativt har prognoserna varit ovanligt missvisande), även i de lägen då delar av Riksbanksdirektionen har gjort gällande att så varit fallet. När finansiell stabilitet mer explicit finns med i diskussionen inför penningpolitiska beslut knyts detta oftast ihop med hur denna i sin tur påverkar inflationen, vilket därmed motiverar ett visst räntebeslut. Med andra ord, kommunikationen indikerar att finansiell stabilitet inte ingår direkt i den penningpolitiska målfunktionen utan bara indirekt i den utsträckning inflationen påverkas av finansiell instabilitet.

En sådan syn är i princip inte fel, men om resonemangen som följer tolkas som att man de facto har med finansiell stabilitet i målfunktionen blir kommunikationen av de penningpolitiska besluten otydlig och i värsta fall missvisande. Det påverkar också ekonomiska aktörers förmåga att prognosticera hur framtida penningpolitiska beslut kommer att se ut och därmed hela räntebanan.

Eftersom den moderna penningpolitiken till stor del handlar om trovärdighet och att koordinera förväntningar är god pedagogisk kommunikation inte en fråga man ska ta lätt på. Att mer tydligt beskriva på vilket sätt finansiell stabilitet ingår i Riksbankens målfunktion

Även om Sverige kunde undvika en kostsam och fullskalig finansiell kris var det ändå så att krishantering var nära kopplad till att utländsk valuta kunde erhållas genom swapavtal med ECB och Fed och att IMF och EU fick ihop ett stödpaket till Lettland.

är förmodligen en viktigare fråga än frågan om vilken institution som ska hantera makrotillsyn och tillhörande verktyg.

I dagsläget är makrotillsyn inte ett lika väl-definierat politik- eller analysområde som penningpolitik eller finanspolitik. Därför är den viktigaste uppgiften i dag vad gäller makrotillsyn att leda en forskningsinsats som bättre kartlägger möjligheterna och begränsningarna med makrotillsyn och tillhörande verktyg. Först när detta är gjort bör man fatta mer långsiktiga beslut om vem ska ansvara för såväl makrotillsyn som implementeringen av dess verktyg.

Med tanke på Riksbankens kapacitet och kompetens när det gäller forskning om dessa viktiga frågor och inte minst kopplingarna till traditionell penningpolitik, talar mycket för att Riksbanken bör ha huvudansvaret för att utveckla analysapparaten för detta politikområde. Naturligtvis ska det finnas ett samråd med övriga aktörer på området, inte minst Finansinspektionen, och den samverkansgrupp som redan finns är en relevant kortsiktig lösning.

Den mer skarpa ansvarsfördelningen vad gäller makrotillsyn kan dock med fördel vänta in det mer grundläggande analysarbete som diskuterats ovan. När kopplingarna mellan finansiell stabilitet och penningpolitik samt makrotillsynens roll är mer utredd blir det dessutom enklare för Riksbanken att hantera kommunikationen av de penningpolitiska besluten och därmed styra räntor och inflationsförväntningar i bättre samförstånd med samhällets olika ekonomiska aktörer.

Ett stort tack till Anders Vredin, Tor Jacobsson och Stefan Sandström för många givande diskussioner och synpunkter. Alla åsikter och återstående brister är dock helt mitt eget ansvar.

Referenser

- Adrian, Tobias och Hyun Song Shin (2010), "Financial Intermediaries and Monetary Economics", *Handbook of Monetary Economics*, 3A, (red. Benjamin M. Friedman och Michael Woodford), kapitel 12, s. 601–650, Elsevier B.V.
- Becker, Torbjörn (1999), "Public Debt Management and Bailouts", IMF Working Paper, WP/99/103.
- Becker, Torbjörn (2012), "Crisis Prevention and Management: What Worked in the 2008/09 Crisis?", SITE Working Paper, nr 15/2012.
- Bryant, Ralph C., Dale W. Henderson och Torbjörn Becker (2012), *Maintaining Financial Stability in an Open Economy: Sweden in the Global Crisis and Beyond*, SNS Förlag, Stockholm.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia och Paolo Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42, Supplement, nr 6, s. 199–215.
- Blanchard, Olivier (2011), "The Future of Macroeconomic Policy: Nine Tentative Conclusions", iMFdirect, 13 mars 2011.
- Christiano, Lawrence J., Mathias Trabandt och Karl Walentin (2010), "DSGE Models for Monetary Policy Analysis", *Handbook of Monetary Economics*, 3A, (red. Benjamin M. Friedman och Michael Woodford), kapitel 7, s. 285–367, Elsevier B.V.
- Committee on International Economic Policy and Reform (2011), *Rethinking Central Banking*, Brookings, Washington D.C.
- Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven och Hui Tong (2012), "Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms", IMF Staff Discussion Note, SDN/12/06.
- Elmér, Heidi, Gabriela Guibourg, David Kjellberg och Marianne Nessén (2012), "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar", *Penning- och valutapolitik*, 2012:3, s. 8–30, Riksbanken.
- IMF (2011a), "Macroprudential Policy: An Organizing Framework", Washington D.C.
- IMF (2011b), *Global Financial Stability Report*, Washington D.C.
- King, Mervyn (2012), "Twenty Years of Inflation Targeting", The Stamp Memorial Lecture, London School of Economics, 9 oktober 2012, publicerat på www.bankofengland.com.

Innan man fattar mer långsiktiga beslut om vem som ska ansvara för makrotillsyn, måste det till ett grundläggande analysarbete för att kartlägga möjligheter och begränsningar med makrotillsynen och dess verktyg. Huvudansvaret för detta bör Riksbanken ha.



land.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx.

- Markovic, Bojan (2006), "Bank Capital Channels in the Monetary Transmission Mechanism", Bank of England Working Paper, nr 313.
- Nordh Berntsson, Christina och Johan Molin (2012), "Ett svenskt ramverk för makrotillsyn", *Penning- och valutapolitik*, 2012:1, s. 40–81, Riksbanken.
- Riksbanken (2009), *Finansiell stabilitet*, 2009:2.
- Svensson, Lars E.O. (2012), "Comment on Michael Woodford, 'Inflation Targeting and Financial Stability'", *Penning- och valutapolitik*, 2012:1, s. 33–39, Riksbanken.
- Woodford, Michael (2012), "Inflation Targeting and Financial Stability", *Penning- och valutapolitik*, 2012:1, s. 7–32, Riksbanken.