

Finansiell stabilitetspolitik

– ett nytt politikområde under utveckling



REGERINGSKANSLIET

Finansdepartementet

Finansiell stabilitetspolitik

– ett nytt politikområde under utveckling



SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes Offentliga Publikationer på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning.

Beställningsadress:
Fritzes kundtjänst
106 47 Stockholm
Orderfax: 08-598 191 91
Ordertel: 08-598 191 90
E-post: order.fritzes@nj.se
Internet: www.fritzes.se

Svara på remiss – hur och varför: Statsrådsberedningen (SB PM 2003:2, reviderad 2009-05-02)

– En liten broschyr som underlättar arbetet för den som ska svara på remiss.
Broschyren är gratis och kan laddas ner eller beställas på
<http://www.regeringen.se/>

Tryckt av Elanders Sverige AB
Stockholm 2013

ISBN 978-91-38-23983-4
ISSN 0284-6012

Innehåll

Förord	5
Sammanfattning.....	7
1 Inledning	21
2 Ett nytt politikområde växer fram	25
2.1 De huvudsakliga politikområdena innan krisen.....	26
2.2 Lärdomar från finanskrisen	29
2.3 Komplexa förhållanden mellan politikområdena.....	32
3 Litteraturgenomgång	39
3.1 Mål för politiken	40
3.2 Finansiella indikatorer för politiken	47
3.3 Instrument för politiken.....	55
4 Vad är det som ska stabiliseras?	67
4.1 Vilka problem ska politiken adressera?	70
4.2 Hur påverkas den reala ekonomin av problemen?	77

4.3	Hur kan ett mål för politiken formuleras?	79
4.3.1	Mål för politikens delområden	80
4.3.2	Mål för hela politikområdet	82
4.3.3	Vad måste ett mål täcka?	86
4.4	Sammanfattning av måldiskussionen	87
5	Vilka indikatorer behövs för analysen?	89
5.1	Bred uppsättning indikatorer är nödvändig	89
5.2	Urval av centrala indikatorer	90
5.2.1	Indikator för kreditmarknaden	91
5.2.2	Andra centrala indikatorer	93
5.3	Sammanfattning av indikatordiskussionen	98
6	Vilka instrument kan användas?	101
6.1	Val och klassificering av instrument	101
6.2	Hur påverkas förhållanden mellan olika politikområden av valet av instrument och mål?	109
6.3	Vilken effekt har olika instrument?	113
6.3.1	Tidigare empiriska utvärderingar	114
6.3.2	Tidigare simulerade effekter	119
6.3.3	Rapportens egna bedömningar	123
6.4	Sammanfattning av instrumentdiskussionen	126
7	Slutsatser och kommentarer	129
	Källförteckning	131
	Bilaga A: Kontracykliska kapitalbuffertar	139
	Bilaga B: Den empiriska modellen	149

Förord

I kölvattnet av den senaste krisen har det uppstått en internationell debatt om vad som kan göras för att motverka uppkomsten av finansiella kriser. Regeringen tillsatte den 3 februari 2011 Finanskriskommittén (FKK) som fick till uppgift att göra en översyn av det svenska regelverket för hantering av finansiella kriser. FKK lämnade i januari 2013 ett delbetänkande (SOU 2013:6). I början av 2012 startades ett internt projekt inom Finansdepartementet som fick till uppgift att analysera samspelet mellan den finansiella sektorn och den reala ekonomin. Projektets arbete har sammanfattats i en rapport från Finansdepartementets ekonomiska avdelning (2012:1) med titeln ”Hur påverkar det finansiella systemet den reala ekonomin?”.

Som ett led i arbetet med att skapa ett ramverk för finansiell stabilitetspolitik startades ett ytterligare projekt inom Finansdepartementet med syfte att se över möjliga mål och instrument för detta nya politikområde samt politikens effekter på ekonomin. Denna rapport är en del av detta arbete.

Rapporten ”Finansiell stabilitetspolitik – ett nytt politikområde under utveckling” har utarbetats på Finansmarknadsavdelningen och Ekonomiska avdelningen på Finansdepartementet. Författare har varit Hovick Shahnazarian och Mårten Bjellerup. En tidigare version av rapporten seminariebehandlades på Finansdepartementet den 4 juni 2013.

Stockholm den 26 augusti 2013

Sammanfattning

Historien visar med all önskvärd tydlighet att finansiella kriser kan ha mycket påtagliga konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. Effekterna blir både omfattande och långvariga när banker, företag och hushåll avvecklar stora delar av de finansiella obalanser som byggts upp under lång tid. Den pågående globala finanskrisen som kulminerade hösten 2008 är det senaste och kanske mest dramatiska exemplet.

I kölvattnet av krisen har forskare och ekonomisk-politiska beslutsfattare diskuterat vad som kan göras för att minska riskerna för att obalanser byggs upp i det finansiella systemet för att därigenom motverka uppkomsten av finansiella kriser.¹ Såväl debatten som frågans dignitet gör att man kan tala om att det växer fram ett nytt politikområde.

En konkret följd av krisen och den därpå följande diskussionen är det nya internationella regelverket, Basel 3. Detta regelverk har som övergripande syfte att stärka bankernas förmåga att stå emot förluster, för att på så sätt minska sannolikheten för konkurser och därmed för nya finansiella kriser. En viktig del av det nya regelverket är ett antal nya instrument, såsom likviditetstäckningsgrad och kontracykliska kapitalbuffertar. Europaparlamentets och rådets förordning om kapitaltäckning innebär bl.a. att alla medlemsstater måste bestämma vem som ska ansvara för de nya instrumenten.

För att kunna etablera detta nya politikområde och hantera de aktuella instrumenten på ett välavvägt sätt, behövs tydliga

¹ En liknande diskussion finns även gällande hur uppkomna kriser ska hanteras, något denna rapport inte behandlar.

riktlinjer för den finansiella stabilitetspolitiken. Denna rapport innehåller en inventering av befintlig kunskap samt analys av mål, instrument och politikens effekt på ekonomin. Förhoppningen är att rapporten kan utgöra ett stöd och en vägledning i valet och utformningen av mål och instrument.

Tänkbara mål för det nya politikområdet

Det finns tre huvudsakliga tänkbara mål för det nya politikområdet (se tabell 1 nedan).

Tabell 1: Alternativa mål för det nya politikområdet

	Mål	Målvariabel	Benämning
1	Stabilisera konjunkturen	Aggregerat utbud / Aggregerad efterfrågan	Stabiliseringspolitik*
2	Stabilisera kreditmarknaden	Kreditutbud / Kreditefterfrågan	Finansiell stabiliseringspolitik
3a	Stabilisera banksystemet	Upprätthålla grundläggande funktioner	Makrotillsynspolitik
3b	Förbättra bankernas motståndskraft	Upprätthålla grundläggande funktioner	Strukturell makrotillsynspolitik

* Mål av typ 1 är inte ett mål för ett eget politikområde. Politiken blir i detta fall en del av den befintliga stabiliseringspolitiken, dvs. den fungerar huvudsakligen som ett komplement till penningpolitiken.

Källa: Egen skiss

Den första typen av mål (mål 1) innebär att instrumenten används för att stabilisera konjunkturen, vilket innebär att politiken kommer att komplettera den befintliga stabiliseringspolitiken och att det inte är frågan om ett nytt, eget politikområde. Den andra typen av mål (mål 2) är att stabilisera kreditmarknaden genom att motverka uppbyggnad av obalanser, som annars kan få betydande negativa konsekvenser för kreditutbudet och kreditefterfrågan och därmed på den reala

ekonomin.² Den tredje typen av mål (mål 3) har som syfte att genom förbättrad tillsyn stärka, skydda och stabilisera banksystemet och därigenom kreditutbudet. Mål 3a innebär dels att de strukturella problemen i det finansiella systemet adresseras genom förstärkt reglering av de finansiella instituten, dels att tidsvarierande buffertar används för att kunna anpassa motståndskraften efter den finansiella cykeln. Mål 3b adresserar endast de strukturella problemen.

Valet av mål för det nya politikområdet beror på vilka lärdomar som dras från finanskrisen och vilka problem som det nya politikområdet ska lösa.

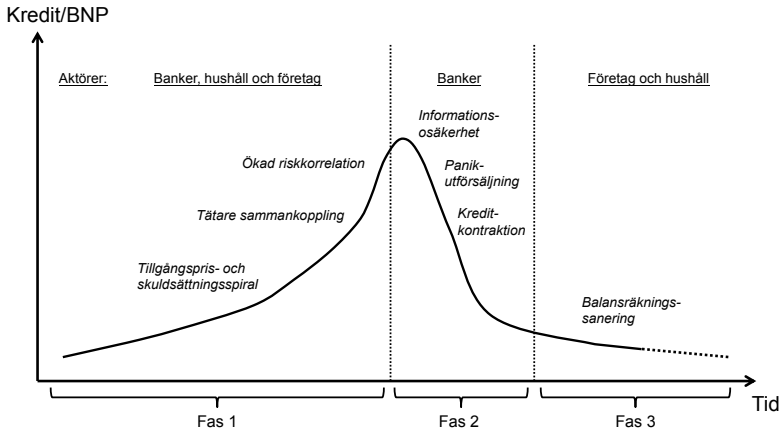
Vilka problem ska politiken adressera?

I litteraturen diskuteras om uppbyggandet och avvecklandet av finansiella obalanser är resultatet av ett antal olika negativa externa effekter. En negativ extern effekt uppstår när olika aktörer agerar rationellt utifrån det egna perspektivet, men där den samlade effekten av deras agerande leder till oönskade samhällsekonomiska effekter. Det kan vara illustrativt att beskriva de negativa externa effekterna under en stiliserad kreditykel (figur 1).

I fas 1 av kreditykeln är BNP-tillväxten hög och situationen kännetecknas av snabbt ökande kreditvolym och tillgångspriser, såväl för reala som finansiella tillgångar. De tre viktigaste negativa externa effekterna som bidrar till utvecklingen i denna fas är *tillgångspris- och skuldsättningsgradspiralen*, den *ökade riskkorrelationen* samt den *tätare sammankopplingen* mellan de finansiella instituten. Sammantaget innebär fas 1 att finansiella obalanser byggs upp när många banker, hushåll och företag, på grund av de negativa externa effekterna, tar på sig allt mer skuld och risk och risken blir allt mer korrelerad.

² En alternativ bredare formulering av mål 2 skulle vara att istället stabilisera den finansiella konjunkturcykeln.

Figur 1: De viktigaste negativa externa effekterna i en stiliserad kreditcykel



Källa: Egen skiss

Fas 2 inleds med att något utlöser en finansiell kris. Som en följd av fallande tillgångspriser får bankerna problem med kapitaltäckningen vilket de måste åtgärda. En möjlig åtgärd är att bankerna säljer av tillgångar. Dessa *panikutförsäljningar* förstärker prisfallen genom det ökade utbudet på marknaden. En annan möjlig åtgärd är att bankerna drar ner på utlåningen. När många banker samtidigt drar ner på sin utlåning i syfte att förbättra sin kapitaltäckning resulterar det i en *kreditkontraktion* i ekonomin som helhet, vilket påverkar låntagarna, dvs. hushåll och företag. Dessutom råder en stor *informationsosäkerhet* kring vilka aktörer som äger vilka tillgångar. Detta gör det svårt att bedöma motpartsrisken, vilket leder till ökad försiktighet och lägre aktivitet. Fas 2 innebär alltså att bankerna avvecklar stora delar av de obalanser som byggts upp under fas 1. I fas 3 är mekanismerna bakom problemet mycket lika de som driver bankerna i fas 2. Under denna fas genomför nämligen företag och hushåll en *balansräkningsanering*. Fallande tillgångspriser, främst huspriser, gör att hushållen upplever sin skuldbörda som

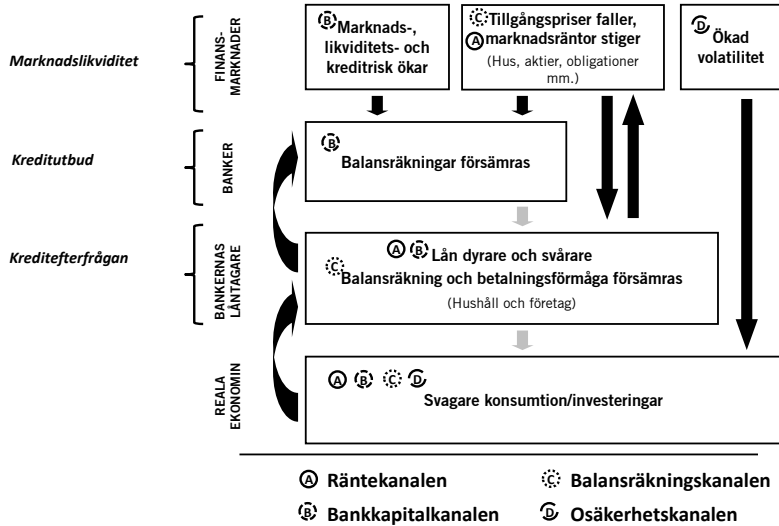
alltför stor och minskar sin skuldsättningsgrad och/eller ökar sitt försiktighetssparande. Företagen betar sig på ett liknande sätt och skjuter upp sina investeringar. Det ökade sparandet och de minskade investeringarna leder till en svag efterfrågan i ekonomin under lång tid. Fas 3 innebär alltså att företagen och hushållen avvecklar stora delar av de obalanser som de byggt upp under fas 1. Det bör understrykas att resonemanget ovan är schematiskt. Såväl fas 2 som fas 3 behöver inte föregås av fas 1 respektive faserna 1 och 2, vilket visar på behovet av en bredare definition av politikområdet.

De ovan beskrivna negativa externa effekterna kan också beskrivas utifrån deras effekt på tre huvudområden, nämligen marknadslikviditet, kreditutbud och kreditefterfrågan. En poäng med en sådan beskrivning är att det blir lättare att illustrera på vilket sätt dessa negativa externa effekter, genom olika transmissionskanaler, påverkar den reala ekonomin (figur 2).

Effekterna på *marknadslikviditeten* kommer under fas 2 och är informationsosäkerhet och panikutförsäljningar. Situationen som uppstår på de finansiella marknaderna karakteriseras ofta av stor volatilitet och snabba och djupa prisfall. Ökad volatilitet innebär en ökad osäkerhet och därmed ökad försiktighet, vilket dämpar efterfrågan i ekonomin (osäkerhetskanalen). Effekterna på *kreditutbudet* kommer både i fas 1 och fas 2 och förstärker upp- respektive nedgången. I fas 2 medför t.ex. de finansiella institutens tätare sammankoppling en förstärkning av de chocker som inträffar vilket spär på kreditåtstramningen eller ökningen av utlåningsräntorna. Detta dämpar i sin tur efterfrågan i den reala ekonomin (bankkapitalkanalerna). Effekterna på *kreditefterfrågan* kommer både i fas 1 och i fas 3. I fas 3 påverkas t.ex. hushåll och företag av snabbt fallande tillgångspriser. I syfte att sänka sin belåningsgrad ökar hushållen sitt försiktighetssparande, vilket minskar den aggregerade efterfrågan i ekonomin (balansräkningskanalen).³

³ Förutom att fas 3 har visat sig ha stor betydelse historiskt, återspeglar även resonemangen både regeringens och Riksbankens analys av den svenska ekonomin i

Figur 2: Analysschema för transmissionsmekanismen, inklusive de tre huvudområdena för kreditcykelns negativa externa effekter



Källa: Egen skiss och Finansdepartementet (2012)

Analysen av vilka problem som politiken ska adressera och hur dessa påverkar ekonomin ger de nödvändiga byggstenarna för att formulera ett övergripande mål för den finansiella stabilitetspolitiken.

Hur ska ett mål för finansiell stabilitetspolitik formuleras?

För att formulera ett övergripande mål för finansiell stabilitetspolitik är det nödvändigt att ta ställning till om det finns ett behov av en förebyggande politik, och därmed delmål, för de tre huvudområdena marknadslikviditet, kreditutbud och kreditefterfrågan. För marknadslikviditet finns det inte något

dagsläget. Se t.ex. Regeringens proposition 2012/2013:100 ”2013 års ekonomiska vårproposition”, Riksbanken (2012c) och Riksbanken (2013).

behov att motverka alltför likvida marknader i en uppgångsfas (fas 1). Därför finns det inte heller något behov av delmål för detta område. Däremot finns det ett tydligt behov av att förbättra likviditeten på marknaderna i en krissituation (fas 2).⁴ Utöver detta kan naturligtvis strukturella åtgärder vidtas som förbättrar marknadens funktionssätt. Målet för kreditutbudet (*delmål 1*) bör vara att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser hos de finansiella institutionerna. Finansiella obalanser kan uppstå i många delar av verksamheten, inte bara i de delar som relaterar till kreditgivningen. Dessa kan motverkas genom att säkerställa att de finansiella instituten bygger upp kapital- och likviditetsreserver. Bankerna ska därigenom inte behöva vidta stora konsolideringar av sina balansräkningar i händelse av kris. Målet för kreditefterfrågan (*delmål 2*) bör på motsvarande sätt vara att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser hos hushåll och företag. Riskerna är annars att de bygger upp en så hög skuldsättning att de genomför omfattande konsolideringar av sina balansräkningar om de ekonomiska förutsättningarna ändras, t.ex. i form av plötsligt fallande huspriser.

Syftet är med andra ord att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser hos såväl banker som hushåll och företag. Om obalanserna hos de olika aktörerna inte motverkas kan de leda till allvarliga problem för kreditutbudet och kreditefterfrågan, en insikt som sammanfattas i målet för den finansiella stabilitetspolitiken, att stabilisera kreditmarknaden (mål 2 i tabell 1). Detta mål förespråkas i denna rapport. Ett smalare mål (mål 3 i tabell 1) bedöms inte som lämpligt, då det bortser från den viktiga roll som hushåll och företag spelar i ett krisförlopp. Ett bredare mål (mål 1 i tabell 1) bedöms heller inte vara lämpligt då konjunkturutvecklingen till den långt övervägande delen påverkas av annat än de problem som den finansiella stabilitetspolitiken borde adressera.

⁴ I en krissituation spelar statsskuldpolitiken och penningpolitiken viktiga roller i detta avseende.

Vilka indikatorer behövs för analysen?

Finansiella obalanser kan uppstå av en mängd olika skäl och hos många olika aktörer och är följaktligen svåra att upptäcka. Rapportens bedömning är därför att ett brett perspektiv är nödvändigt i både analysen och genomförandet av politiken. Det breda analysunderlaget bör t.ex. inkludera indikatorer som ger en nulägesbedömning av situationen på de finansiella marknaderna (marknadslikviditet), hos bankerna (kreditutbudet) och hos hushåll och företag (kreditefterfrågan). Analysen bör även kompletteras med prognoser och scenarioanalyser av de olika aktörernas ekonomiska situation. En sådan uppsättning indikatorer bör därutöver inkludera marknadsbaserade och framåtblickande indikatorer, samt indikatorer som mäter i vilken grad olika finansiella institut ökar risken i det finansiella systemet som helhet. Som en liten öppen ekonomi med en stor finansiell sektor som har verksamhet i flera olika länder är Sverige dessutom starkt beroende av omvärlden. Detta innebär att effekterna av uppbyggande och avvecklande av finansiella obalanser i omvärlden lätt fortplantar sig i Sverige. Därför är det av stor vikt att även ha en god uppfattning om situationen i omvärlden genom användandet av finansiella omvärldsindikatorer.

Vilka instrument kan användas?

De instrument som kan användas för att uppnå de uppsatta målen kan delas upp i två dimensioner. Den första dimensionen handlar om deras karaktär, dvs. om de är cykliska eller strukturella. Den andra dimensionen handlar om instrumentens koppling till de tre olika huvudområdena (se tabell 2 nedan).

Rapportens bedömning är att det är möjligt att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser genom användandet av ett fåtal cykliska och strukturella instrument, riktade mot både kreditutbudet och kreditefterfrågan. De cykliska instrumenten

kan varieras över tid medan de strukturella instrumenten syftar till att hantera problem som relaterar till det finansiella systemets struktur och storlek samt till de strukturella faktorer som är viktiga för hushåll och företag, t.ex. tillåten belåningsgrad, snarare än konjunkturella förhållanden. Flertalet instrument kan fungera på båda sätten, dock inte samtidigt.

Tabell 2: Exempel på befintliga och möjliga cykliska och strukturella instrument för finansiell stabilitetspolitik

	Cykliska instrument	Strukturella instrument
Marknadslikviditet	Okonventionell penningpolitik	Tillgångar som säkerhet vid centralbanksrepor
Kreditutbud (delmål 1)	Kontracyklisk kapitalbuffert	Likviditetsreserver (LCR och NSFR)
Kreditefterfrågan (delmål 2)	Belåningsgrad (LTV)	Inkomstrelaterad belåningsgrad (LTI)

* Belåningsgrad (LTV) är för närvarande ett strukturellt instrument (bolånetaket). Inkomstrelaterad belåningsgrad (LTI) sköts idag av bankerna som en del av deras kreditprövning.

Källa: Egen kategorisering

De flesta instrument har som syfte att motverka de negativa externa effekterna på kreditutbudet, genom påverkan antingen på bankernas eget kapital eller på deras likviditetsreserver. Men det finns också instrument som syftar till att påverka hushållens och företagens balansräkningar och deras kreditefterfrågan. När det gäller likviditet är det viktigt att särskilja marknadslikviditeten från bankernas likviditet. För marknadslikviditeten spelar de instrument som t.ex. centralbankerna har till sitt förfogande en viktig roll huvudsakligen i krissituationer. Bankernas likviditetssituation hanteras däremot företrädesvis med instrument inriktade på en

förebyggande politik rörande just likviditetstäckningsgraden inom dessa banker.

När det gäller instrument som ska användas cykliskt är det en fördel om dessa är enkla till sin konstruktion. Kontracyklisk kapitalbuffert har denna fördel och bedöms ha de bästa förutsättningarna att användas som cykliskt instrument riktat mot kreditutbudet. För kreditefterfrågan ligger en cyklisk belåningsgrad närmast till hands. När det gäller strukturella instrument bedöms bl.a. likviditetstäckningsgrad (LCR) och stabil nettofinansieringsgrad (NSFR) ha goda förutsättningar att kunna dämpa strukturella risker kopplade till kreditutbudet, medan inkomstrelaterad belåningsgrad ligger närmast till hands vad gäller kreditefterfrågan.

Det bör också påpekas att de här diskuterade instrumenten är utvalda för att de bedöms som lämpliga för den finansiella stabilitetspolitiken. Men det finns naturligtvis en rad andra instrument med stor potentiell påverkan på den finansiella stabiliteten, t.ex. olika finanspolitiska instrument. Gemensamt för dessa andra instrument är dock att de används med andra mål i syfte, men likväl utgör en viktig förutsättning för den finansiella stabilitetspolitiken. En del av instrumenten kan också betraktas som krishanteringinstrument, t.ex. stabilitetsavgiften.

Vad gäller de ovan diskuterade instrumentens effekt på såväl finansiella variabler som på den reala ekonomin är slutsatsen från befintliga studier och rapportens egna beräkningar tydlig. Flera av de tänkbara instrumenten skulle ha en påtaglig effekt, dels på direkt policyrelevanta variabler som kredittillväxt och huspristillväxt, dels på utvecklingen av den reala ekonomin, här mätt som BNP-tillväxt.

Komplexa förhållanden mellan olika politikområden

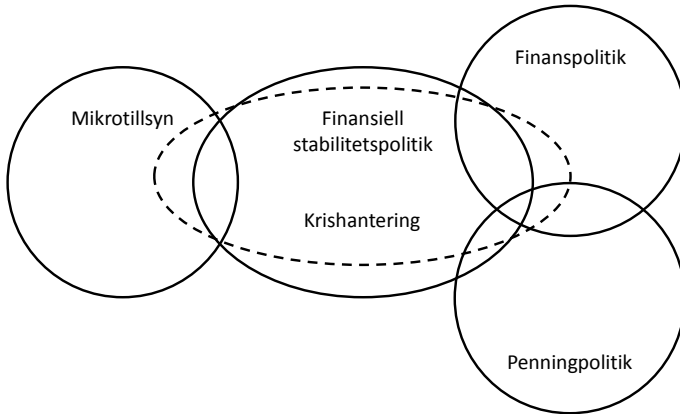
Den utdragna finanskrisen har illustrerat att om finansiella obalanser byggs upp, och under dramatiska former delvis avvecklas, får det omfattande återverkningar på den reala

ekonomin. Det är därför viktigt att kartlägga och försöka förstå olika orsakssamband och, inte minst, hur samspelen mellan den finansiella stabilitetspolitiken och den traditionella ekonomiska politiken ser ut.⁵ En sådan förståelse kan dels begränsa eventuella målkonflikter mellan olika politikområden, dels dra nytta av ömsesidigt förstärkande effekter (se figur 3 nedan).

Behovet av samspel är uppenbart i krissituationer, men finns även för den förebyggande politiken. Rapportens bedömning är att de cykliska instrumenten blir en viktig del av det stabiliseringspolitiska ramverket eftersom de har en effekt på de reala konjunktursvängningarna. I en krissituation kommer dessa instrument att användas tillsammans med övrig ekonomisk politik för att dämpa effekten av krisen på ekonomin. Denna stabiliseringspolitiska dimension, genom dess effekt på konjunkturen, har därför en klar koppling till både penningpolitiken och finanspolitiken.

⁵ Det finns sedan tidigare två centrala politikområden inom den makroekonomiska politiken: penningpolitik och finanspolitik. Penningpolitiken är inriktad på ett mål (inflation) och ett instrument (styrräntan). Fokus för penningpolitiken är att uppnå detta inflationsmål genom styrränteförändringar. Finanspolitiken innehåller tre huvudområden, fördelnings-, allokering- och stabiliseringspolitik. Mål inom dessa områden ska nås givet de finanspolitiska målen för den offentliga sektorns finanser. Utöver finans- och penningpolitiken spelar mikrotillsynen en viktig roll i detta sammanhang. Den syftar till att hantera risker i individuella finansiella institut eller att begränsa institutspecifik stress. Detta görs med hjälp av bl.a. nivåkrav som ställs på de finansiella institutens kapital och likviditet samt tillsyn av enskilda institut och deras hantering av olika risker. I en krissituation behövs därutöver en politik för krishantering i form av ett ramverk för hantering av bl.a. banker.

Figur 3: Schematisk skiss över kopplingen mellan olika politikområden



Källa: Egen skiss

Slutsatser och kommentarer

Finansiella kriser kan ha mycket påtagliga konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen och effekterna blir både omfattande och långvariga när banker, företag och hushåll avvecklar stora delar av de finansiella obalanser som byggts upp under lång tid. Kopplingen mellan de finansiella obalanserna och den reala ekonomins utveckling går huvudsakligen via aktörernas roller på kreditmarknaden. Bedömningen i rapporten är därför att den finansiella stabilitetspolitikens övergripande mål bör vara att stabilisera kreditmarknaden. Detta mål kan i sin tur delas upp i två delmål; att motverka uppbyggandet av finansiella obalanser hos banker (kreditutbud) respektive hushåll och företag (kreditefterfrågan). Politiken kan bedrivas genom användandet av strukturella men också cykliska instrument. Samtidigt är finansiella obalanser svåra att upptäcka och kan uppstå i många olika delar av ekonomin, varför ett brett perspektiv är nödvändigt i både analysen och genomförandet av politiken.

Analysen i rapporten visar dels att finansiell stabilitetspolitik har ett komplext förhållande till andra politikområden, dels att instrumenten är kraftfulla. Dessutom är politikområdet i sin linda och kunskaperna är därför begränsade. Detta talar sammantaget för en försiktig användning av instrumenten, framförallt de cykliska. I utgångsläget bör därför de cykliska instrumenten begränsas till att endast omfatta de kontracykliska kapitalbuffertarna. I takt med att kunskapen om och erfarenheten av instrument och indikatorer ökar kan denna försiktiga hållning omprövas.

1 Inledning

Historien visar med all önskvärd tydlighet att finansiella kriser kan ha mycket stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen, såväl på kort som på lång sikt. Den globala finanskrisen och Japans utveckling efter sin 1990-talskris är två sentida och välkända exempel som bekräftar detta. I kölvattnet av den senaste krisen har många aktörer återigen diskuterat vad som kan göras för att motverka att finansiella kriser uppstår.⁶ Detta har resulterat i framväxten av ett nytt politikområde, som har som syfte att motverka att finansiella obalanser uppstår. Denna rapport syftar till att (i) förtydliga motiven bakom de mål och den breda syn på politikområdet som förordas, (ii) diskutera vilka indikatorer som ska användas i analysen, (iii) strukturera och diskutera de instrument som kan användas för att uppnå målen samt (iv) diskutera vilken effekt olika instrument får på den reala ekonomin.

Rapporten syftar i första hand till att förbättra det politiska beslutsunderlaget i olika avseenden, även om det i rapporten också görs bedömningar som sammanfattas i respektive kapitelns slutavsnitt. Vilken vikt som ska tillmätas olika motiv för de möjliga målen, hur de ska formuleras, vilken ställning de ska ha, hur de ska uppnås samt hur det ska följas upp, är i slutändan frågor som kräver politiska överväganden.

⁶ En liknande diskussion finns även gällande hur uppkomna kriser ska hanteras, något denna rapport inte behandlar. Rapporten behandlar heller inte huruvida en förebyggande politik lönar sig i termer av en cost/benefit-analys i steady state, däremot görs beräkningar av politikens kostnader på kort sikt (avsnitt 6.3.3).

Men oavsett hur dessa överväganden kan komma att se ut är det först nödvändigt att ha en så klar uppfattning som möjligt om vad det är som inte har fungerat och därmed har bidragit till krisen, för att på så sätt ha en utgångspunkt för diskussionen kring vilka åtgärder som bör vidtas. Genom att beskriva problemen och förklara varför de uppstår, blir det också möjligt att använda analysen för att formulera tydliga mål för politiken.

Det finns tre huvudsakliga problemområden ur ett samhällsekonomiskt perspektiv. De två första är kreditutbud och kreditefterfrågan, det tredje är likviditet på de finansiella marknaderna. Utgångspunkten för analysen i denna rapport är att den reala ekonomin ibland utvecklas mycket svagt beroende på att hushåll och företag får finansiella problem. Ibland beror dessa problem på finansiella obalanser hos dem själva och ibland beror problemen på finansiella obalanser hos bankerna, eller på både och. För att motverka uppbyggnad av sådana obalanser hos banker, företag och hushåll beskriver denna rapport ett möjligt ramverk för detta nya politikområde. I rapporten används benämningen finansiell stabilitetspolitik för att markera att den syftar till att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser hos såväl banker som företag och hushåll.⁷

Rapporten är disponerad enligt följande: I kapitel 2 beskrivs framväxten av detta nya politikområde samt dess förhållande till övriga ekonomiska politikområden. Kapitel 3 innehåller en genomgång av den befintliga litteraturen på området, medan kapitel 4 identifierar problemen som politiken ska adressera, deras koppling till den reala ekonomin samt hur ett mål för politikområdet kan formuleras. Kapitel 5 identifierar ett antal centrala indikatorer som kan fungera som stöd i analysen. Kapitel 6 analyserar vilka instrument som kan användas för att nå de uppsatta målen samt uppskattar vilken effekt dessa instrument skulle ha på relevanta finansiella variabler samt på

⁷ Makrotillsynspolitik är en annan och smalare definition som återfinns i litteraturen. Syftet med denna politik skulle primärt vara att stärka, skydda och stabilisera banksystemet, och därigenom endast kreditutbudet, genom förbättrad tillsyn.

den reala ekonomin. Rapporten avslutas med slutsatser och kommentarer i kapitel 7.

2 Ett nytt politikområde växer fram

I kölvattnet av finanskrisen har det förts en internationell debatt om vad som kan göras för att motverka uppkomsten av finansiella kriser. Såväl debatten som frågans dignitet gör att man kan tala om att det växer fram ett nytt politikområde med syfte att motverka att finansiella obalanser uppstår. Som den utdragna finanskrisen har illustrerat har de finansiella obalanser som byggts upp, och under dramatiska former delvis avvecklats, haft omfattande återverkningar på den reala ekonomin. Det är därför viktigt att kartlägga och analysera olika orsakssamband och, inte minst, hur samspelen ser ut mellan det nya politikområdet och den traditionella ekonomiska politiken. Detta dels för att kunna begränsa eventuella konflikter mellan olika politikområden, dels för att dra nytta av ömsesidigt förstärkande effekter. Behovet av samspel är uppenbart i krishantering men finns även för den förebyggande politiken.

Detta kapitel inleds med avsnitt 2.1 som kortfattat beskriver de huvudsakliga ekonomisk-politiska områdena. Avsnitt 2.2 beskriver sedan de viktigaste lärdomarna från finanskrisen samt tidigare svenska erfarenheter och ger tillsammans med avsnitt 2.1 bakgrunden till framväxten av det nya politikområdet. Avsnitt 2.3 sätter in det nya politikområdet i ett bredare sammanhang och beskriver kortfattat såväl dess förutsättningar som dess relation till de övriga ekonomisk-politiska områdena.

2.1 De huvudsakliga politikområdena innan krisen

Den generella beskrivningen i detta avsnitt avser att återge huvuddragen i det ekonomiskpolitiska ramverk som gällde i ett stort flertal av de utvecklade ekonomierna före krisen. Avsnittet är skrivet tillbakablickande, men beskrivningen gäller i stora drag fortfarande.⁸

Det finns sedan tidigare två centrala politikområden inom den makroekonomiska politiken: penningpolitik och finanspolitik. Därutöver finns det också regelverk som syftar till att hantera risker i individuella finansiella institut genom finansiell tillsyn, s.k. mikrotillsyn.

Före krisen var *penningpolitiken* inriktad på ett mål (inflation) och ett instrument (styrräntan). Fokus för penningpolitiken var att uppnå detta mer eller mindre explicita inflationsmål samt att påverka inflationsförväntningarna, genom styrränteförändringar och genom att kommunicera sin syn på den framtida penningpolitiken, t.ex. genom en publicering av styrräntebanan. Penningpolitiken antogs få genomslag genom sin påverkan på de korta marknadsräntorna och tillgångspriserna. Styrräntan förutsattes dessutom ha en i princip omedelbar effekt på de korta marknadsräntorna. De längre räntorna antogs också förändras men med en tidsfördröjning. En penningpolitisk åtstramning, dvs. en höjning av centralbankens styrränta antogs leda till att marknadsräntorna stiger, vilket gör att bankernas finansieringskostnad ökar då det blir dyrare för dem att låna. Denna ökade kostnad för bankerna leder till att de i sin tur höjer de utlåningsräntor som hushåll och företag möter lika mycket. Detta innebär att penningpolitiken tidigare i princip antog att skillnaderna mellan utlåningsräntor och marknadsräntor förblev oförändrade. När marknadsräntorna och utlåningsräntorna stiger ökar hushållen sitt sparande och minskar sin konsumtion. Företagen reagerar på motsvarande sätt, vilket leder till att de minskar sina investeringar.

⁸ Se t.ex. Blanchard m.fl. (2010) för en utförligare beskrivning.

Det fanns också en konsensus i den makroekonomiska litteraturen att penningpolitik ska användas för att stabilisera ekonomin i ett flexibelt växelkurssystem medan *finanspolitiken* ska inriktas på fördelning, allokering och stabilisering, med klara finanspolitiska mål för den offentliga sektorns finanser.⁹ I Sverige infördes bl.a. ny budgetprocess, överskottsmål, utgiftstak samt kommunalt balanskrav. Därutöver gavs de automatiska stabilisatorer en större vikt eftersom de inte ansågs stå i konflikt med det övergripande målet. Med finanspolitik åsyftades åtgärder som inbegriper en effekt på den offentliga sektorns finansiella sparande. Finanspolitiken definieras i regel som expansiv om det s.k. primära konjunkturjusterade sparandet som andel av potentiell BNP minskar, och omvänt åtstramande om det ökar.¹⁰ I allmänhet används begreppet ”finanspolitik”, s.k. diskretionär finanspolitik, för att beskriva förändringar i det offentligfinansiella sparandet som inte är beroende av förändringar i bidraget från de automatiska och de semi-automatiska stabilisatorerna. Dessa två sorters stabilisatorer fångar upp förändringar i skatteintäkter och utgifter som inte är beroende av den ekonomiska aktiviteten. Skillnaden mellan diskretionär och semi-automatisk finanspolitik är att de semi-automatiska åtgärderna är förutsägbara och vidtas regelmässigt under förloppet av en konjunkturcykel. Hit räknas exempelvis vissa arbetsmarknadspolitiska åtgärder. Skillnaden mellan automatiska och semi-automatiska åtgärder är att de semi-automatiska åtgärderna följer av politiska beslut och inte bygger på en rättighetslagstiftning.

Innan finanskrisen 2008 fokuserade det regelverk som styr de finansiella institutionerna främst på *mikrotillsyn*, dvs. det syftade till att hantera risker i individuella finansiella institut eller att begränsa institutspecifik stress. Detta gjordes med hjälp av bl.a.

⁹ I ett fast växelkurssystem har penningpolitiken inte samma möjlighet att stabilisera ekonomin. Därför får finanspolitiken även axla ansvaret för stabiliseringspolitiken.

¹⁰ Såväl EU, IMF som OECD är eniga om denna definition. Det konjunkturjusterade sparandet är det offentligfinansiella sparandet som skulle uppkomma om ekonomin var i konjunkturell balans, dvs. vid fullt resursutnyttjande.

nivåkrav som ställs på de finansiella institutens kapital och likviditet och med tillsyn av enskilda institut och deras hantering av olika risker (såsom kreditrisk, marknadsrisk, operativ risk m.m.). Målet för detta politikområde var främst konsumentskydd även om de så småningom fick en mer uttalad uppgift att verka för finansiell stabilitet. De risker som påverkade de finansiella instituten behandlades exogent vilket innebär att risker skulle hanteras på ett effektivt sätt på de finansiella instituten.

Ovanstående beskrivning av politikområdena penningpolitik, finanspolitik och mikrotillsyn gäller i stora drag fortfarande, men för krishantering är det annorlunda då den precis som den förebyggande politiken är föremål för omvandling på ett mer påtagligt och omfattande sätt än de traditionella ekonomisk-politiska områdena. I en krissituation behövs, utöver de ovan beskrivna politikområdena, en *politik för krishantering* i form av ett ramverk för hantering av bl.a. banker. I detta avseende fanns och finns det stora skillnader mellan länder, men pågående arbeten har bl.a. som mål att förbättra och harmonisera krishanteringsramverken i olika länder. Ett exempel på detta är det direktivförslag som Europeiska Kommissionen presenterade den 6 juni 2012 till EU-ramverk för hantering av finansiella institut i en krissituation. Direktivet handlar om att säkerställa att myndigheter har verktyg för att avveckla institut på ett sätt som minimerar spridningsrisker och samtidigt bibehåller tillgången på grundläggande finansiella tjänster. Aktieägarna, åtminstone vissa borgenärer och bankindustrin i stort – genom någon form av stabilitetsfond – ska bära kostnaderna för ett eventuellt omhändertagande av en bank i kris. På så sätt ska incitamenten för ett överdrivet risktagande, s.k. moral hazard, minskas. Det handlar bl.a. om åtgärder inom följande områden: förberedande och förebyggande åtgärder, åtgärder för tidigt ingripande, avvecklingsåtgärder, samordning av gränsöverskridande krishantering, finansiering av kostnaderna för avveckling och sanktioner.

Beskrivningen ovan av de ekonomisk politiska områdena gäller visserligen fortfarande men finanskrisen har resulterat i en omfattande debatt om behovet av en ny förebyggande politik för att förstärka de traditionella ekonomiskpolitiska områdena.

2.2 Lärdomar från finanskrisen

Blanchard m.fl. (2010) menar att den globala ekonomiska miljön åren före krisen – med låga räntor, låg och relativt stabil inflation samt hög och relativt stabil tillväxt – invaggade makroekonomer och beslutsfattare i falsk trygghet.¹¹ Det fanns en konsensus kring ramverket för den ekonomiska politiken som ansågs vara optimal, pragmatisk och effektiv. Författarna konstaterar att krisen har medfört ett utbrett ifrågasättande av gamla sanningar och resultatet har blivit en diskussion gällande hur ramverket för den ekonomiska politiken bör reformeras för att inte hamna i samma situation som under den globala krisen. Av den breda diskussion som Blanchard m.fl. (2010) för är deras observationer kring de finansiella marknaderna och regleringarna av speciellt intresse.

Blanchard m.fl. (2010) menar att tiden före krisen kännetecknades av avregleringar av de finansiella marknaderna, och att all politisk inblandning på fungerande kreditmarknader ansågs icke-optimal. Finansiell reglering ansågs inte heller vara en del av den makroekonomiska politiken under denna period. Regleringar skulle enbart inrikta sig på enskilda finansiella institut och säkerställa att de hade god motståndskraft. En anledning till detta var att finansiella intermediärer inte ansågs ha någon funktion för den penningpolitiska transmissionsmekanismen (se avsnitt 2.1). Finansiell reglering inriktades istället på att korrigera marknadsmislyckanden som härrör från asymmetrisk information och andra brister som uppstår pga. de implicita eller explicita statliga garantierna.

¹¹ Se även Pain och Röhn (2011) för en beskrivning av lärdomar från finanskrisen.

Blanchard m.fl. (2010) sammanfattar det med att konstatera att systemriskerna och procyklikalitet förknippade med bankverksamhet i princip ignorerades i de utvecklade ekonomierna.

Krisen visade att det är högst tveksamt att behandla skillnaden mellan reporäntan och utlåningsräntan som såväl liten som fast. Det här innebär att hälsotillståndet hos de finansiella intermedierarna är viktiga.

Att finanskrisen ledde till krav på ett ramverk för finansiell stabilitetspolitik är till stor del en följd av att regleringen och tillsynen på många håll varit alltför inriktad på hälsotillståndet i enskilda institut, och haft för lite fokus på exempelvis kreditexpansionen i ekonomin och på länkarna mellan olika institut i det finansiella systemet. Framför allt har den finansiella tillsynen inte i tillräckligt hög grad tagit hänsyn till riskerna för omfattande spridning av finansiella problem till följd av de finansiella institutens betydande exponeringar mot varandra och deras ofta likartade exponeringar. Tillsynsarrangemangen avspeglade inte heller i tillräckligt hög grad finanssektorns ökade internationalisering. De senaste decennierna har de finansiella marknaderna blivit alltmer sammanlänkade. Samtidigt bedrevs tillsynen huvudsakligen fortfarande utifrån nationella mandat och fokuserade på företagen inom den egna jurisdiktionen. Blanchard m.fl. (2010) konstaterar följaktligen att tillsynen därför saknade den nödvändiga överblicken.

Den centrala frågan som Blanchard m.fl. (2010) lyfter fram är hur ramverket för den ekonomiska politiken kan ändras och reformeras för att hantera de problem som observerats.

I Sverige ledde bankkrisen i början av 1990-talet och den globala finanskrisen till ett omfattande reformarbete. En direkt konsekvens av 1990-talskrisen var att det finanspolitiska ramverket i Sverige reformerades i grunden, med syfte att göra finanspolitiken långsiktigt hållbar. Genom överskotts målet, utgiftstaket, det kommunala balanskravet och en stram budgetprocess säkerställs att det finns ett offentligfinansiellt utrymme att påverka efterfrågan vid t.ex. störningar i delar av

finansmarknaden. Ramverkets utformning och funktionssätt i sig kan således i hög grad anses bidra till den finansiella stabiliteten.¹²

I samband med att det finanspolitiska ramverket reformerades gjordes även en översyn av det penningpolitiska ramverket. Riksbanken blev oberoende och fick till uppgift att verka för prisstabilitet med hänsyn tagen till den realekonomiska utvecklingen. Riksbanken fick också till uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende och att agera som *lender of last resort* i samband med en kris på de finansiella marknaderna.

Efter den svenska bankkrisen i början av 1990-talet såg Finansdepartementet bl.a. över rörelsereglerna för bankverksamhet, Finansinspektionen fick utöver sitt konsumentskyddsuppdrag också uppgiften att ”arbeta för ett stabilt och väl fungerande finansiellt system”. Både Riksbanken och Finansinspektionen har sedan 1990-talet publicerat stabilitetsrapporter.

Behovet att samordna insatserna för att främja stabiliteten i det finansiella systemet har blivit tydligare, och sedan 1990-talet har samarbetet mellan myndigheterna utvecklats. Det finns sedan ett antal år tillbaka en överenskommelse mellan Riksbanken, Finansinspektionen och Finansdepartementet om att samarbeta och utväxla information i frågor som rör finansiell stabilitet och krishantering. Sedan Riksgäldskontoret utsågs till stödmyndighet 2008 omfattas även denna myndighet av samarbetsöverenskommelsen. Sedan 2012 har Riksbanken och Finansinspektionen ett samverkansråd för att förebygga risker för det finansiella systemet.

Som en direkt konsekvens av den globala krisen är Regeringen, Finansinspektionen och Riksbanken överens om att införa högre kapitalkrav för de svenska storbankerna än de

¹² Detta är också i linje med det som Blanchard m.fl. (2010) föreslår.

minimnivåer som överenskommits på global nivå i det s.k. Basel 3-regelverket.¹³

2.3 Komplexa förhållanden mellan politikområdena

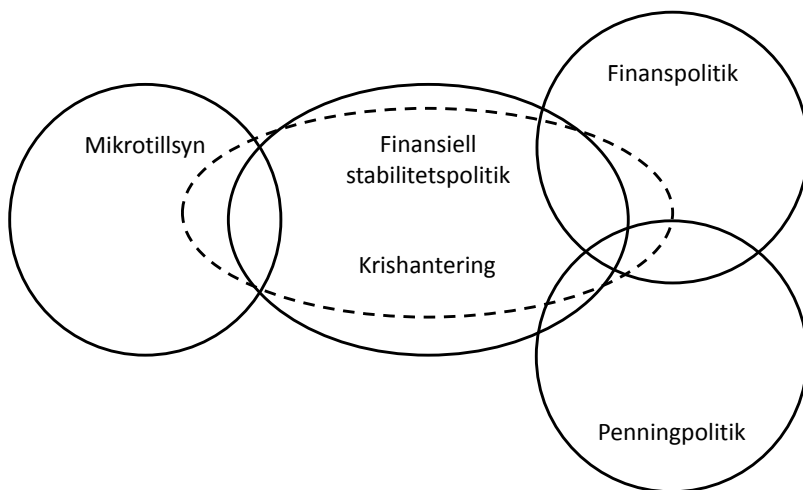
Definitionen av det nya politikområdet spelar stor roll för dess förhållande till övriga politikområden. Sedan cirka 10 år tillbaka finns en växande forskningslitteratur och policydiskussion kring begreppet makrotillsynspolitik. Litteraturen inom området har utvecklats i två huvudfåror. Den första och bredare fåran beskriver en *makrotillsynspolitik med ett snävare mål*. Syftet med denna politik är primärt att stärka, skydda och stabilisera banksystemet, och därigenom, kreditutbudet, genom förbättrad tillsyn, utan att explicit ta hänsyn till interaktionen med konjunkturcykeln och den ekonomiska politiken i stort. Den andra och smalare fåran beskriver en *makrotillsynspolitik med ett bredare mål*, vars syfte är att motverka finansiella obalanser hos såväl banker som hushåll och företag. En viktig aspekt av en politik med ett bredare mål – här kallad finansiell stabilitetspolitik – är att dess interaktion med finanspolitiken, mikrotillsynen och penningpolitiken är mer komplex än i fallet med en snävare definition av politikområdet.¹⁴ Givet att ett bredare perspektiv förordas är det därför viktigt att beskriva hur kopplingarna mellan de olika politikområdena ser ut. Dels för att kunna begränsa eventuella konflikter mellan olika politikområden, dels för att dra nytta av ömsesidigt förstärkande effekter, se figur 2.1. Avsnittet är tänkt att illustrera, utan att på något sätt vara uttömmande, att förutsättningarna för den finansiella stabilitetspolitiken i väldigt hög grad bestäms av

¹³ De svenska storbankerna kommer att ha kärnprimärkapital på minst 12 procent av riskvägda tillgångar 2015. Se också Riksbanken (2010b).

¹⁴ Utöver den generella måldefinitionen beror kopplingen också på vilka instrument som används, vilket diskuteras mer utförligt i avsnitt 6.2.

utformningen av den övriga ekonomiska politiken, och vice versa.

Figur 2.1: En schematisk skiss över kopplingen mellan olika politikområden



Källa: Egen skiss

Kopplingen mellan mikrotillsyn och finansiell stabilitetspolitik

En viktig lärdom från krisen som nämndes i avsnitt 2.2 var att det regelverk som fanns på plats innan finanskrisen 2008 främst fokuserade på mikrotillsyn, dvs. syftade till att hantera risker i individuella finansiella institut. Finansiell stabilitetspolitik syftar till att hantera risker i hela finansiella systemet. Skiljelinjen mellan mikrotillsyn och finansiell stabilitetspolitik kan dock vara något oklar. Som det framgick från avsnitt 2.1 omfattar mikrotillsyn de åtgärder som används för att hantera institutspecifika risker och investerarskydd. Den delen av den

finansiella stabilitetspolitiken som rör bankerna, å andra sidan, omfattar de åtgärder som används för att hantera systemrisk. Systemperspektivet är viktigt i finansiell stabilitetspolitik, eftersom åtgärder som i ett mikroperspektiv bedöms vara lämpliga för enskilda institut kollektivt kan leda till eller förstärka finansiella obalanser. Finansiell stabilitetspolitik och mikrotillsyn är dock ömsesidigt beroende av varandra. Utöver det ömsesidiga beroendet mellan finansiell stabilitetspolitik och mikrotillsyn är flera av de instrument som tillämpas inom mikrotillsyn sådana som även kan tillämpas inom den finansiella stabilitetspolitiken. Detta gäller specifikt kapitaltäckningsregelverket enligt Capital Requirements Directive 4 (CRD 4). Exempel på sådana instrument är vissa kapitalkrav, samt likviditetskrav och systemriskbuffert.¹⁵

Kopplingen mellan penningpolitik och finansiell stabilitetspolitik

Många beskriver det som att det finns en naturlig och viktig koppling mellan det som traditionellt brukar betraktas som penningpolitik respektive finansiell stabilitet. Ett illustrativt exempel är den före detta vice riksbankschefen Lars E.O. Svenssons uttalande:

”Penningpolitiken påverkar den realekonomiska utvecklingen och därmed lönsamhet, tillgångspriser, balansräkningar och kreditförluster, vilket innebär att den indirekt även påverkar den finansiella stabiliteten. Politiken för finansiell stabilitet i form av krav på tillräckligt kapital och tillräckliga buffertar har en direkt inverkan på räntemarginaler och ränteskillnader, utlåning och andra aspekter på de finansiella förhållandena, samt på penningpolitikens transmissionsmekanism. Penningpolitiken bör därför i regel ta hänsyn till hur politiken för finansiell stabilitet bedrivs och politiken för finansiell stabilitet ta

¹⁵ Se nästa kapitel för en närmare beskrivning av olika instrument.

hänsyn till hur penningpolitiken bedrivs. Det är ungefär samma sak som att penningpolitiken bör ta hänsyn till hur finanspolitiken bedrivs och vice versa.¹⁶

IMF (2013a och b) betonar att penningpolitik främst bör användas för att balansera efterfrågeobalanser, medan finansiell stabilitetspolitik i första hand bör användas för att begränsa incitamenten för överdrivet risktagande. De menar att om finansiell stabilitetspolitik lyckas att framgångsrikt motverka alla hot mot den finansiella stabiliteten kan penningpolitiken inriktas på att stabilisera priserna och BNP. Trots denna tudelning betonar IMF vikten av att alla politikområden kompenserar för de negativa biverkningarna som kan komma från andra politikområden.

En fråga som diskuterats i litteraturen är om penningpolitik kan användas för att förbättra likviditeten på de finansiella marknaderna. Blanchard m.fl. (2010) konstaterar att penningpolitik kan vara ett trubbigt instrument även om styrräntan påverkar likviditeten på marknaden. Anledningen är att priset man får betala för att motverka t.ex. husprisbubblor och överdriven kredittillväxt är att BNP-gapet blir större när styrräntan höjs. De förordar istället finansiell stabilitetspolitik som inte har samma effekt på BNP-gapet. Den globala finanskrisen har samtidigt tvingat centralbankerna att omdefiniera och utvidga sin traditionella roll som "lender of last resort". Under krisen utökade centralbankerna sina likviditetstöd till andra finansiella institutioner utöver de som har inlåningsverksamhet. Vidare gjorde de direkta ingrepp (med inköp) eller indirekta ingrepp (genom godkännande av tillgångarna som säkerhet) på tillgångsmarknaderna.¹⁷ Blanchard m.fl. (2010) argumenterar för att denna politik även skulle kunna föras under mer normala tider och inte bara i en krissituation. Sammantaget innebär detta att såväl den

¹⁶ Svensson (2012).

¹⁷ Becker (2012) och Bryant m.fl. (2012) för också en diskussion i vilken grad penningpolitik bör ta hänsyn till finansiell stabilitet.

konventionella som den okonventionella penningpolitiken kan skapa viktiga förutsättningar för marknadslikviditet och finansiell stabilitet.

Kopplingen mellan finanspolitik och finansiell stabilitetspolitik

Även finanspolitiken kan skapa viktiga förutsättningar för finansiell stabilitet. En viktig lärdom från den globala finanskrisen är behovet att säkerställa ett offentligfinansiellt utrymme för att möjliggöra expansiv finanspolitik när detta behövs. Genom överskottsmålet, utgiftstaket, det kommunala balanskravet och en stram budgetprocess säkerställs att det finns ett offentligfinansiellt utrymme att påverka efterfrågan vid t.ex. störningar i delar av finansmarknaden. Ramverkets utformning och funktionssätt i sig kan alltså anses bidra till den finansiella stabiliteten. Samtidigt vidtas finanspolitiska åtgärder för att nå de övergripande finanspolitiska målen (såsom ekonomisk effektivitet, fördelningspolitiska mål mm.) och skapar därigenom grundläggande förutsättningar för finansiell stabilitet, vilket en politik för finansiell stabilitet måste förhålla sig till.¹⁸ Samtidigt skulle dessa mer traditionella finanspolitiska instrument som vanligtvis har ett annat mål, också kunna användas i en krissituation i syfte att stabilisera det finansiella systemet, om de instrument som den finansiella stabilitetspolitiken har till sitt förfogande inte skulle vara tillräckliga.

Den ökade fokuseringen på finansiell stabilitetspolitik innebär inte att ingen hänsyn ska tas till strukturella faktorer av betydelse för den finansiella stabiliteten. Finanspolitiken kan nämligen också förbättra ekonomins funktionssätt genom olika strukturella åtgärder, t.ex. riktade mot bostadsägande,

¹⁸ Såväl forskningslitteraturen som den ekonomiska historien innehåller en rad exempel på utmaningar för en förebyggande politik. Ett exempel är avregleringar av de finansiella marknaderna vilket bidrar till ökad efterfrågan på krediter, oftast i en uppgångsfas, vilket t.ex. var fallet under 1980-talet i Sverige. Ett annat exempel är t.ex. ROT-avdraget som infördes 2009, vilket bidrog till att hålla uppe kreditefterfrågan under finanskrisen.

kreditefterfrågan, sparande, även om effekterna på den finansiella stabiliteten normalt sett inte är det primära målet för åtgärderna. Det kan också handla om kreditgarantier och program för skuldsanering mm. En annan viktig strukturell faktor som huvudsakligen ligger inom finanspolitiken är betydelsen av klara och tydliga krishanteringsinstrument. Dessa syftar till att säkerställa att myndigheter har trovärdiga verktyg för att avveckla institut på ett sätt som minimerar spridningsrisker och samtidigt bibehåller tillgången på grundläggande finansiella tjänster. I en krissituation samverkar krishanteringsinstrument tillsammans med annan ekonomisk politik för att motverka den negativa effekten som en kris medför (se figur 2.1).

Kopplingen mellan krishantering, finansiell stabilitetspolitik och andra politikområden

Hur samspelet mellan den finansiella stabilitetspolitiken och den traditionella ekonomiska politiken ser ut blir än viktigare i en krissituation. Dels för att kunna begränsa eventuella konflikter mellan olika politikområden, dels för att dra nytta av ömsesidigt förstärkande effekter. När banker avvecklas i en krissituation uppstår ett negativt tryck på ekonomin via olika transmissionskanaler. I en sådan situation bör den övriga ekonomiska politiken användas på ett ansvarsfullt sätt för att motverka effekterna av själva krishantering. Samtidigt kan behovet av en akut krishantering minska om all annan ekonomisk politik används för att motverka att en krissituation uppstår. Det är värt att poängtera att även om det finns instrument som är specifika för krishantering (t.ex. regler för avveckling av institut), kommer krishantering att innebära användning av flera av de instrument som är en del av finans- och penningpolitiken samt mikrotillsynen och den finansiella stabilitetspolitiken.

Sammanfattningsvis visar resonemangen ovan att det finns klara kopplingar mellan alla politikområden. Mikrotillsynen ställer nivåkrav på kapital och likviditet vilka har en direkt effekt på hur robust den finansiella stabilitetspolitiken blir. Högre krav på enskilda institut medför mer kapital och likviditet, vilket minskar behovet av en aktivistisk finansiell stabilitetspolitik. En penningpolitik och finanspolitik som också verkar för att minska obalanser som uppkommer medför också ett mindre behov av finansiell stabilitetspolitik. Det omvända förhållandet gäller också. Finansiell stabilitetspolitik kan inte ersätta svag mikrotillsyn eller svag makroekonomisk politik. En stark reglering och en effektiv tillsyn av enskilda institut är nödvändiga förutsättningar för en effektiv finansiell stabilitetspolitik. Den löpande finansiella stabilitetspolitiken bör alltså utformas med beaktande av den övriga makroekonomiska politiken, och vice versa. I en akut krissituation blir behovet av samordning oftast tydligare när all ekonomisk politik används för att motverka effekten av en kris.

3 Litteraturgenomgång

Som nämndes i avsnitt 2.3 har litteraturen utvecklats i två huvudfåror. Den första och bredare fåran beskriver en *makrotillsynspolitik med ett snävare mål*. Syftet med denna politik skulle primärt vara att stärka, skydda och stabilisera banksystemet genom förbättrad tillsyn. Den andra och smalare fåran beskriver en *makrotillsynspolitik med ett bredare mål*, där även hushållen och företagen adresseras. Denna ansats förespråkas i denna rapport. Men för ökad tydlighet förordas benämningen *finansiell stabilitetspolitik*, då politikområdet enligt denna definition omfattar mer än tillsyn. I litteraturgenomgången i detta kapitel används den etikett som är mest förekommande i litteraturen, nämligen makrotillsynspolitik, medan resten av rapporten använder etiketten ”finansiell stabilitetspolitik”.

Den akademiska litteraturen som beskriver makrotillsynspolitik är av förklarliga skäl knapphändig jämfört med t.ex. den penningpolitiska litteraturen och inte alltid samstämmig. En mycket bra ingång till den senaste forskningen inom området ges dock av sex uppsatser.¹⁹ I detta kapitel görs en genomgång av den akademiska litteraturen kring målen, instrumenten och effekten av makrotillsynspolitik.

¹⁹ Longworth (2011), BIS (2010), IMF (2011), Galati och Moessner (2011), Borio (2011) och Sutherland och Hoeller (2012) tillhandahåller en översikt av tidigare publicerade forskningsresultat. Genomgången av litteraturen visar att majoriteten av den forskning som hänvisas till är forskning som främst bedrivits på olika centralbanker och andra institutioner med nära koppling till centralbanksvärlden. Mot bakgrund av att den stora tillväxten i litteraturen är av sent datum är det inte förvånande att många uppsatser är icke-publicerade policyuppsatser.

3.1 Mål för politiken

I likhet med både penning- och finanspolitiken har även makrotillsynspolitik en stabiliseringspolitisk dimension och en strukturpolitisk dimension.

Stabiliseringspolitisk dimension

Finansiella obalanser byggs i princip endast upp under en högkonjunktur. I goda tider tenderar nämligen olika aktörer i ekonomin underskatta risk och överinvestera i olika tillgångar. Dessa överinvesteringar finansieras med och drivs av krediter. Kreditcykeln är i detta fall i en uppåtgående fas. I dåliga tider, händer det omvända. Samma aktörer blir mindre riskbenägna och ovilliga att investera. I extremfallet kan detta resultera i en kreditåtstramning, där bankerna håller inne krediter för nya investeringar.²⁰ Detta kallas för ”tidsdimensionen av systemrisk” i litteraturen.

För att aktivt kunna styra kredit- och priscykler krävs att olika instrument tillämpas cykliskt, det vill säga att de varieras

²⁰ Brunnermeier m.fl. (2009), Shin (2010), och Hanson m.fl. (2011), bland andra, motiverar varför det är nödvändigt att vidta makrotillsynspolitik. I korthet argumenterar de för att de finansiella instituten inte tar tillräcklig hänsyn till spridningseffekterna av sitt beteende på det finansiella systemet och den reala ekonomin. Underprissättning av risk, flockbeteende och ”moral hazard” i kombination med implicita skyddsnet kan över tiden leda till finansiella obalanser. När obalanserna korrigeras fortplantar sig olika chocker snabbt genom det finansiella systemet på grund av de sammankopplingar som finns mellan olika finansiella institut. Snabba försäljningar av tillgångar (fire sale) är en annan negativ extern effekt som leder till att tillgångspriserna faller än mer och påverkar andra institutioner med liknande tillgångar (t.ex. Kashyap, Berner och Goodhart, 2011). Dessutom får de finansiella instituten mycket svårare att rulla över sin korta interbankfinansiering (Perotti och Suarez, 2009). Det viktiga i slutändan är kanske inte kommen eller tillgångsprisbubblan i sig själv, men snarare om boomen finansierats med kredit hos belånade institut (Crowe m.fl., 2011). I ekonomiska skattningar har det visat sig att det bara är kredittillväxten som har prognosförmåga för att förklara finansiell stress i de flesta länder (Slingenberg och De Haan 2011). Claessens, Kose och Terrones (2011) har visat att recessioner kan bli både djupare och längre om dessa beror på att tillgångsbubblor har spruckit med efterföljande följdverkningar på kreditmarknaden. De Nicolò m.fl. (2012) tillhandahåller en bra genomgång av olika externa effekter och hur makrotillsynspolitik kan användas för att rätta till dessa.

över tid. Motåtgärder sätts in i en uppgångsfas för att dämpa en viss utveckling och dras tillbaka i en nedgångsfas för att stimulera marknaden. Det här innebär att en cyklisk makrotillsynspolitik kan användas för att hindra eller lindra uppbyggnaden av finansiella obalanser på ett tidigt stadium. Exempelvis kan de minikrav som idag ställs på de finansiella instituten kompletteras med en kontracyklisk faktor.

När det gäller stabiliseringspolitiken visade krisen att penningpolitiken inte klarade att på egen hand stabilisera ekonomin och alla de obalanser som finns i en ekonomi. Makrotillsynspolitik kan komplettera den förda penningpolitiken för att på så sätt motverka uppbyggnaden av olika obalanser som har potential att få en negativ effekt på ekonomin om dessa obalanser korrigeras snabbt i en lågkonjunktur. Men de flesta instrument som är aktuella för att bedriva en framgångsrik makrotillsynspolitik är i grunden olika regleringar som utformas kontracykliskt för att uppnå de uppsatta målen. Makrotillsynspolitik använder alltså dessa tidsvarierande instrument i förebyggande syfte för att motverka uppkomsten av finansiella obalanser.

Strukturpolitisk dimension

När det gäller strukturpolitiken visade krisen att det fanns en hel del tillkortakommanden. En viktig lärdom från finanskrisen var att mikrotillsynen av de finansiella instituten med regleringar av enskilda finansiella institut, med syftet att skapa enskilda motståndskraftiga banker, inte är tillräcklig för att säkerställa att det finansiella systemet i sin helhet blir motståndskraftigt. Anledningen är att problem i ett finansiellt institut snabbt kan fortplanta sig till andra finansiella institut. Den traditionella mikrotillsynen tar inte hänsyn till att de finansiella instituten är sammankopplade och att det finns en spridningseffekt. Denna spridningseffekt är ett exempel av det som i litteraturen kallas

för ”tvärsnittsdimensionen av systemrisk”.²¹ Det finns både direkta och indirekta sammankopplingar mellan de finansiella instituten. Ett exempel på direkta sammankopplingar är de exponeringar som de finansiella instituten har mot varandra på interbankmarknaden. Motpartsexponeringar (till exempel genom bilateral derivathandel) är ett annat exempel. Ett exempel på en indirekt sammankoppling är att de finansiella instituten väljer att investera i samma tillgångsslag, såsom bolån. Det här innebär att de kommer att drabbas samtidigt av en husprischock.

En separation av ”retail banking” från ”investment banking”, olika avgifter och påslag för systemviktiga finansinstitut, insättningsgarantisystemet, reformer av finansiella infrastrukturen (till exempel central motpartsclearing och bruttoavveckling i realtid) är andra exempel på strukturella makrotillsynsåtgärder som påverkat strukturen i det finansiella systemet.

Vilken dimension ska politiken hantera?

Det finns ingen konsensus inom litteraturen om makrotillsynspolitik ska hantera både de stabiliseringspolitiska och strukturpolitiska problemen. Longworth (2011) menar t.ex. att makrotillsynspolitik bara ska inrikta sig på de stabiliseringspolitiska problemen genom att med kontracykliska åtgärder motverka uppbyggnaden av obalanser i en uppgångsfas. Det här innebär att makrotillsynspolitik bara ska hantera det som i litteraturen kallas för ”tidsdimensionen av systemrisk”. Longworth (2011) menar att många av de strukturella reformer som tar sikte på tvärsnittsdimensionen är av engångskaraktär (t.ex. ett beslut tas att man ska ha en enda central motpartsclearing). Schoenmaker och Wierds (2011) menar att

²¹ ”Moral hazard” och ”adverse selection” är andra negativa externa effekter som följer av strukturen och regelverken för det finansiella systemet. Ett utmärkt exempel på moral hazard är den implicita garantin för stora finansiella institutioner. Denna moral hazard kan leda till överdrivet risktagande. Ett annat exempel är kompensationsstrukturen som kan ge personalen incitament att ta överdrivna risker.

både de stabiliseringspolitiska liksom de strukturpolitiska problemen bör hanteras av makrotillsynspolitik (dvs. både tidsdimensionen och tvärsnittsdimensionen av systemrisker).

De cykliska och de strukturella dimensionerna är å andra sidan ömsesidig beroende av varandra. Shin (2010) visar att i en högkonjunktur resulterar en allt högre kredittillväxt att bankernas balansräkningar växer allt snabbare medan tillgången till stabil finansiering (såsom inlåning) inte växer i samma takt. Detta innebär i sin tur att bankerna måste förlita sig mer på bl.a. interbankfinansiering, vilket resulterar i en ökad sammankoppling mellan bankerna. Detta beror självfallet hur stora matchningsrisker som institutet har tagit på sig i utgångsläget.²²

Mål

Den stabiliseringspolitiska liksom den strukturpolitiska dimensionen är viktig för utformningen av målen för makrotillsynpolitiken. Drehmann m.fl. (2011) definierar tre olika typer av mål för makrotillsynspolitik.

- Ett mål kan vara att utjämna de reala konjunktursvängningarna, dvs. ett makroekonomiskt stabilitetsmål.
- Ett annat mål kan vara att utjämna de finansiella konjunktursvängningarna, dvs. ett finansiellt stabilitetsmål.
- Ett tredje mål kan vara att skydda banker från uppbyggnad av svagheter i det finansiella systemet, dvs. ett strukturellt mål med vissa stabilitetsinslag som syftar till att endast

²² Denna matchningsrisk syftar på att banken både lånar in och lånar ut på olika löptider. Ju mer löptiden på inlåningen och utlåningen skiljer sig åt desto större är matchningsrisken. Matchningsrisken är dock en naturlig del av bankverksamhet då den just bl.a. syftar till att omvandla kortsiktig inlåning och övrig finansiering till långsiktig utlåning. Problemet som kan uppstå är att den korta finansieringen snabbt kan upphöra i en situation med hög stress på de finansiella marknaderna, vilket innebär att banken på mycket kort varsel måste ersätta denna finansiering på annat håll.

förstärka bankernas balansräkningar i en uppgångsfas utan någon explicit hänsyn till effekterna på varken de reala eller finansiella konjunktursvängningarna. Drehmann m.fl. menar att det tredje målet är ett mer praktiskt och mindre ambitiöst mål för en politik för makrotillsyn.

Formuleringarna i Riksbanken (2012a) är representativa för litteraturen i stort och förtydligar synen på politikområdets mål:

”Slutmålet för makrotillsyn är stabilitet i det finansiella systemet (vilket i förlängningen gynnar utvecklingen i den reala ekonomin). Enligt Riksbankens definition innebär finansiell stabilitet att det finansiella systemet kan upprätthålla sina grundläggande funktioner och att det har motståndskraft mot störningar som hotar dessa funktioner. De grundläggande funktionerna som åsyftas är att förmedla betalningar, att omvandla sparande till finansiering och att hantera risker. Denna definition är internationellt sett tämligen vedertagen, även om den exakta ordalydelsen givetvis kan variera.”²³

Riksbanken (2012a) skriver vidare att det är två typer av systemrisk som kan hota slutmålet, nämligen de cykliska och de strukturella:

”Systemrisk är, som namnet antyder, risker som påverkar systemet som helhet. Mer precist avser vi risken för att det finansiella systemet ska drabbas av så allvarliga störningar att någon av dess grundläggande funktioner slås ut eller påverkas mycket negativt. Den cykliska dimensionen, eller tidsdimensionen, handlar om hur riskerna för systemet som helhet kan byggas upp över tiden, antingen genom finansiella aktörers samspel med varandra eller genom återkopplingar mellan det finansiella systemet och realekonomin. Den strukturella dimensionen, som även kallas tvärsnittsdimensionen, handlar om hur koncentrationen av risk och länkarna mellan olika delar av det finansiella systemet vid varje given tidpunkt påverkar risken för att en kris ska drabba systemet som helhet.”

²³ Se även Riksbanken (2012b), Nordh Berntsson och Molin (2012) och BIS (2010b).

Även Finanskriskommittén skriver i delbetänkandet Att förebygga och hantera finansiella kriser (SOU 2013:6) att

”Makrotillsynsarbetet innehåller flera moment. Vi bedömer att det främst handlar om att bygga upp kunskap om risker mot det finansiella systemets funktionsförmåga, s.k. systemrisk, utveckla nya verktyg för att motverka systemrisk, löpande övervaka den finansiella stabiliteten och identifiera systemrisk och, slutligen, vid behov agera genom att använda de verktyg som finns utvecklade och tillgängliga för detta syfte (makrotillsynsverktyg).”

Finanskriskommittén kategoriserar systemrisk på samma sätt som Riksbanken, dvs. strukturella risker och cykliska risker. De konstaterar, liksom Riksbanken och Drehmann m.fl. (2011), att

”De finansiella cyklerna är inte desamma som konjunkturcyklerna även om de ömsesidigt kan förstärka varandra. Det saknas tillräcklig kunskap om mekanismerna bakom de starka cykliska dragen i riskuppbbyggnaden i den finansiella sektorn och kunskapen om vad som kan göras för att på ett effektivt sätt motverka dem är än mindre – framför allt därför att de praktiska erfarenheterna är så begränsade. Kunskapen är inte heller tillräckligt utvecklad då det gäller sambanden mellan den finansiella sektorn och ekonomin i stort, dvs. dess växelverkan med den reala ekonomin och den ekonomiska politiken.”

Dessa argument används ofta för att snäva in målet för makrotillsyn. Både Riksbankens liksom Finanskriskommitténs definition förtydligar att det övergripande målet för makrotillsynspolitik är den strukturpolitiska dimensionen. Den cykliska dimensionen handlar egentligen inte om att stabilisera ekonomin eller olika finansiella obalanser, snarare att skapa strukturer som säkerställer att banker har tillräckliga buffertar för att kunna fullgöra sin funktion.

Men det mål som förordas av Drehmann m.fl. (2011), Riksbanken (2012a) och Finanskriskommittén är långtifrån självklart i den akademiska litteraturen. Galati och Moessner (2010) liksom Houben m.fl. (2012) skriver att det inte

finns en konsensus kring målen för makrotillsynspolitik.²⁴ De menar att den allmänna uppfattningen är att det handlar om att begränsa riskerna och kostnaderna för systemkriser, även om det finns skillnader i språk och betoning. Lim m.fl. (2011) verksamma på IMF skriver att målet för makrotillsynspolitik bör vara att begränsa risken för omfattande störningar i tillhandahållandet av finansiella tjänster och därmed minimera effekterna av sådana störningar på ekonomin. De menar att systemrisken till stor del är driven av dels fluktuationer i de ekonomiska och finansiella cyklerna över tiden, dels graden av hur sammankopplade finansinstituten är på de finansiella marknaderna. Denna definition ligger ganska nära Riksbankens definition. Men, när IMF konkretiserar den analytiska omfattningen framkommer en annan bild. De påpekar att fokus för detta nya politikområde bör ligga på det finansiella systemet som helhet, inklusive interaktioner mellan den finansiella och den reala sektorn.

Lärdomarna från krisen som sammanfattades i avsnitt 2.1 indikerar att det uppstod flera olika problem som var kopplade till olika delar av transmissionsmekanismen. Mål som förordas i litteraturen tar sikte på kreditutbudet och andra tjänster som tillhandahålls av finansiella institut (framförallt banker). Målet, som det är definierat, har lite förenklat som syfte att dämpa bankkapitalkanalerna. Men, en snabb konsolidering av företagets och hushållens balansräkningar (balansräkningskanalen) samt en beteendeförändring till följd av allmän osäkerhet (osäkerhetskanalen) kan också skapa stora problem. Frågan är om målet att motverka systemrisk är tillräckligt för att komma åt dessa problem. En diskussion kring denna frågeställning kommer att föras i kapitel 4.

²⁴ Se också Borio (2003), Brunemeier m.fl. (2009), Bank of England (2009) och Hanson m.fl. (2011).

3.2 Finansiella indikatorer för politiken

För att kunna bedriva cyklisk makrotillsynspolitik behöver man indikatorer som kan ge vägledning om när olika cykliska instrument ska aktiveras och avaktiveras. I detta avsnitt ges en översiktlig beskrivning av de indikatorer som lyfts fram i litteraturen och som har potential att fånga systemrisk.

Drehmann m.fl. (2010) undersöker olika indikatorer för reglering av de kontracykliska kapitalbuffertarna. De konstaterar först att varje system måste omfatta två delar:

- i) Val av en indikatorvariabel som signalerar när det är dags att bygga upp kapitalbuffertar och när det är dags att frigöra dessa buffertar.
- ii) Välja en justeringsfaktor som transformerar förändringar i indikatorvariabeln till kapitalkrav.

Enligt Drehmann m.fl. (2010) bör indikatorvariabler som ligger till grund för signaleringen ha ett antal önskvärda egenskaper.

- 1) Indikatorvariabeln bör ge rätt signal om när bankerna ska börja ackumulera kapitalbuffert och när dessa buffertar ska frisläppas.
- 2) Indikatorvariabeln ska ge signal i god tid så att storleken på den buffert som byggts upp under goda tider är tillräckligt stor för att täcka förluster under sämre tider utan att utlösa svåra påfrestningar på systemet.
- 3) Den indikator som används bör vara robust för att förhindra att regelarbitrage och manipulation uppstår.
- 4) Indikatorn ska kunna verkställas internationellt.

- 5) Den ska vara regelbaserad och fungera som en semiautomatisk stabilisator, dvs. klara tröskelvärden väljs för indikatorvariabeln så att det klart och tydligt framgår när buffertar ska byggas upp/lösas upp.
- 6) Indikatorvariabeln och tröskelvärden för denna ska vara så pass enkla att användningen av indikatorn inte kräver stora resurser, dvs. genomförandet ska ha en låg kostnad.
- 7) Den ska vara enkel och transparent.
- 8) Systemet bör bygga vidare på nuvarande tillsynsregler. Det innebär i praktiken två begränsningar. För det första bör minimikapitalkravet behandlas som golv för kapitalet hela tiden. För det andra bör justeringsfaktorn vara multiplikativ.

En indikator som fångar de risker som byggs upp i goda tider är den bästa ledande indikatorn för framtida bankkriser. Indikatorn bör därför under uppbyggnadsfasen uppvisa en signifikant variation kring sitt långsiktiga genomsnitt. Detta villkor utesluter några möjliga kandidater, som i själva verket fungerar som mycket goda indikatorer när man ska friställa buffertarna, t.ex. nödlidande krediter vilka aldrig kan bli mindre än noll i goda tider. Å andra sidan, variabler såsom utlåning och tillgångspriser (inte minst priserna på bostadsfastigheter) kan vara användbara. I synnerhet kreditexpansion är förmodligen den bästa ledande indikatorn för bankkriser. Ännu bättre menar de att det är att använda utlåningstillväxten och förändringen av tillgångspriser i förhållande till deras långsiktiga trender.

Drehmann m.fl. (2010) undersöker sedan ett antal möjliga indikatorer. De delar in indikatorerna i tre grupper: aggregerade makroekonomiska indikatorer, indikatorer som fångar aktiviteten inom banksektorn och indikatorer som fångar bankernas finansieringskostnader.

Aggregerade makroekonomiska indikatorer

Indikatorer som fångar den sammanlagda produktionen i ekonomin och ett (brett definierat) utlåningsmått är de mest naturliga indikatorerna för tillståndet i den finansiella cykeln. Tillgångspriser kan också fungera som indikatorer eftersom de tenderar att öka kraftigt före systemiska bankkriser. Fördelen med dessa indikatorer är att dessa inte kan manipuleras av bankerna och andra aktörer. Dessutom är de lättillgängliga. Drehmann m.fl. (2010) redogör för följande aggregerade makroekonomiska indikatorer:

- 1) *Den reala BNP-tillväxten:*²⁵ Denna indikator är den mest naturliga indikatorn för konjunkturutvecklingen i en ekonomi. Men, det är ett känt faktum att konjunkturcykeln och den finansiella cykeln inte är fullt synkroniserade vid alla tidpunkter.
- 2) *Den aggregerade reala kredittillväxten:*²⁶ Eftersom högkonjunktur kännetecknas av snabb kreditexpansion medan en lågkonjunktur förknippas med kreditåttstramning kan avvikelserna mellan kredittillväxten från en trend vara en informativ indikator.
- 3) *Utlåningen i förhållande till BNP:* Denna indikator kontrollerar för om kreditutbudet och efterfrågan växer i linje med ekonomins storlek. I studien beräknas kreditgapet som skillnaden mellan utlåning/BNP-kvot och dennas långsiktiga trend.²⁷
- 4) *Tillväxten i olika tillgångspriser:* Finansiella tillgångar och i synnerhet fastighetspriser tenderar att visa en exceptionellt

²⁵ Det är den årliga procentuella förändringen som avses.

²⁶ Det är den årliga procentuella förändringen som avses.

²⁷ Denna indikator kallas för kreditgapet och beskrivs närmare i bilaga A till denna rapport.

stark tillväxt under perioder som föregår bankkriser. De faller därefter snabbt i händelse av en finansiell stress. I likhet med kreditgapet skaps ett husprisgap. Denna definieras som skillnaden mellan ett fastighetsprisindex²⁸ (dess procentuella förändring) från dess trend dividerad med trenden.²⁹

Indikatorer som fångar aktiviteten inom banksektorn

Aggregerade indikatorer som fångar situationen för bankernas verksamhet brukar ha en nära koppling till finansiella cykler. Perioder av hög lönsamhet för bankerna brukar vanligtvis förknippas med perioder när banker tenderar att också öka sin verksamhet genom snabb kreditväxt och risktagande. Gynnsamma ekonomiska villkor för bankerna brukar också associeras med låga realiserade kreditkostnader. Drehmann m.fl. (2010) redogör för följande bankindikatorer:

- 1) *Bankerna nettoinkomster*: Summan av bankernas räntenetto och andra nettoinkomster är ett sätt att mäta bankernas intjäningsförmåga.
- 2) *Banksektorns vinster*: Vinsttillväxten i förhållande till den genomsnittliga tillväxten kan vara en bra indikator på hur det går för bankerna. Deras resultat brukar öka i goda tider och minska i tider av stress. Nettointäkter eller resultat före eller efter skatt i förhållande till totala tillgångar är exempel på lönsamhetsmått som kan användas. Avkastningen på totalt kapital (ROA) och avkastningen på eget kapital (ROE) är andra indikatorer som mäter lönsamheten på ett bra sätt, även om ROE är mindre attraktiv eftersom denna blandar ihop lönsamhetsmättet med skuldsättningskvoten.

²⁸ Fastighetsprisindex är ett vägt genomsnitt av priset på bostäder och priset på kommersiella fastigheter.

²⁹ Trenden beräknas med hjälp av ett ensidigt HP-filter med ett lambda lika med 400 000.

- 3) *Aggregerade förluster*: Denna indikator fokuserar på kostnadssidan (de totala kreditförlusterna, realiserade kreditförluster, oreglerade fordringar, avskrivningar, reserveringar i förhållande till totala tillgångar). Den finansiella cykeln brukar kännetecknas av uppgång och nedgång av realiserade kreditförluster.

Indikatorer som fångar bankernas finansieringskostnader

Banker kan i regel skaffa sig finansiering relativt billig i goda tider medan under perioder av stress blir sådan finansiering dyrare.

Banksektorns kreditspreadar (index): Dessa är indikatorer som fångar sårbarheter i banksektorn, dvs. marknadens bedömning av risken för bankkonkurser. Den genomsnittliga CDS-spreaden för de största bankerna i varje land kan vara en god indikator.

Indikatorer som fångar kostnaden för likviditet

Den genomsnittliga kostnaden som banksektorn måste betala för att höja sin kortfristiga likviditet är nära kopplade till finansieringsvillkoren på de finansiella marknaderna. Dessa indikatorer kan därför fånga just övergången från bra till dåliga tider:

- 1) En tänkbar indikator är skillnaden mellan STIBOR och räntan på statsskuldsväxlar med samma löptid.
- 2) *Spreaden för företagsobligationer*: I goda tider tenderar spreaden för företagsobligationer att vara lägre än den

genomsnittliga nivån, medan i perioder av stress tenderar spreaden att öka snabbt och mycket.³⁰

Slutligen, Drehmann m.fl. (2011) undersöker hur väl olika indikatorer fungerar för att fastställa nivån för den kontracykliska kapitalbufferten. En av deras slutsatser är att det finns klara fördelar med att välja systemomfattande indikatorer framför bankspecifika indikatorer för reglering av kapitalbuffertar. En annan viktig slutsats är att de systemomfattande indikatorer som ger de bästa signalerna för takten och storleken på ackumuleringen av kapitalbuffertar inte nödvändigtvis är de bästa för att fånga tidpunkten för och intensiteten i när dessa buffertar ska släppas. De finner att kreditgapet är den bästa indikatorn för uppbyggnadsfasen eftersom denna indikator fångar just uppbyggnaden av olika sårbarheter i hela systemet som vanligen leder till bankkriser. De menar vidare att kreditspreadar är bättre indikatorer för frisläppandet av kapitalbuffertar eftersom dessa indikatorer ger en mer tidsanpassad signal om situationen på de finansiella marknaderna och bankerna samt om en kreditåtstramning är i sikte. Dock bör det poängteras att indikatorerna för frisläppandet av kapitalbuffertarna har väsentligt sämre prognosförmåga jämfört med indikatorerna för att identifiera uppbyggnaden av finansiella obalanser. Författarna understryker därför vikten av att följa många olika indikatorer samt göra egna bedömningar i båda faserna.

Riksbanken (2012b) kommer också fram till liknande slutsatser och menar att beslutet att aktivera de kontracykliska kapitalbuffertarna bör baseras på ett antal indikatorer som visar när systemriskerna ökar, medan beslutet om att avaktivera buffertarna bör baseras på indikatorer som anger stressnivån inom den finansiella sektorn. De menar att kreditgapet är en bra indikator för aktivering av de kontracykliska kapitalbuffertarna

³⁰ En skillnad mot (1) är att denna spread baseras på räntebärande värdepapper med längre löptid, vilket innebär att andra risker som t.ex. kreditrisk förklarar en större del av spreadens storlek.

medan ett finansiellt stressindex, som mäter stressnivån på obligations-, penning-, aktie- och valutamarknaderna, är en bättre avaktiveringsindikator.

Borio och Drehmann (2009) menar att en anledning till att det har tagit tid att skapa ett operativt ramverk för makrotillsyn beror på att det är svårt att mäta graden av finansiell stabilitet. De granskar och klassificerar ett antal mätmetoder i tre olika dimensioner. I ett första steg undersöker de om de olika mätmetoderna fungerar som ledande indikatorer. I ett andra steg undersöker de om mätmetoderna tar hänsyn till beteendemässiga interaktioner som ligger bakom episoder av finansiell oro. Mätmetoder som bortser ifrån kollektivt beteende kan lätt underskatta sannolikheten för finansiell oro. I ett sista steg undersöker de om mätmetoderna ger en förklaring till vad som driver transmissionsmekanismen. De fokuserar sin studie på indikatorer och modeller som används i det dagliga arbetet på många institutioner. En enkel metod som ofta används är att analysera dels indikatorer baserade på traditionella balansräkningsvariabler dels ledande varningsindikatorer (EWI). De undersöker också vektorautoregressiva modeller (VAR) samt modeller som används för makrostresstester. De granskar de tillgängliga mätmetoderna och pekar på vad de menar är flera svagheter. De konstaterar att alla indikatorer baserade på balansräkningsvariabler ger en ögonblicksbild av situationen i det finansiella systemet. Detta gäller även de mer marknadsbaserade indikatorerna även om dessa anses vara mer framåtblickande än traditionella nyckeltal. Däremot finner de att EWI ger en bättre och tidig indikation på uppbyggnaden av finansiella risker.³¹ De nämner tillgångsprisgapet och kreditgapet som två EWI med goda önskvärda egenskaper.³² De finner vidare att VAR-modeller är relativt robusta, men att de variabler som ofta används i dessa modeller är bakåtblickande vilket gör det svårt att förlita sig på de prognoser som kommer från dessa modeller. De varnar

³¹ Schwab m.fl. (2011) presenterar en mer sofistikerad ekonometrisk panelmodell som resulterar i en EWI.

³² Detsamma gör Shin (2010).

slutligen för modeller för makrostresstester eftersom de ansåg att dessa tester kan invagga beslutsfattare i en falsk känsla av säkerhet.

Finansdepartementet (2012) tar fasta på observationerna i Borio och Drehmann (2009) och kombinerar en VAR-modell som inkluderar ledande indikatorer liksom mer traditionella indikatorer baserade på balansräkningsvariabler tillsammans med ett antal makrovariabler. De kopplar dessutom olika finansiella indikatorer till olika transmissionskanaler för att därigenom kunna beskriva vad som driver modellens resultat. Denna modell används dessutom för att bl.a. genomföra olika stresstester. De visar att förändringar i tillgångspriser föregår förändringar i kredittillväxt samt kreditgap och föreslår därför att förmögenhetsgapet används som en ledande indikator. Denna indikator, som sammanfattar utvecklingen hos bankernas låntagare, föreslås användas som huvudindikator för balansräkningskanalen. De finner, liksom Riksbanken, att det finansiella stressindexet sammanfattar osäkerheten på de finansiella marknaderna på ett bra sätt och föreslår att denna används som huvudindikator för den s.k. osäkerhetskanalen. Därutöver finner de att bankernas utlåningsränta, som påverkas av såväl den ränta bankerna själva får betala för att låna som det räntepåslag bankerna lägger till vid utlåning till sina kunder, sammanfattar utvecklingen hos bankerna och föreslår att denna används som huvudindikator för bankkapitalkanalerna.³³ Finansdepartementet (2012) visar sedan att en ekonometrisk makromodell (VAR) som inkluderar dessa tre indikatorer har bättre prognosförmåga än en makromodell utan dessa finansiella variabler. Denna modell används sedan för policystudier samt olika stresstester. Eftersom de framtagna finansiella indikatorerna är sammansatta mått går det att skapa scenarier för en lång rad olika finansiella variabler. Därigenom går det att få en uppfattning om vilken effekt dessa variabler har på de

³³ För en närmare beskrivning av Finansdepartementet (2012) hänvisas läsaren till bilaga B.

sammansatta måtten och därefter vilken effekt dessa har på den reala ekonomin.

Det finns även indikatorer och metoder som mäter sammankopplingen mellan olika finansiella institut samt dessa instituts kapitalbehov. Ett intressant sätt att mäta bristen på kapital är det s.k. S-RISK-måttet, som skattar bristen på kapital med hjälp av bankernas aktieavkastning där hänsyn tas till just spridningsrisken (se Acharya m.fl., 2012). Schwaab m.fl. (2011) presenterar en mer sofistikerad ekonometrisk metod för att bestämma den gemensamma risken för fallissemang bland finansiella institut. I skattningarna används både bankspecifika liksom marknads- och makroekonomiska variabler. De menar att en sådan modell också kan användas för att få en indikation om när kapitalbuffertarna ska avaktiveras. Jönsson (2011) presenterar en alternativ statistisk metod som kan användas för att konstruera en avaktiveringsindikator för Sverige. Även denna indikator skattar den gemensamma risken för fallissemang för de svenska bankerna. Metoden är en replikering av Segoviano och Goodhart (2009). Gray och Jobst (2011) presenterar ytterligare en systemriskindikator. Denna indikator kompletterar de traditionella stresstestmetoderna i den meningen att den ger en riskjusterad bild av bankernas balansräkningar och därigenom en marknadsbaserad bedömning av bankernas kapitalsituation (CCA-kapitaltäckningsgrad). Alla dessa indikatorer är komplicerade och icke-transparenta och strider mot många av de villkor som Drehmann m.fl. ställer upp för en god indikator. Dessutom är det viktigt att komma ihåg att dessa indikatorer är mer lämpade för att fastställa kapitalpåslag för systemviktiga banker eftersom alla dessa mått tar hänsyn till att svårigheter i en bank kan sprida sig till andra banker.

3.3 Instrument för politiken

Till skillnad från måldiskussionen, som i många uppsatser är ganska knapphändig och snäv, finns det en hel del skrivet i

litteraturen om möjliga instrument som kan användas för makrotillsyn.³⁴ Finanskriskommittén valde i delbetänkandet Att förebygga och hantera finansiella kriser (SOU 2013:6) att kategorisera instrument med utgångspunkt från om de ska sättas in för att åtgärda de strukturella eller de cykliska riskerna. Nedan sammanfattas de verktyg som lyfts fram av Finanskriskommittén.

Instrument mot strukturella risker

Kommittén konstaterar att det behövs nya modeller och metoder för att kunna analysera sammankopplingar och beroenden som innebär risker för systemets funktionsförmåga.³⁵ Vidare betonas vikten av bra och internationellt harmoniserad data. En viktig punkt som lyfts fram är att begreppet ”strukturellt” inte behöver betyda att åtgärder är permanenta. Även verktyg som siktar in sig på strukturella risker kan behöva ändras vid strukturella förändringar som påverkar den strukturella risken eller ger upphov till nya strukturella risker. Kommittén lyfter fram tre instrument hämtad från Capital Requirements Directive 4 (CRD 4), nämligen:

- 1) *Kapitalbevarande buffert eller konserveringsbuffert*: CRD 4 stadgar att bufferten ska uppgå till 2,5 procent av den totala riskexponeringen, vilket ska läggas ovanpå minimikapitalkraven.³⁶

³⁴ Se BIS (2001) för en konceptuell genomgång och definition av olika riskbegrepp samt en bra diskussion kring hur instrument som traditionellt använts som mikrotillsynsverktyg kan användas för makrotillsyn.

³⁵ Se avsnitt 3.2 för en kort genomgång av de modeller och metoder som finns tillgängliga just nu.

³⁶ Konserveringsbuffertar och kontracykliska kapitalbuffertar är en del av Basel III. För en detaljerad genomgång av Basel 3 hänvisas till BIS (2010a och 2010b).

*Systemriskpåslag och systemriskbuffert:*³⁷ Enligt CRD 4 bör krav på extra kapitalbuffertar på kärnprimärkapital för institut som är systemviktiga på global nivå ställas (systemriskpåslag), eftersom konsekvenserna för det finansiella systemet och samhällsekonomin blir särskilt allvarliga om dessa får problem.³⁸ Direktivet innehåller utöver det ovan beskrivna systemriskpåslaget dessutom en möjlighet för medlemsstaterna att införa en systemriskbuffert. Systemriskbufferten syftar till att förhindra och motverka långsiktiga icke-cykliska systemrisker. Direktivet tydliggör att systemrisker här ska tolkas som en risk för en störning i det finansiella systemet som kan få allvarliga negativa konsekvenser för det finansiella systemet och samhällsekonomin i en medlemsstat.³⁹

³⁷ Aktörerna i det finansiella systemet är starkt sammanflätade; där många aktörer har riskexponering mot varandra, vilket innebär att om enskilda aktörer blir instabila påverkas hela systemet. För att minska den enskilda bankens påverkan på hela det finansiella systemet är en lösning att ställa högre kapitalkrav på de banker som anses vara systemviktiga institutioner; *systemically important financial institutions* (SIFIs). Dessa SIFIs är institutioner som anses vara viktigast för att hålla stabiliteten i systemet, det behöver inte exklusivt vara de största utan bör vara de som anses vara av vikt för systemets stabilitet. Banker som anses vara systemviktiga får högre kapitalkrav på sig än resten av bankerna vilket medför en högre kapitalkostnad vilket minskar känslighet och ökar stabiliteten i hela systemet. Se vidare BIS (2011).

³⁸ Kravet gäller utöver EU-förordningens kapitalbaskrav, konserveringsbuffert och kontryckisk kapitalbuffert. Hur mycket extra kapital institutet ska hålla kommer därmed att variera beroende på graden av systemviktighet. Det globala systemriskpåslaget kan variera mellan 1-3,5 procent. Kapitalkravet i den lägsta riskkategorin är en procent av institutets totala riskexponeringsbelopp. Därefter läggs det på ytterligare krav på 0,5 procent för varje kategori. Systemriskpåslaget för övriga systemviktiga institut uppgår till 2 procent enligt direktivet.

³⁹ Systemriskbufferten kan tillämpas på alla institut eller en grupp av institut och ska bestå av kärnprimärkapital. Det innebär att olika krav kan gälla för olika grupper av institut beroende på vilken systemrisk de kan utgöra för det finansiella systemet. Bestämmelserna i direktivet lämnar stort utrymme för myndigheten att ta hänsyn till landspecifika strukturella systemrisker vid införande av systemriskbufferten. Systemviktiga institut kan utgöra en sådan systemrisk. Direktivet ger dock även möjlighet att motivera systemriskbufferten utifrån andra strukturella systemrisker. Kravet ska baseras på institutets totala riskexponeringsbelopp med undantag för vissa exponeringsklasser, såsom statsobligationer och exponeringar mot multinationella och internationella organisationer. Dessa exponeringsklasser bedöms inte bidra till systemrisk. Direktivet ger den nationella myndigheten befogenhet att sätta en systemriskbuffert på upp till 3 procent på samtliga exponeringar som institutet har.

- 2) *Likviditetstäckningskrav*:⁴⁰ Kommittén lyfter fram den av Finansinspektionen införda krav på likviditetstäckningsgrad (LCR) från den 1 januari 2013.

Instrument mot cykliska risker

Kommittén definierar instrument mot cykliska risker som instrument som aktiveras av och kalibreras mot någon form av cyklisk komponent, kopplad till den generella, aggregerade marknadsutvecklingen. Kommittén lyfter fram följande instrument:

- 1) *Kontracykliska kapitalbuffertar*: Inom ramen för CRD 4 föreslås en kontracyklisk kapitalbuffert, ett påslag på kapitaltäckningskravet som ska variera med kreditcykeln. Bufferten ska som huvudregel bestämmas till mellan noll och 2,5 procent av institutets riskexponeringar. Utgångspunkten för beräkningen av den kapitalbuffert som ska krävas är relationen mellan den totala kreditgivningen och BNP.⁴¹
- 2) *Cykliska likviditetskrav*: Det här är ett likviditetskrav som varierar över cykeln. En variabel buffert kan byggas på den s.k. likviditetstäckningsgraden. Ett enklare instrument som

⁴⁰ Likviditetstäckningsgrad (LCR) syftar till att försäkra att en bank har en tillräcklig hög nivå av kvalitativa likvida tillgångar; tillgångar som kan likvideras och förvandlas till pengar för att garantera att banken uppfyller ett 30 dagars likviditetsbehov vid ett svårt stressat scenario. Syftet är att bidra till ett stabilt och väl fungerande finansiellt system där banker och finansinstitut ska klara kortare perioder utan tillgång till marknadsfinansiering. LCR beräknas genom att sätta likvida tillgångar i förhållande till bankens totala nettokassautflöde för de kommande 30 kalenderdagarna. För att regleringen ska få effekt krävs det att värdet inte understiger 100 procent. Kravet på likviditetstäckningsgrad innebär att ett företag ska ha tillräckligt mycket likvida tillgångar för att klara verkliga och simulerade kassautflöden under en stressad period på 30 dagar. Kriterierna för högkvalitativa likvida tillgångarna är att dessa framförallt ska enkelt, utan eller med liten kostnad kunna omvandlas till pengar. Tillgångarna skapar en implicit likviditetsbuffert och ska bland annat bestå av statsobligationer, bostadsobligationer och företagsobligationer.

⁴¹ För en detaljerad genomgång av de kontracykliska kapitalbuffertarna hänvisas till BIS (2010a), Drehmann m.fl. (2011), Riksbanken (2012b) och bilaga A.

Kommittén lyfter fram är ett krav på likvida tillgångar i förhållande till totala tillgångar, en s.k. Unweighted Liquid Assets Ratio (LAR). Ett annat alternativ som lyfts fram är att applicera en cyklisk variation på det av Baselkommittén föreslagna Net Stable Funding Ratio (NSFR).⁴²

- 3) *Tak för utlåning:* Syftet med detta instrument är att bromsa upp en kreditexpansion. En variant är att en tillgång (t.ex. en fastighet) bara får belånas upp till en viss andel av tillgångens värde, s.k. "Loan-to-Value ratio" (LTV).⁴³ Bolånetaket är en variant av LTV. En annan möjlighet är att sätta ett tak för utlåningen i relation till kundens inkomst, s.k. "Loan-to-Income ratio" (LTI). Om taken varierar över tid blir de även cykliska verktyg.
- 4) *Tidsvarierande kapitalkrav/riskvikter på delsektorer:*⁴⁴
Fördelen med dessa instrument är att dessa åtgärder riktas in

⁴² Stabil netto finansieringskrav (NSFR) syftar till att främja bankers långsiktiga finansiering; vilket innebär att bankens befintliga stabila finansiering ska vara större än behovet av stabil finansiering. NSFR:en ställer krav på att bankerna ska hålla en minsta nivå för stabil finansiering baserat på dessa tillgångars likviditetsegenskaper över ett år. Tanken är att detta ska skapa en upprätthållande mekanism för att komplettera LCR och främja långsiktig och mer stabil finansiering snarare än kortsiktig. Till bankens stabila finansiering räknas den typen av eget kapital och skulder som förväntas vara säker finansiering över en tidsperiod på ett år i en förlängd stressad miljö. Finansiering kan definieras som summan av bankens kapital, preferensaktier med löptider på ett år eller längre, skulder med effektiva löptider på ett år, den del av inlåningen som är utan förfall och/eller inlåning med löptid på mindre än ett år men som förväntas stanna inom banken under en längre tid, kortsiktig finansiering med löptider på ett år men som förväntas stanna inom banken under en längre tid. I Basel 3 finns angivet hur många procent av olika tillgångsslag som anses vara stabil finansiering och hur många procent av de olika tillgångarna som anses behöva stabil finansiering.

⁴³ Belåningsgrad är ett mått på hur stor andel lån som kan tas i förhållande till den underliggande tillgångens värde. Normalt sett är en hög kvot ansett som hög risk vilket kan göra låntagaren känslig för förändringar i konjunkturen. Genom att ställa krav på eget kapital hos bankers kunder, dvs. begränsa hur hög belåningsgraden får vara, måste låntagaren bidra med större andel eget kapital vid köp eller ev. tillföra mer eget kapital till långgivaren. Finansinspektionen har satt ett tak för svenska bostadsägare på en belåningsgrad på maximalt 85 procent. Detta för att minska låntagarens och bankernas känslighet vid en nedgång på bostadsmarknaden.

⁴⁴ För att beräkna en banks kapitaltäckning viktas exponeringarna i förhållande till dess implicita risk; där olika tillgångsklasser är tilldelade olika riskvikter antingen genom förbestämda schabloner eller genom en godkänd intern modell. En alternering av

mot specifika sektorer där riskerna bedöms vara som störst. Nackdelen är att det oftast är svårt att identifiera varifrån obalanserna i det finansiella systemet härstammar.

- 5) *Kassakerav*: Kassakerav innebär att ett finansiellt företag ska hålla tillgångar, motsvarande en viss andel av sin in- och upplåning, på ett (oftast räntelöst) konto i centralbanken. Dessa belopp skulle kunna användas som likviditetsbuffert under perioder med finansiell oro. Kassakeravsmedel ger lägre ränteersättning än den ränta som banken får betala för att skaffa sig de likvida medel som ska placeras. Det här innebär en kostnad för banken som kan liknas vid en skatt och den kommer därför att påverka priset på likviditet. Finanskriskommittén konstaterar samtidigt att det är ett komplicerat sätt att göra ett visst beteende i bankerna dyrare. Ett enklare alternativ är att påföra en avgift eller skatt med samma effekt.⁴⁵

Riksbanken (2012a) håller med Finanskriskommittén när det gäller kategoriseringen av systemrisken i två delar, nämligen strukturella respektive cykliska risker. Men, de menar samtidigt att en uppdelning av instrumenten i denna dimension inte förtydligar de specifika problem som instrumenten är tänkta att komma åt.⁴⁶ De identifierar i stället tre huvudsakliga

riskvikterna syftar till att minska risktagandet för enskilda institut eller enskilda tillgångsklasser. En ökning av riskvikterna för t.ex. konsumentlån innebär att banken måste öka kapitaltäckningen och därmed kapitalkostnaden. Från ett makroperspektiv gäller det att myndigheten identifierar risker och gör bedömningen att riskvikter för specifika tillgångsslag behöver alterneras. Finansinspektionen krävde nyligen att bankerna höjde sina riskvikter på bostadslån till 15 procent, detta innebär att bankerna måste hålla mer kapital mot bostadslån. Här ansåg Finansinspektionen att en omotiverad ökning av bostadspriserna krävde en ökning av riskvikterna.

⁴⁵ Se också Perotti och Suarez (2009 och 2011).

⁴⁶ Med inspiration från det analysarbete som bedrivits i bland annat Bank of England och De Nederlandsche Bank, konkretiserar Riksbanken (2012a) de specifika problem som kan ge upphov till de olika typerna av risk. Sedan lyfter de fram olika instrument som kan tänkas motverka dessa problem. Se också Bank of England (2011) och Houben m.fl. (2012). Se vidare Schenmaker och Wierdsma (2011) och Blanchard m.fl. (2010) om alternativa sätt att resonera kring målen för makrotillsynspolitik.

problemområden för makrotillsynen och klassificerar instrumenten i enlighet med dessa.

Instrument som kan användas för att komma åt problem relaterade till kreditmarknad och skuldsättning

Finansiella kriser föregås vanligen av stark kredittillväxt och ökad skuldsättning i ekonomin, parallellt med överhettning i någon sektor av ekonomin, ofta fastighetssektorn. Kreditutbudet och prisökningar verkar dessutom förstärka varandra. När prisbubblan brister uppstår stora problem i den finansiella sektorn. Riksbanken listar tänkbara instrument för problem relaterade till kreditmarknad och skuldsättning, uppdelad i instrument som kan komma åt kreditutbudet och instrument som syftar till att komma åt kreditefterfrågan.

På *kreditutbudssidan* listar de följande instrument: Kontracykliska kapitalbuffertar, sektorspecifika riskvikter och krav på bruttosoliditet (som är en del av Basel 3).

På *kreditefterfrågesidan* pekar de ut följande instrument: Bolånetaket (ibland kallat maximum Loan-to-Value ratio eller LTV cap), ett tak på hur stort ett lån får vara i förhållande till låntagarens disponibla inkomst (ibland kallat maximum Loan-to-Income ratio eller LTI cap) och amorteringskrav. Gemensamt för sådana instrument som tar sikte på kreditefterfrågan är att de på olika sätt gör det svårare eller dyrare för bankens lånekunder att skuldsätta sig alltför högt. Riksbanken menar att dessa instrument stärker indirekt bankernas motståndskraft i den mån de stärker låntagarnas motståndskraft. Av det skälet anser de att dessa instrument är intressanta ur ett systemskyddsperspektiv. Det här är ett sätt att motivera användandet av dessa verktyg, eftersom Riksbanken anser att slutmålet för makrotillsynspolitik bör vara att säkerställa att det finansiella systemet kan fullgöra sina uppgifter.⁴⁷

⁴⁷ Som det påpekades tidigare i denna litteraturgenomgång så går det att ha ett bredare mål för makrotillsyn som också inkluderar kreditefterfrågan. Ett av de tre mål

Instrument som kan användas för att komma åt problem relaterade till likviditets- och finansieringsrelaterade problem⁴⁸

Riksbanken konstaterar att den grundläggande problematiken bakom likviditets- och finansieringsrisker handlar om hur bankerna matchar löptiderna på sina tillgångar och skulder. För att begränsa likviditetsriskerna behöver bankerna således minska obalanserna i löptid. Under finanskrisen blev det uppenbart att det fanns stora obalanser, eftersom bankerna fick allvarliga problem att finansiera sig på grund av likviditetsproblemen på de finansiella marknaderna. Riksbanken listar tänkbara instrument för problem relaterade till likviditets- och finansieringsproblem enligt följande: Likviditetstäckningsgrad (LCR), Net Stable Funding Ratio (NSFR) och riktade avgifter. Riktade avgifter kan exempelvis användas för att styra bankernas likviditetshantering i svenska kronor eftersom de implicita likviditetsgarantier som centralbankernas lånefaciliteter erbjuder ökar bankernas risktagande. Den här typen av riktade avgifter kallas ”pigouvianska skatter” och kan utformas på lite olika sätt.⁴⁹ För närvarande undersöker Riksbanken möjligheterna att använda kassakrav i ett sådant syfte.⁵⁰

Drehmann m.fl. (2011) identifierar fångar just detta, nämligen målet att utjämna de finansiella konjunktursvängningarna, dvs. det denna rapport kallar ett finansiellt stabilitetsmål. Detta diskuteras i nästa kapitel.

⁴⁸ Borio (2004) diskuterar bl.a. hur centralbanker kan agera för att förbättra likviditetsförsörjningen i ekonomin genom att tillhandahålla likviditet till de finansiella marknaderna samt genom att sänka priset på likviditet med hjälp av styrräntan.

⁴⁹ Perotti och Suarez (2009 och 2011).

⁵⁰ Kassakrav har traditionellt använts för penningpolitiska syften. Finanskriskommittén konstaterar att det också var det som var lagstiftarens ursprungliga syfte. Om kassakrav ska användas för att förbättra likviditeten på de finansiella marknaderna bör Riksbanken få en mer uttalat uppdrag för likviditetsförsörjningen. Kommittén föreslår ett sådant förtydligande av Riksbankslagen. Det ligger inom Riksbankens nuvarande uppdrag att verka för ett säkert och effektivt betalningsväsende. Ett sådant förtydligande gör det också legitimt att använda alla de okonventionella instrument som användes under krisen för att förbättra likviditeten på de finansiella marknaderna.

Instrument som kan användas för att komma åt problem relaterade till det finansiella systemets struktur

Strukturella risker uppkommer dels på grund av sammanlänkningar mellan olika institut, marknader och produkter och dels på grund av hög koncentration av till exempel bankers finansieringskällor eller exponeringar. Här nämner Riksbanken SIFI-påslag för systemviktiga banker som ett viktigt instrument.

CGFS (2010a) kategoriserar problemen utifrån två dimensioner: en sårbarhetsdimension som påminner om Riksbankens samt en systemdimension som tar sikte på vilka delar av det finansiella systemet som påverkas av problemen. De identifierar tre huvudsakliga sårbarheter relaterade till skuldsättningsgraden, likviditeten samt hur sammankopplade de finansiella instituten är. Problem relaterade till det finansiella systemet delar de sedan in i fyra olika delkategorier: Banker, icke-banker, värdepappersmarknaden och finansiell infrastruktur. De kategoriserar sedan olika instrument i dessa två dimensioner enligt nedan:

- *När det gäller skuldsättningsproblemen* presenterar de följande instrument: För banker föreslår de en del instrument som främst påverkar deras balansräkningar (kapitalkrav, riskvikter, dynamiska avsättningar,⁵¹

⁵¹ Dynamiska avsättningar är när en bank över tid gör avsättningar för eventuella förluster som en effekt av konjunkurläget och missbedömningar av kreditrisker. Genom att göra en avsättning i resultaträkningen för innevarande år är banken mer förberedd om den förväntade förlusten realiserar i framtiden. Avsättningarna bör vara konjunkturberoende, dvs. avsättningarna bör öka i bra tider för att sedan minska under sämre tider vilket ökar stabiliteten både hos bankerna och i ekonomin som helhet. Dynamiska avsättningar kan tillämpas både strukturellt och kontracykliskt. Tillämpas det kontracykliskt innebär detta att avsättningarna varierar baserat på historisk data och är beroende av konjunkturläge. Även fast det inte finns några garantier att avsättningarna kommer att vara tillräckliga, minskar risken för försämrat förtroende till bankerna då de utsätts för stress. Gör banken en riktad avsättning buffrar de upp för potentiella förluster av ett specifikt lån. Dynamiska avsättningar ger bankerna möjlighet till resultatutjämning, eftersom det finns stora osäkerhet när det gäller storleken på de förväntade kreditförlusterna.

utdelningsbegränsningar och kreditillväxttak) samt en del instrument som påverkar deras lånekontrakt (LTV, LTI och amorteringskrav). För icke-banker och för den finansiella infrastrukturen har de inga förslag medan på värdepappersmarknaden lyfter de fram marginalkrav (margin/haircut limit).⁵²

- *När det gäller likviditetsproblemen* presenterar de följande instrument: För banker föreslår de en del instrument som främst påverkar deras balansräkningar (krav på likviditetsreserver, begränsning av utlåning i annan valuta, begränsning av den andel av utlåningen som kan finansieras i en annan valuta)⁵³ samt ett instrument som påverkar deras lånekontrakt (värderingsregler för penningmarknadsinstrumenten såsom bankcertifikaten). För icke-banker föreslås krav på valutareserver eller reserver i inhemsk valuta. På värdepappersmarknaden lyfter de fram olika centralbanksingripanden som förbättrar likviditeten på marknaden och som påverkar centralbankernas balansräkningar.

⁵² På värdepappersmarknaden kan investerare köpa värdepapper med kontanter lånade från en mäklare. De använder dock andra värdepapper som säkerhet för dessa lån. Syftet med arrangemanget är att få en hävstångseffekt. Nettovärdet, det vill säga skillnaden mellan värdet på värdepapper som används som säkerhet och lånet, utgörs av kontanta medel som investeraren själv sätter in för att kunna köpa nya värdepapper. Denna skillnad (margin) måste dock ligga över en minsta marginal krav. Syftet är att skydda mäklare i fall värdet på säkerheten minskar och investeraren inte längre kan täcka lånet. För en närmare beskrivning hänvisas till CGFS (2010b) och Brunnermeirr m.fl. (2009) där det även presenteras fler instrument som kan användas för att reglera marginalkrav på repomarknaden och haircut på derivatmarknaden.

⁵³ Banker kan finansiera sin skuld både genom inlåning från konsumenter eller genom att ställa ut certifikat och/eller obligationer direkt från kapitalmarknaden. Dessa värdepapper behöver inte vara utställda i bankens nationella valuta utan kan även ställas ut i olika valutor och med olika löptider, vilket innebär att banken utsätter sig för både valutarisker och återfinansieringsrisker. Genom att begränsa bankernas möjlighet till marknadsfinansiering kan man mildra dessa risker och se till att bankerna inte överexponerar sig. Restriktionerna kan komma i olika former, t.ex. restriktioner i hur stor del som får finansieras i utländskvaluta, hur stor del marknadsfinansieringen får vara i relation till riksbanksfinansiering eller att begränsa löptidsgapet mellan in och utlåning.

- *När det gäller sammankopplingen mellan olika finansiella institut* lyfter de fram följande instrument: För att påverka bankernas balansräkningar föreslås koncentrationsbegränsningar, extra kapitalkrav på systemviktiga banker, och att banker tvingas etablera dotterbolag i stället för filial i olika länder. För att effektivisera den finansiella infrastrukturen föreslås användandet av en central motpart.⁵⁴

De instrument som Finanskriskommittén, Riksbanken och Committee on the global financial system lyfter fram ger en ganska bra och uttömmande bild av de instrument som förordas i litteraturen.⁵⁵

Nordh Berntsson och Molin (2012) lyfter fram några andra instrument som också kan användas i makrotillsyn. När det gäller strukturella åtgärder nämner de t.ex. limiter för stora exponeringar. När det gäller stabiliseringspolitiska åtgärder nämns även avdragsregler för låntagarnas räntekostnader.

Crowe m.fl. (2011) studerar specifikt de instrument som kan användas för att motverka bubblor på husmarknaden. På regleringssidan nämner de sektorspecifika kapitalkrav kopplad till utlåning för bostadsändamål, högre riskvikter för bostadsutlåning, dynamiska avsättningar för lån som har bostaden som underliggande säkerhet, begränsningar på hur stora exponeringar de finansiella instituten får ha mot bostadsmarknaden, LTV och LTI. På finanspolitiska området pekar de ut stämpelskatten, reavinstskatten, marknadsbaserad fastighetsbeskattning och reducering av avdragsmöjligheterna för ränteutgifter som potentiella kandidater.⁵⁶ På det

⁵⁴ Se också Borio (2004).

⁵⁵ Se t.ex. Brunnemeier m.fl. (2009), Lim m.fl. (2011), Bank of England (2011), Houben m.fl. (2012), Nordh Berntsson och Molin (2012), BIS (2010b), Crowe m.fl. (2011), Schenmaker och Wierdsma (2011)

⁵⁶ Boijje och Shahnazarian (2003) visar att en konjunkturberoende beskattning av räntenettet för både hushåll och företag har snarlika effekter som en ändring av räntenivån och att ett sådant instrument kan användas för att påverka ett lands realränta vid en given nominell ränta. Ett sådant mer fiskalt instrument kan i teorin också kunna användas som ett cykliskt makrotillsynsinstrument för att i en uppgångsfas försämra

penningpolitiska området anser de att styrräntan och kassakraven borde ta hänsyn till huspriser och kredittillväxten.

ränteavdragen samtidigt som skatten på kapitalinkomster minskar. Det gör att incitamenten att låna minskar samtidigt som incitamentet att spara ökar. I en nedgångsfas händer det motsatta.

4 Vad är det som ska stabiliseras?

Den grundläggande anledningen till att bedriva någon form av aktiv finansiell stabiliseringspolitik är – precis som för finans- och penningpolitiken – att värna samhällsekonomin och välfärden genom att försöka säkerställa en god makroekonomisk utveckling. Det som den finansiella stabiliseringspolitiken syftar till är att undvika uppbyggnad och avvecklande av finansiella obalanser hos olika ekonomiska aktörer; banker, företag och hushåll.⁵⁷ Om detta inte sker är risken stor att framför allt avvecklandet av stora obalanser under lång tid inverkar mycket negativt på den allmänna ekonomiska utvecklingen i termer av t.ex. arbetslöshet och BNP-tillväxt (Blanchard m.fl., 2010). Lindbeck (2010) beskriver det som att det finns två typer av finansiella regimer, en normal regim och en krisregim, och att övergången mellan de två får effekter på den reala ekonomin. Två välkända exempel på detta är skuldsatta japanska hushåll och företag som genom utdragen skuldavveckling har haft en negativ inverkan på den ekonomiska utvecklingen under årtiondena efter 1990-talskrisen, samt Lehman Brothers konkurs i september 2008 och dess följd effekter för det finansiella systemet och världsekonomin. Japan- och Lehmanexemplen är avsiktligt valda för att de är uppseendeväckande och för att de flesta känner igen dem.

⁵⁷ Finansiella obalanser är visserligen inte ett precist begrepp, men ligger t.ex. mycket nära det Bernanke (2013) kallar sårbarheter (*vulnerabilities*). Dessa finansiella obalanser/sårbarheter har potentialen att förstärka chocker i det finansiella systemet. En diskussion kring detta centrala begrepp följer senare i detta kapitel.

Men snabbt och ihålligt växande kreditvolymen kan innebära problem även om de inte leder till spektakulära kriser. Dell’Ariccia m.fl. (2012) poängterar att även många perioder med en ihållande och kraftig ökning av kredittillväxten som inte leder till fullskaliga kriser, följs av utdragna perioder av relativt låg ekonomisk tillväxt. Kort sagt, en kris är inte en nödvändig förutsättning för att obalanser i olika delar av det finansiella systemet ska få högst påtagliga negativa konsekvenser på den reala ekonomin.

Ett annat sätt att motivera en aktiv finansiell stabiliseringspolitik är att utgå från t.ex. Reinhart och Rogoff (2010) som konstaterar att statsfinansiella kriser ofta föregås av en kraftigt ökad skuldsättning i privat sektor. En finansiell kris och ett därpå utdraget avvecklande av skulder i den privata sektorn leder nämligen ofta till såväl låg BNP-tillväxt som högre skuldsättning i den offentliga sektorn, det senare på grund av såväl kostnaden för åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten som försämrade offentliga finanser pga. den lägre tillväxten.⁵⁸

Utgångspunkten för analysen är alltså att den reala ekonomin ibland utvecklas mycket svagt beroende på att hushåll och företag får finansiella problem. Ibland beror dessa problem på finansiella obalanser hos dem själva och ibland beror det på finansiella obalanser hos bankerna, eller på både och. Denna utgångspunkt gör att denna rapport skiljer sig från stora delar av makrotillsynslitteraturen som refererades till i kapitel 3. Där är det finansiella systemet i fokus, dvs. de finansiella institutionerna. Utifrån ett bredare ekonomisk-politiskt perspektiv ter sig inte ett sådant smalare fokus självklart, eftersom regleringsverktygen då endast inriktas på att stabilisera kreditutbudet, inte kreditefterfrågan. Att problemformuleringen inbegriper såväl utbuds- som efterfrågesidan av kreditmarknaden berättigas även av att hushåll och företag utgör den direkta kopplingen till den reala ekonomin. Dessutom finns det tydliga

⁵⁸ Ash m.fl. (2013) riktar skarp kritik mot resultaten i Reinhart och Rogoff (2010) och ifrågasätter graden av samband mellan låg tillväxt och hög statsskuld. Poängen i texten ovan rör dock inte det ifrågasatta sambandet.

likheter mellan problemen på utbuds- och efterfrågesidan. I båda fallen är det aktörer som agerar rationellt utifrån det egna perspektivet, men där den samlade effekten av deras agerande leder till oönskade samhällsekonomiska effekter, s.k. negativa externa effekter.⁵⁹ Detta innebär bl.a. att de instrument som påverkar kreditefterfrågan bör användas med hushållens och företagens situation för ögonen och inte endast bankernas.⁶⁰ White (2010) påpekar just att såväl låntagare som långivare kan bete sig oförsiktigt (*imprudent*) och påminner om att det var just detta bredare synsätt som Peter Cooke, BIS dåvarande ordförande, avsåg när han myntade uttrycket *macroprudential* under sent 1970-tal.

De Nicolò m.fl. (2012) understryker att stora delar av litteraturen ofta har en otydlig koppling mellan aktörernas (oftast bankernas) agerande, de negativa externaliteter som kommer därav och utformningen av målet samt de föreslagna instrumenten. Som beskrevs i kapitel 3 är diskussionen och analysen av den relativa betydelsen av de olika negativa externa effekterna inte sällan kortfattad eller helt frånvarande. Detta leder i sin tur ofta till ett något otydligt avstamp i måldiskussionerna som därför kan landa i multipla mål med otydlig koppling sinsemellan eller i väldigt generella målformuleringar. Denna otydlighet beror sannolikt till viss del på problemets komplexitet och i slutändan kan det naturligtvis visa sig behövas multipla mål. Utgångspunkten för analysen av ett politikområde bör dock rimligen vara att ha så få och så tydliga mål som möjligt. Speciellt gäller detta om kunskapen inom ett område fortfarande har påtagliga luckor eller brister. Ett sätt att hantera detta är att diskutera såväl delmål som mål för hela politikområdet. Men hur ska då dessa mål väljas och formuleras?

⁵⁹ Litteraturen på området använder begreppet 'negativ extern effekt' för att beskriva denna typ av samhällsekonomiska problem.

⁶⁰ Se kapitel 3 för en beskrivning av hur litteraturen oftast beskriver instrumentens användningsområde.

Målen bör helst kopplas till de problem i samhällsekonomin som beror på de negativa externa effekterna. Litteraturgenomgången i kapitel 3 visar att forskningen har identifierat ett antal olika negativa externa effekter av beteendet hos olika aktörer, framför allt hos banker men även hos hushåll och företag. Dessa effekter kan beskrivas som att även om banker, hushåll och företag beter sig på ett för dem rationellt sätt, kan deras ibland likriktade beteende sammantaget leda till oönskade effekter. Hur ser då dessa beteenden ut?

4.1 Vilka problem ska politiken adressera?

Ett sätt att beskriva de skeenden som ligger bakom uppbyggandet och avvecklandet av finansiella obalanser är att beskriva när och hur de negativa externa effekterna uppträder under en stiliserad kreditykel (figur 1).⁶¹ Krisförloppet är uppdelat i tre faser:

1. Skulduppbyggnad och tillgångsprisökningar.
2. Finanskris och bankers sanering av balansräkningarna.
3. Efterbörd och hushålls och företags sanering av balansräkningarna.

Fas 1: Skulduppbyggnad och tillgångsprisökningar

Denna första fas innebär ofta hög BNP-tillväxt samt snabbt ökande kreditvolym och tillgångspriser. Dessa fenomen är i sin tur sammankopplade via olika kanaler i transmissionsmekanismen och förstärker varandra. Under fas 1 sker det inte något som är uppenbart negativt ur ett samhällsekonomiskt perspektiv och den allmänna uppfattningen

⁶¹ Beskrivningen här delar naturligen likheter med andra beskrivningar av ett krisförlopp, t.ex. det som brukar kallas för *Minsky moment*, dvs. när en marknad fallerar eller hamnar i kris efter en längre tids uppgång, driven av spekulation.

är i regel att det i bred bemärkelse går bra för ekonomin. Ekonomin växer snabbt, tillgångspriserna ökar och skuldsättningen stiger. Problemet är att aktörerna i ekonomin inte internaliserar hela kostnaden av den ökade risk de tar på sig, på såväl skuld- som tillgångssidan.

Litteraturen har identifierat olika negativa externa effekter som kommer av det beteende som banker, hushåll och företag visar upp. De tre viktigaste är att det skapas en tillgångspris- och skuldsättningsgradspiral (*balance sheet spiral*) samt att bankerna ökar sin riskkorrelation (*strategic complementarities*) och blir allt tätare sammankopplade (*interconnectedness*).

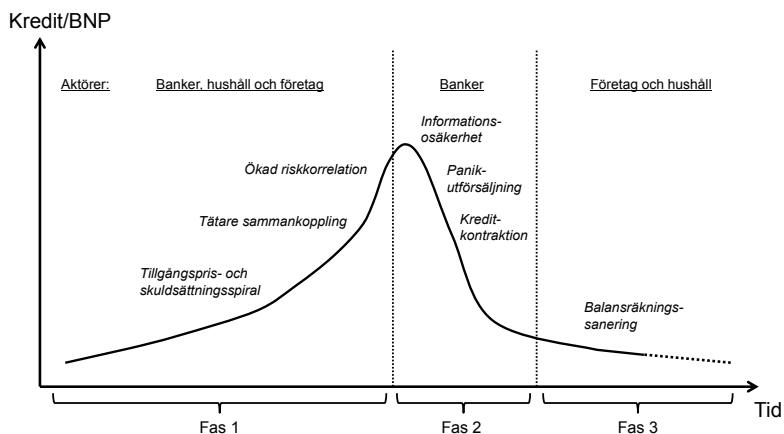
Tillgångspris- och skuldsättningsgradspiralen är namnet på den självförstärkande mekanism som är en konsekvens av att bankernas balansräkningar växer snabbt i en uppgångsfas (Brunnermeier m.fl., 2009). Högre tillgångspriser stärker bankens balansräkning vilket får den att justera sin skuldsättningsgrad, något som i sin tur ökar efterfrågan på tillgångar vilket ytterligare eldar på ökningen av tillgångspriser. Den negativa externa effekten kommer av att tillräckligt många följer samma strategi samtidigt. Skulle det endast röra sig om en bank skulle detta sannolikt inte vara tillräckligt för att påverka tillgångspriserna annat än marginellt och då uppstår heller ingen spiraleffekt.

Den ökade riskkorrelationen kommer bl.a. av att det finns strategier vars lönsamhet för bankerna ökar med antalet aktörer som följer samma strategi. De Nicolò m.fl. (2012) ger ett antal exempel från tidigare forskning, t.ex. att bankledning har incitament att följa den typ av strategi som investerare belönar/uppmuntrar hos konkurrenterna (Rajan, 1994). Denna typ av problem finns även för skuldsidan av bankernas balansräkningar, t.ex. när allt fler banker ökar sin marknadsupplåning med samma upplåningsform.⁶² Detta likriktade beteende leder alltså till att de olika bankernas resultat-

⁶² Exempelvis väljer många banker att finansiera sin ökade utlåning med säkerställda obligationer såsom bostadsobligationer.

och balansräkningar blir allt mer lika i termer av riskexponering, vilket gör bankerna som grupp mer sårbara för externa chocker.

Figur 4.1: De viktigaste negativa externa effekterna i en stiliserad kreditcykel



Källa: Egen skiss

Hushållens och företagens situation är i stora drag densamma, sett till de ovan beskrivna mekanismerna. Även här finns det en liknande spiral där högre tillgångspriser och förbättrade ekonomiska utsikter leder till högre skuldsättning. Och även här finns det risk för en ökad riskkorrelation. För företagen kan det handla om att investeringar i allt större utsträckning är lånefinansierade. Det kan också handla om att lånefinansiering vid företagsförvärv ökar markant i denna fas. För hushållens del handlar det om att den genomsnittliga exponeringen mot bostadsmarknaden ökar, då bostaden och bostadslånen utgör en växande andel av hushållens balansräkningar.

Fenomenet med tätare sammankoppling (*interconnectedness*) rör dock bara banker och andra finansiella institutioner. Banker verkar i ett sammankopplat system vilket gör att problem i en

del av systemet påverkar de andra delarna av systemet. De Nicolò m.fl. (2012) menar att denna påverkan, eller dessa spridningseffekter om man så vill, kommer av tillgångsprisrörelser, bilaterala interbankexponeringar samt återkopplingseffekter från den reala ekonomin. Den negativa externaliteten kommer av att sammankopplingen gör att små chocker hanteras genom att dess effekter sprids ut mellan olika aktörer, men att stora chocker istället förstärks då de når/träffar fler motparter. Denna typ av externaliteter är speciellt starka för systemviktiga finansiella institutioner (SIFI).

Sammantaget innebär alltså fas 1 att finansiella obalanser byggs upp när banker, hushåll och företag, på grund av de negativa externa effekterna, tar på sig allt mer skuld och risk och risken blir allt mer korrelerad. Detta agerande spär på tillväxten i ekonomin via transmissionsmekanismen och resulterar i en överhettning. Ett i sammanhanget vanligt problem är att denna typ av utveckling inte alltid uppfattas som omedelbart negativ, delvis beroende på att det är svårt att avgöra hur allvarlig den faktiskt är. Det problemet gäller dock inte för fas 2, vilken beskrivs härnäst.

Fas 2: Finanskris och bankernas sanering av balansräkningarna

Fas 2 inleds med att något utlöser en finansiell kris. Såväl den utlösande faktorn som det precisa händelseförloppet kan naturligtvis variera mellan kriser, men de har i regel flera gemensamma drag och den senaste krisens förlopp kommer att användas som ett illustrativt exempel, om än inte heltäckande.

I slutet av 2006 och början av 2007 började de amerikanska huspriserna att falla efter att ha stigit snabbt under flertalet år, en vändning som skulle visa sig vara startskottet på krisen. Följden av de fallande amerikanska bostadspriserna blev nämligen att de värdepapper som var kopplade till dem tappade kraftigt i värde, vilket i sin tur gav följdverkningar för såväl andra närbesläktade

värdepapper som för de institutioner som innehade dem. Den akuta delen av krisen kom när Lehman Brothers på grund av denna utveckling ansökte om konkursskydd i september 2008 och det stod klart att amerikanska myndigheter inte skulle ingripa (som man gjort med t.ex. Bear Sterns 2007). Den enorma osäkerhet kring vilka följder detta skulle få för det finansiella systemet i övrigt innebar drastiskt fallande likviditet på flertalet centrala finansiella marknader och snabbt fallande tillgångspriser.

I detta mycket kort återgivna händelseförlopp finns det ett antal bakomliggande negativa externaliteter som förklarar en stor del av skeendet. Den akuta delen av krisfasen innebär att banker får mer eller mindre stora problem med kapitaltäckningen på grund av att deras tillgångar minskar i värde. För att lösa detta kan bankerna antingen skaffa mer kapital eller krympa tillgångssidan i balansräkningen, dvs. de får sälja tillgångar eller dra ner på utlåningen. Problemet för det stora flertalet banker är att det är mycket svårt att få in nytt kapital mitt i en krissituation, varför de flesta tvingas krympa tillgångssidan. Detta kan alltså ske på två olika sätt och båda ger upphov till varsin typ av negativ extern effekt.

Den första lösningen är att banken säljer av tillgångar. Den negativa externa effekten kommer av att många banker i stor utsträckning samtidigt säljer liknande tillgångar, delvis på grund av den ökade riskkorrelationen (se fas 1). Dessa panikutförsäljningar (*fire sales*) resulterar i snabbt fallande priser då det ökade utbudet driver marknaden. I vilken utsträckning sådana panikutförsäljningar kan utgöra ett reellt hot beror givetvis på hur stor andel av bankernas balansräkningar som består av värdepapper som värderas till verkligt värde. Dessutom blir denna negativa externa effekt mindre uttalad om bankernas tillgångar till största del består av utlåning.⁶³

⁶³ Resonemanget om panikutförsäljningar är medvetet förenklat i flera avseenden. Det är t.ex. långt ifrån säkert att en försäljning av tillgångar förbättrar kapitaltäckningen. Vidare kan en samtidig utförsäljning av tillgångar även bero på andra motiv, t.ex. likviditetsproblem. Dock gäller fortfarande att den negativa externa effekten i form av snabbt och kraftigt fallande tillgångspriser uppstår när många aktörer samtidigt säljer av samma typer av tillgångar.

Informationsosäkerhet (*pure informational contagion*) är ytterligare en negativ extern effekt som påverkar priserna och likviditeten på de finansiella marknaderna (Brunnermeier m.fl. 2009). Effekten kommer av att de olika aktörerna är osäkra på om övriga aktörer fortfarande är solventa. För det stora flertalet aktörer blir det helt enkelt avsevärt svårare att bedöma motpartsrisken, vilket leder till en påtagligt ökad försiktighet och därmed lägre aktivitet, dvs. en försämrad likviditet. Den negativa externa effekten kommer av att så många samtidigt har samma problem med informationsosäkerhet. Hade den bara gällt något enstaka institut hade den inte haft samma påverkan på aktiviteten och likviditeten på de finansiella marknaderna.

Den andra lösningen för att krympa bankens tillgångssida i balansräkningen är att dra ner på utlåningen. Denna lösning innebär inga direkta problem för banken på det sättet som panikutförsäljning av tillgångar, annat än en minskad intjäningsförmåga. Men, när tillräckligt många banker samtidigt drar ner på sin utlåning i syfte att förbättra sin kapitaltäckning innebär det en kreditkontraktion (*credit crunch*) i ekonomin som helhet, vilken utgör en tydlig negativ extern effekt som drabbar låntagarna, dvs. hushåll och företag.⁶⁴

Fas 2 innebär alltså att bankerna avvecklar stora delar av de finansiella obalanser som byggts upp under fas 1. Fas 2 är dock relativt begränsad i tid, bl.a. på grund av att bankerna är pressade att snabbt återställa kapitaltäckningen till acceptabla nivåer. Dessutom har bankerna relativt flexibla balansräkningar, dvs. de är möjliga att justera, vilket bidrar till att perioden med en kreditkontraktion från utbudssidan i regel är förhållandevis kortvarig. Det gäller dock inte kreditefterfrågan från företagen och framför allt hushållen, vilket beskrivs härnäst.

⁶⁴ I en nedgångsfas är det naturligt att bankerna gör en ny bedömning av olika låntagares möjligheter att betala sina lån. Detta leder till det som kallas kreditmigration, dvs. att den bedömda kreditrisken hos ett stort antal låntagare samtidigt höjs, vilket förstärker kreditkontraktionen.

Fas 3: Efterbörd och företagens och hushållens skuldminskning

I fas 3 är mekanismerna bakom problemet mycket lika de som driver bankerna i fas 2. Åren efter den akuta krisen försöker nämligen även företag och hushåll att konsolidera sina balansräkningar. Ett typexempel är att hushållen upptäcker att krisen medfört att lånen som andel av husets värde har ökat markant på grund av fallande huspriser. Den stora skillnaden mot bankerna är att hushållen, och i viss utsträckning företagen, inte har samma flexibilitet i sina balansräkningar. För många hushåll finns det inte några nämnvärda tillgångar att sälja, varför det enda sättet att minska skuldsättningsgraden är att amortera på lånen i snabbare takt. Dessutom innebär denna fas att hushållen är osäkra på den framtida ekonomiska utvecklingen och ökar sitt sparande, s.k. försiktighetssparande. Företagen beter sig på ett liknande sätt och skjuter upp sina investeringar. Dessa processer pågår under lång tid och det är svårt att påverka aktörernas agerande eftersom agerandet är rationellt ur de enskilda hushållens och företagens perspektiv. Den negativa externa effekten uppstår när många hushåll och företag samtidigt agerar på detta sätt vilket resulterar i en svag efterfrågan i ekonomin under lång tid. Denna negativa externa effekt har fått namnet balansräkningsrecession (*balance sheet recession*). Fas 3 innebär alltså att företagen och hushållen avvecklar stora delar av de finansiella obalanser som de byggt upp under fas 1.

Olika faser kan uppträda samtidigt

Skeendet som beskrivits i fas 1 till 3 ovan är avsiktligt förenklat för att illustrera vad det är som politiken ska försöka motverka. En sådan förenkling är att faserna inte är så tydligt uppdelade i verkligheten. Fenomenen med kreditkontraktion och balansräkningsanering kan t.ex. uppträda samtidigt. Faserna behöver dessutom inte följa på varandra på det sätt som

beskrivits. Som noterats tidigare kan t.ex. en skulduppbyggnad (fas 1) följas av såväl en finansiell kris (fas 2) som av en skuldminskning hos hushåll och företag (fas 3). En situation med balansräkningsrecession kan alltså uppstå utan att den föregås av en finansiell kris. Detta understryker ytterligare problemets komplexitet och motiverar en bredare definition av politikområdet. Ytterligare en möjlighet är att uppbyggnadsfasen (fas 1) inte leder till en finansiell kris eller en balansräkningsrecession, t.ex. om den ökade skuldsättningen hos hushåll och företag är en anpassning till ändrade strukturella förhållanden. I sådana fall rör det sig alltså om en utveckling som inte bör motverkas trots att den påverkar efterfrågan i ekonomin. Det är dock väldigt svårt att i praktiken identifiera och avgöra om en skulduppbyggnad riskerar att leda till problem eller inte. Denna frågeställning berörs i kapitel 5 i samband med diskussionen rörande tänkbara indikatorer för att fånga finansiella obalanser.

4.2 Hur påverkas den reala ekonomin av problemen?

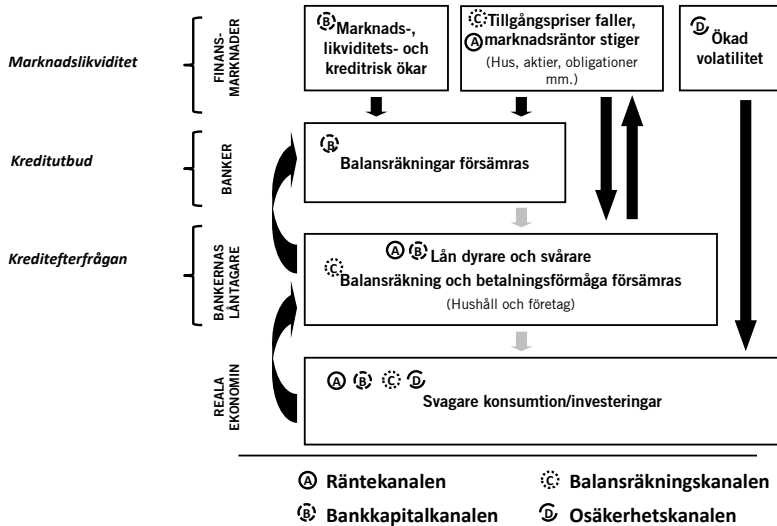
Beskrivningen i föregående avsnitt syftade till att illustrera vilka typer av negativa effekter som kommer upp under olika delar av en kreditykel. Men de negativa externa effekterna kan också beskrivas utifrån deras effekt på tre huvudområden, nämligen:

1. Marknadslikviditet.
2. Kreditutbud.
3. Kreditefterfrågan.

En poäng med denna beskrivning är att det blir lättare att illustrera på vilket sätt dessa negativa externa effekter, genom olika transmissionskanaler, påverkar den reala ekonomin (figur 4.2).

Vad gäller marknadslikviditeten är denna definition viktig i förhållande till bankernas likviditet. Marknadslikviditet syftar på hur lätt det är att sälja och köpa en tillgång på en viss marknad, medan bankernas likviditet syftar på den mängd likvida medel som banken har för att klara sin löpande verksamhet. Denna distinktion är viktig för framställningen här, men är inte sällan otydlig i litteraturen (se kapitel 3).

Figur 4.2: Analysschema för transmissionsmekanismen, inklusive de tre huvudområdena för negativa externa effekter



Källa: Egen skiss och Finansdepartementet (2012)

När det gäller marknadslikviditeten kommer de negativa externa effekterna i princip uteslutande under den akuta delen av en kris (fas 2). De två dominerande effekterna är informationsosäkerhet och panikutförsäljningar. Situationen som uppstår på de finansiella marknaderna karakteriseras ofta av stor volatilitet och snabba och djupa fall i priset på de aktuella marknaderna. Ökad volatilitet innebär en ökad osäkerhet och därmed ökad

försiktighet, vilket dämpar efterfrågan i ekonomin (osäkerhetskanalen). Problemen ovan har dessutom en nära koppling till kreditutbudet då det är speciellt problematiskt med stora likviditetsproblem på de marknader där bankerna finansierar sin verksamhet.

När det gäller kreditutbudet medför t.ex. panikutförsäljningar och informationsosäkerhet att olika risker förknippade med bankverksamhet ökar och att finansiella tillgångar snabbt minskar i värde. Som det beskrevs tidigare så medför detta att banker ofta tvingas att dra ner på sin utlåning för att förbättra kapitaltäckningen (bankkapitalkanalen), vilket resulterar i en kraftig kreditstramning och/eller en kraftig ökning av utlåningsräntorna, vilket i sin tur dämpar efterfrågan i den reala ekonomin. Detta skeende förstärks i sin tur av den tätare sammankopplingen mellan de finansiella institutionerna som byggts upp under fas 1, tillsammans med den ökade riskkorrelationen.

När det gäller kreditefterfrågan påverkas hushållen och företagen också av de snabbt fallande tillgångspriserna, och framför allt då hushållen som får svagare balansräkningar av husprisfallen. I syfte att sänka sin belåningsgrad ökar de amorteringstakten, dvs. de ökar sitt sparande. Den negativa externaliteten, en balansräkningssanering, uppstår när många hushåll och företag gör likadant och på detta sätt minskar den aggregerade efterfrågan i ekonomin (balansräkningskanalen).

4.3 Hur kan ett mål för politiken formuleras?

Analysen av vilka problem som politiken ska adressera och hur dessa påverkar ekonomin ger de nödvändiga byggstenarna för att formulera ett övergripande mål för den finansiella stabilitetspolitiken.

4.3.1 Mål för politikens delområden

För att formulera ett övergripande mål för finansiell stabilitetspolitik är det nödvändigt att ta ställning till om det finns ett behov av en förebyggande politik och därmed delmål för de tre huvudområdena marknadslikviditet, kreditutbud och kreditefterfrågan.⁶⁵

Marknadslikviditeten är ett område där det inte finns ett behov att motverka alltför likvida marknader i en uppgångsfas (fas 1). Däremot finns det ett tydligt behov av att förbättra likviditeten på marknaderna i en krissituation (fas 2), vilket denna rapport dock inte utreder, mer än att konstatera att både statsskuldspolitiken och penningpolitiken spelar en central roll för marknadslikviditeten.⁶⁶ Utöver detta kan naturligtvis strukturella åtgärder vidtas som förbättrar marknadens funktionssätt.

Målet för kreditutbudet (delmål 1) bör vara att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser hos de finansiella institutionerna. Finansiella obalanser kan uppstå i många delar av verksamheten, inte bara i de delar som relaterar till kreditgivningen. Dessa kan motverkas genom att säkerställa att de finansiella instituten bygger upp kapital- och likviditetsreserver så att de inte ska behöva vidta stora konsolideringar av sina balansräkningar i händelse av kris. I avsaknad av tillräckliga reserver finns det risk att de finansiella instituten drar ner på sin utlåning för att förbättra sin kapitaltäckning. Denna målformulering gör det möjligt att tydliggöra vad som är överordnat inom detta delområde, dvs. bankernas roll i kreditutbudet.⁶⁷ Det bör dock understrykas att

⁶⁵ Formuleringen av delmål ska alltså inte ses som ett sätt att bortse från komplexiteten, utan ett sätt att hantera den.

⁶⁶ Med statsskuldspolitik avses här den roll som den statsskuldsväxlande myndigheten (Riksgälden i Sverige) spelar i en krissituation genom t.ex. eventuella extra emissioner av statsskuldväxlar och statsobligationer samt genom köp av t.ex. bostadsobligationer.

⁶⁷ Rapportens bedömning är att ett stort antal indikatorer bör följas för att ge en bra bild av respektive delområde och för att utgöra ett stöd i uppfyllandet av respektive delmål. I litteraturgenomgången i avsnitt 3.2 återfinns en utförlig genomgång av möjliga indikatorer.

det är långt ifrån trivialt att uppnå detta delmål, vilket avspeglas i nuvarande regelverk och de diskussioner som följt i spåren av den globala finanskrisen. En anledning till komplexiteten är att problemet har två dimensioner, tvärsnittsdimensionen och tidsdimensionen.⁶⁸

Målet för kreditefterfrågan (delmål 2) bör på motsvarande sätt vara att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser hos hushåll och företag. Risken är annars att de bygger upp en så hög skuldsättning att de i händelse av kris genomför (omfattande) konsolideringar av sina balansräkningar under lång tid.⁶⁹ Denna formulering gör det möjligt att tydliggöra vad som är överordnat inom detta delområde, dvs. hushållens och företagens kreditefterfrågan.

Finansiella obalanser är ett samlingsnamn för de sårbarheter som uppkommer på grund av de olika negativa externa effekter som diskuterades i avsnitt 4.1. Därmed ligger rapportens definition mycket nära det som Bernanke (2013) kallar just sårbarheter (*vulnerabilities*). Finansiella obalanser innebär dock inte automatiskt problem. Betydelsen av dem bestäms i stället av ett samspel med de chocker som drabbar ekonomin. Chockerna kan fungera som utlösande faktorer, det Bernanke (2013) kallar *triggers*. Kombinationen av finansiella obalanser och utlösande faktorer är det som avgör om de leder till finansiella kriser. Bernanke (2013) tar de förluster som innehavare av s.k. subprimelån (*subprime mortgages*) råkade ut för som exempel på en utlösande faktor till den globala finanskrisen. Som påpekades leder inte alla chocker till finansiella kriser. För att kunna

⁶⁸ Tvärsnittsdimensionen rör t.ex. risk för ökad riskkorrelation och tätare sammankoppling mellan finansiella institut, två av de externa negativa effekter som beskrevs i avsnitt 4.1. Tidsdimensionen rör t.ex. tillgångspris- och skuldsättningspiralen, en annan av de beskrivna negativa externa effekterna. Utvecklingen i tvärsnittsdimensionen skulle kunna beskrivas med någon form av systemriskmått, medan tidsdimensionen skulle kunna beskrivas med något mått på pris och kvantitet för kreditutbudet.

⁶⁹ Det är viktigt att understryka att den finansiella stabilitetspolitiken måste ta i beaktande att en lång rad andra delar av den ekonomiska politiken kan påverka, vilket diskuterades i avsnitt 2.3. Den ovan föreslagna formuleringen av ett mål för detta delområde sker alltså mot bakgrund av vetskapen att övrig ekonomisk politik har en mycket stor inverkan på möjligheterna att nå målet.

identifiera dessa finansiella obalanser och utlösande faktorer behövs en bred analys av olika indikatorer, vilket diskuteras i kapitel 5. Den finansiella stabilitetspolitiken bör alltså inriktas på att minska de finansiella obalanserna/sårbarheterna så att eventuella utlösande faktorer inte får negativa effekter på kreditutbud och kreditefterfrågan och därmed på den reala ekonomin.

4.3.2 Mål för hela politikområdet

Föregående avsnitt redogjorde för en analys som visade att marknadslikviditeten inte bör vara en del av den förebyggande finansiella stabilitetspolitiken, men att den utgör ett viktigt komplement i en krissituation. Den finansiella stabilitetspolitiken bör i stället inriktas på två delmål, nämligen att motverka uppbyggnad av obalanser, dels hos banker, dels hos företag och hushåll. Dessa obalanser riskerar annars att få betydande negativa konsekvenser för kreditutbudet och för kreditefterfrågan och därmed på den reala ekonomin. Formuleringen av dessa två delmål ger en naturlig övergång till diskussionen om ett mål för hela politikområdet.⁷⁰

Drehmann m.fl. (2011) väljer att starta målanalysen genom att definiera tre olika typer av mål. En utvidgad och omarbetad version av Drehmann m.fl. (2011) kan användas för att belysa viktiga skillnader mellan olika målformuleringar (se tabell 4.1 nedan).

Den första typen av mål (mål 1) innebär att instrumenten används för att stabilisera konjunkturen, vilket innebär att politiken kommer att komplettera den befintliga

⁷⁰ Det bör understrykas att dessa och övriga finansiella obalanser samt makroekonomiska obalanser är ömsesidigt beroende av varandra. En bred definition av målet för politikområdet kräver en analys även av dessa förhållanden, vilket även framgick av avsnitt 3.2. Rapporten förordar inte att alla dessa obalanser ska ingå i målformuleringen, en sådan definition ligger dock nära den definition som förordas av White (2010). Däremot kan makroekonomiska obalanser resultera i finansiella obalanser, och vice versa, vilket den finansiella stabilitetspolitiken måste ta i beaktande.

stabiliseringspolitiken och att det inte är frågan om ett nytt, eget politikområde. Den andra typen av mål (mål 2) är att stabilisera kreditmarknaden genom att motverka uppbyggnad av obalanser som annars kan få betydande negativa konsekvenser för kreditutbudet och kreditefterfrågan (ett brett finansiellt mål).⁷¹

Tabell 4.1: Alternativa mål för det nya politikområdet

	Mål	Målvariabel	Benämning
1	Stabilisera konjunkturen	Aggregerat utbud / Aggregerad efterfrågan	Stabiliseringspolitik*
2	Stabilisera kreditmarknaden	Kreditutbud / Kreditefterfrågan	Finansiell stabiliseringspolitik
3a	Stabilisera banksystemet	Upprätthålla grundläggande funktioner	Makrotillsynspolitik
3b	Förbättra bankernas motståndskraft	Upprätthålla grundläggande funktioner	Strukturell makrotillsynspolitik

* Mål av typ 1 är inte ett mål för ett eget politikområde. Politiken blir i detta fall en del av den befintliga stabiliseringspolitiken, dvs. den fungerar huvudsakligen som ett komplement till penningpolitiken.

Källa: Egen skiss

⁷¹ En bredare variant av mål 2 hade varit att stabilisera kreditlevsnen, eller det som Drehmann m.fl. (2011) kallar den finansiella konjunkturcykeln (se litteraturgenomgången i kapitel 3). Rapportens bedömning, liksom Drehmann m.fl. (2011), är att det i nuläget inte är lämpligt att ha en så hög ambitionsnivå. En anledning är att det är mycket svårare att stabilisera själva kreditlevsnen, än vad det är att motverka de finansiella obalanserna/sårbarheterna t.ex. över den finansiella konjunkturcykeln. Tanken med de cykliska instrumenten är att få olika aktörer att bygga upp buffertar i goda tider som de sedan kan använda i en nedgångsfas. Genom att göra kapitalkostnaden högre i fas 1 och lägre i fas 2 och 3 av kreditlevsnen kan dessa buffertar bidra till att jämna ut de finansiella konjunkturcyklerna, trots att det inte är det primära målet för den finansiella stabilitetspolitiken. Skillnaden mellan ett mål med syftet att stabilisera kreditmarknaden och ett mål med syftet att stabilisera en kreditlevsn är att den senare kräver en kvantitativ målvariabel som vägleder användandet av de cykliska instrumenten, i likhet med hur inflationsmålet vägleder penningpolitiken. Jämfört med ett smalare mål inbegriper det förordade målet av typ 2 dels flera aktörer (banker, företag och hushåll), dels flera dimensioner (cyklisk och strukturell) dels fler obalanser det ska motverka. Det är därför svårt att i nuläget formulera och förordade ett kvantitativt mål. Ett kvantitativt mål som diskuterats är kreditgapet. Men, det finns olika problem med denna variabel som diskuteras närmare i avsnitt 5.2.1. Bedömningen där är att en bred ansats bör vägleda politiken och att ett eventuellt kvantitativt mål är en fråga för framtiden.

Den tredje typen av mål är att skydda banker från uppbyggnad av sårbarheter i det finansiella systemet (ett smalt finansiellt mål). Detta mål syftar då till att stärka systemets motståndskraft utan någon explicit hänsyn till effekterna på varken de reala eller finansiella konjunktursvängningarna. Detta mål kan formuleras på två olika sätt, beroende på om avsikten med politiken är att hantera problemen både i tidsdimensionen och i tvärsnittsdimensionen (mål 3a) eller endast i tvärsnittsdimensionen (mål 3b).⁷²

Gemensamt för alla mål, utom mål 3b, är att man ur ett cykliskt perspektiv kan försöka nå dem olika aktivt, dvs. det som inom stabiliseringspolitiken brukar kallas *fine tuning* och *coarse tuning*, dvs. en mer respektive mindre aktivistisk politik. Dessa två begrepp påminner om det som t.ex. i den penningpolitiska litteraturen brukar kallas optimal respektive robust politik. Väldigt kortfattat är en optimal ansats baserad på detaljerad kunskap och modellering med sikte på att maximera välfärden, medan en robust ansats går ut på att minimera misstagen och då framförallt att undvika stora misstag som genererar väldigt dåliga ekonomiska utfall. Som kommer att framgå av kommande kapitel så förordar denna rapport att finansiell stabilitetspolitik i praktiken bör präglas av *coarse tuning* och robust politik.⁷³

För politiken är det är önskvärt att om möjligt ta sikte på de negativa externaliteterna så direkt som möjligt. Det innebär att ett mål som det första faller bort, då det handlar om ett indirekt mål. Det är de finansiella negativa externa effekterna som ska adresseras i första hand och det finns en lång rad faktorer utöver dessa finansiella negativa externa effekter som påverkar de reala konjunktursvängningarna.

⁷² Se kapitel 3 för utförligare diskussioner kring dessa två olika dimensioner.

⁷³ Ett bra exempel i detta sammanhang är Riksbanken (2012b). Författarna använder BIS metod för att avgöra när de kontracykliska kapitalbuffertarna skulle aktiverats i Sverige, om de hade funnits tidigare. Under perioden 1981-2012 skulle de ha aktiverats (höjts) endast vid två tillfällen; 1986 inför den kommande krisen på 1990-talet samt 2005 inför den kommande globala finanskrisen. I någon mening skulle man därför för ökad tydlighet kunna etikettera de kontracykliska kapitalbuffertarna som kvasi-strukturella, snarare än som cykliska, även om den sistnämnda etiketten naturligtvis är korrekt.

Det är dock önskvärt att målet inkluderar så mycket som möjligt av det som den ekonomiska politiken faktiskt önskar påverka. Det innebär att den tredje typen av mål med fokus endast på de finansiella institutionernas motståndskraft, dvs. med fokus endast på utbudssidan av kreditmarknaden (mål 3a och 3b), också är ett andrahandsval då det exkluderar hushållen och företagen, dvs. kreditefterfrågan.

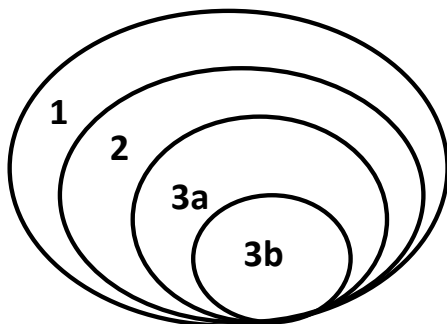
Valet av mål blir i stället det andra målet, att stabilisera kreditmarknaden, dvs. att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser som annars kan få betydande negativa konsekvenser för kreditutbudet och kreditefterfrågan.⁷⁴ Jämfört med det första målet är det närmare knutet till de underliggande problemen då de negativa externa effekterna adresseras mer direkt och kan därför snarast ses som ett komplement till att nå makroekonomisk stabilitet. Jämfört med den tredje typen av mål är det mer heltäckande då även hushållen och företagen inkluderas, dvs. kreditmarknadens efterfrågesida.

Valet av mål skiljer sig alltså från huvudfrågan av litteraturen (mål av typ 3). Valet bottenar i den bredare formuleringen av det samhällsekonomiska problemet, och att en större vikt lagts vid finansiella obalanser hos hushållen och företagen. Att hushållens relevans för politiken inte endast kommer av bolånens roll i bankernas balansräkning gör också att de negativa externa effekterna, via deras inverkan på de tre huvudområdena, lättare kan kopplas till den reala ekonomin via analys-schemat i figur 4.2, då hushåll och företag har en uttalad roll.

Till sist, det är värt att understryka att det här förordade målet (mål 2) innefattar de två mål (mål 3a och 3b) som litteraturen ofta förordar. På samma sätt innefattar mål av typ 1 mål av typ 2, se figur 4.3 nedan.

⁷⁴ Att det finansiella systemet kan upprätthålla sina grundläggande funktioner är en förutsättning för ett fungerande kreditutbud.

Figur 4.3: Hur förhåller sig målen i tabell 4.1 till varandra?



Källa: Egen skiss

4.3.3 Vad måste ett mål täcka?

Kan inte valet av mål och delmål i avsnitten ovan synbarligen innebära att de negativa effekterna gällande marknadslikviditeten inte inkluderas i målformuleringarna? Ett möjligt svar på denna fråga rymms i det som Longworth (2011) kallar policyproblemets dimensionalitet. Som tydliggjordes i kapitel 3 så ger litteraturen en lång rad exempel på olika typer av negativa externa effekter, av vilka de viktigaste adresserats i avsnitt 4.1 och 4.2. Longworth (2011) poängterar att externaliteterna kan vara beroende av varandra, vilket i så fall skulle innebära att alla eventuellt inte behöver adresseras samtidigt. Beror problem B på problem A kan det därför räcka med att adressera problem A. Problemen under den akuta krisen i fas 2 är sprungna ur bankernas låga kapitaltäckning och likviditetssituation, vilka de måste försöka justera. Bankernas ansträngningar att lösa problemet kan ge upphov till såväl en kraftig kreditkontraktion (kreditutbud) som panikutförsäljningar (marknadslikviditet). Ett mål med sikte på kreditutbudet, och därmed indirekt på kapitaltäckningen och likviditetssituationen som ligger bakom den negativa externa effekten som påverkar kreditutbudet,

kommer alltså sannolikt att ha positiva effekter även på marknadslikviditeten, även om detta inte är huvudmålet.

4.4 Sammanfattning av måldiskussionen

Finansiella kriser kan ha mycket påtagliga konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen och effekterna är både omfattande och långvariga när banker, företag och hushåll avvecklar stora delar av de finansiella obalanser som byggts upp under lång tid. Kopplingen mellan de finansiella obalanserna och den reala ekonomins utveckling går huvudsakligen via aktörernas roller på kreditmarknaden. Att stabilisera kreditmarknaden är därför den finansiella stabilitetspolitikens mål. Detta mål kan i sin tur delas upp i två delmål; att motverka uppbyggandet av finansiella obalanser hos banker (kreditutbud) respektive hushåll och företag (kreditefterfrågan). Marknadslikviditeten är ett område där det inte finns ett behov att motverka alltför likvida marknader i en uppgångsfas. Däremot finns det ett tydligt behov av att förbättra likviditeten på marknaderna i en krissituation. Skälen för rapportens bedömning är att målformuleringen ovan tydligt beskriver hos vilka aktörer de finansiella obalanserna uppstår och vilken förebyggande politik som behövs för att motverka uppkomsten av dessa obalanser, obalanser som annars kan få betydande effekter på den reala ekonomin.

5 Vilka indikatorer behövs för analysen?

I kapitel 4 konstaterades att målet för finansiell stabilitetspolitik bör vara att sätta in åtgärder för att i god tid motverka uppkomsten av finansiella obalanser, som annars kan få långtgående konsekvenser för kreditutbudet och kreditefterfrågan om de korrigeras. Det är samtidigt en svår uppgift att identifiera finansiella obalanser, vilket understryks av bl.a. Drehmann m.fl. (2011). Ett beslutsunderlag för när åtgärder bör sättas in kräver därför en bred uppsättning av relevanta indikatorer som kan signalera när politiken ska aktiveras. I ett inledande avsnitt (5.1) föreslås riktlinjer för vad analysen bör innehålla och vikten av en bred uppsättning indikatorer betonas. Avsnitt 5.2 presenterar ett mindre urval centrala indikatorer som även har en nära koppling till de effektbedömningar som görs i kapitel 6. Avsnitt 5.3 sammanfattar.

5.1 Bred uppsättning indikatorer är nödvändig

Detta avsnitt berör huvudsakligen den analys som är förknippad med användandet av de cykliska instrumenten riktade mot kreditutbud och kreditefterfrågan. Det bör understrykas att analysen bör baseras på ett heltäckande analysunderlag om situationen på de finansiella marknaderna (marknadslikviditet), hos bankerna (kreditutbud) och hos hushåll och företag

(kreditefterfrågan).⁷⁵ Ett sådant underlag bör även inkludera indikatorer på och analys av bankernas, företagens och hushållens balansräkningar, kompletterat med prognoser och scenarioanalyser av olika aktörers ekonomiska situation. Dessutom bör det innehålla marknadsbaserade och framåtblickande indikatorer samt indikatorer som mäter i vilken grad olika finansiella institut ökar risken i det finansiella systemet. Vidare bör analysen vara baserad på såväl mikro- som makrodata.

Som en liten öppen ekonomi med en stor finansiell sektor som har verksamhet i flera olika länder är Sverige starkt beroende av omvärlden. Detta innebär att effekterna av uppbyggande och avvecklande av finansiella obalanser i omvärlden lätt fortplantar sig i Sverige. Därför är det av stor vikt att även ha en god uppfattning om situation i omvärlden genom inkludandet av finansiella omvärldsindikatorer. Naturligtvis kan en svensk finansiell stabilitetspolitik inte påverka obalanser i omvärlden, men den kan hjälpa till att dämpa de effekter som dessa externa obalanser har på svensk ekonomi.

För en fullständig analys av finansmarknader, banker, företag och hushåll krävs det självfallet en stor mängd indikatorer inom respektive område. Men, för att kunna skapa överskådlighet och för att lättare kunna kvantifiera effekterna på den reala ekonomin med ekonometriska metoder, finns det behov av att arbeta utifrån ett fåtal sammanfattande indikatorer, vilket diskuteras i följande avsnitt.

5.2 Urval av centrala indikatorer

Tanken med detta avsnitt är att diskutera lämpliga indikatorer kopplade till respektive delområde, dvs. till de olika delarna av ekonomin i figur 4.2. Även om detta avsnitt inte syftar att lägga fram en komplett analysram diskuteras ett antal centrala

⁷⁵ Ett sådant underlag bör inkludera alla de indikatorer som redogjordes för i litteraturgenomgången i avsnitt 3.2.

indikatorer. Först analyseras en indikator för kreditmarknaden (avsnitt 5.2.1). Motivet är denna marknads centrala betydelse i målformuleringen (mål 2). För att få en mer komplett bild av situationen på kreditmarknaden analyseras i avsnitt 5.2.2 utlåningsräntan som är priset på kreditmarknaden, kompletterad med två andra indikatorer som fångar faktorer av betydelse för kreditmarknaden och likviditeten på de finansiella marknaderna (förmögenhetsgap samt finansiellt stressindex). Ett annat motiv för urvalet är att indikatorerna kan användas för att beskriva de olika kanalerna i transmissionsmekanismen, dvs. hur chocker på de finansiella marknaderna påverkar den reala ekonomin (Finansdepartementet, 2012).

5.2.1 Indikator för kreditmarknaden

I litteraturen finns visst empiriskt stöd när det gäller valet av indikatorer. Sedan relativt lång tid har det publicerats uppsatser med frågeställningen ”finns det variabler som fungerar som indikatorer på kommande finanskriser?” (se litteraturgenomgången i kapitel 3). Två exempel på sådana uppsatser är Borio och Lowe (2002) och Drehmann m.fl. (2011), vilka båda analyserar en rad olika reala och finansiella indikatorer – t.ex. tillgångspriser, kreditvolym och investeringar – för att se i vilken utsträckning de kan förutsäga finansiella kriser. Indikatorerna testas både enskilt och i olika kombinationer. Slutsatsen från studierna är att kreditgapet är den bästa tillgängliga indikatorn.

Kreditgapet mäter den aktuella kreditvolymen som andel av BNP och hur mycket den avviker från sin långsiktiga trend.⁷⁶ Först beräknas hur den totala kreditgivningen i ekonomin ser ut i förhållande till BNP idag (utlåningskvoten). Detta är alltså ett aggregerat mått som mäter obalanser på kreditmarknaden. Därefter används historiska data för att beräkna trenden. Detta

⁷⁶ Se bilaga A för en detaljerad beskrivning av kreditgapet.

görs genom att använda ett ensidigt HP-filter. Ett ensidigt HP-filter har fördelen att det ger mer tyngd åt senare års utveckling. Dessutom påverkas inte tidigare beräkningar av gapet av att nya observationer tillkommer. Därefter analyseras hur dagens utlåningskvot förhåller sig till trenden. Ett stort positivt gap indikerar att kreditgivningen är hög och att det finns risk att en utlåningsbubbla håller på att byggas upp.

Valet av kreditgapet som indikator för kreditmarknaden verkar vara välavvägt, ur perspektivet att den har en relativt hög korrelation med det tillstånd som ska undvikas, dvs. en finansiell kris. Men ibland kan indikatorn naturligtvis ge felaktiga signaler, dels genom att den inte signalerar kris fastän det faktiskt blir en kris kort därefter (typ 1-fel), dels genom att den är på nivåer som signalerar kris när det i själva verket inte kommer någon (typ 2-fel). En möjlig förklaring som uppsatserna lyfter fram till de fel av typ 1 som görs är att de testade indikatorerna är inhemska, medan finansiella kriser inte sällan är internationella eller globala. En förklaring till de fel av typ 2 som görs finns i Dell’Ariccia m.fl. (2012). I deras globala sampel visar det sig att i ca 40 procent av fallen är en kraftig uppgång i kvoten kredit/BNP inte en uppbyggnadsfas (fas 1), utan något som verkar vara ett skifte till en ny och högre jämviktsnivå, dvs. ett strukturellt skift i ekonomin. Relativt ofta sker det alltså i olika ekonomier kraftiga ökningar av skuldsättningen som inte leder till en kris. Givet skuldsättningens roll i finansiella kriser genom historien känns resultaten inte orimliga. Ett ihållande positivt och växande kreditgap beskriver nämligen att kreditvolymerna under en lång tid har vuxit snabbare än ekonomin som helhet, jämfört med den historiska utvecklingen. Naturligtvis är detta en starkt förenklad bild av vad som föranleder en kris och den stämmer följaktligen inte alltid. Ett starkt positivt kreditgap under en längre tid kan därför ses som den vanligaste gemensamma nämnaren för finansiella kriser, varken mer eller mindre.

Resonemanget ovan tangerar frågan om kreditgapets förmåga att göra korrekta prognoser om en kris inträffar inom ett till tre

år. Som konstaterats är det den bästa tillgängliga indikatorn i detta avseende och gör enligt Drehmann m.fl. (2011) korrekta prognoser i cirka 2/3 av fallen.⁷⁷ Den andra sidan av myntet är dock att den missar en kommande kris (typ 1-fel) i 1/3 av fallen och det bör poängteras att prognosförmågan bara gäller under uppbyggnaden av finansiella obalanser (fas 1).^{78, 79}

Även om kreditgapet är en relativt bra indikator att följa bör det påpekas att måttet inte säger något om krediter är bra eller dåliga, vilket förstås beror på om de finansieras en bra eller dålig tillgång. Det krävs således information om tillgången för att bedöma om en kredit är ett problem eller inte. Men det krävs mer än så. Vad som behövs är indikatorer på obalanser i hela balansräkningen för banker, företag och hushåll. Dessutom är det av stor vikt att göra en samlad bedömning av låntagarnas betalningsförmåga. Det räcker alltså inte att bara titta på skulder, det krävs information om såväl tillgångssidan som betalningsförmågan för att bedöma om en kredit är ett problem eller inte.

5.2.2 Andra centrala indikatorer

Förmögenhetsgapet är en sammanvägning av hus- och aktieprisernas avvikelser från sina respektive historiska trender och fångar den effekt tillgångspriserna har på såväl hushållens som företagens konsumtions- och investeringsbeslut. Detta görs genom att i ett första steg generera ett gap för vardera aktie- och fastighetsmarknaden. Aktieprisgapet definieras som avvikelserna

⁷⁷ Kreditgapets prognosförmåga är en av anledningarna till att Basel-kommittén förordar denna indikator i användandet av de kontracykliska kapitalbuffertarna, tillsammans med andra centrala indikatorer liksom egna bedömningar.

⁷⁸ Se avsnitt 3.2 för en utförligare diskussion kring olika indikatorer som fångar andra faser i kreditykeln.

⁷⁹ Analysen i Assenmacher-Weche och Gerlach (2010) pekar på att kreditgapet inte innehåller mer information än den som finns i andra indikatorer. Edge och Meisenzahl (2011) visar att kreditgapet kan vara mindre lämplig relativt indikator.

av OMX-index från dess trend, dividerat med trenden.⁸⁰ Det reala aktieprisgapet fångar om utvecklingen på aktiemarknaden följer den historiska trenden. Husprisgapet definieras på motsvarande sätt, dvs. som avvikelsen av fastighetsprisindex från dess trend, dividerat med trenden. I ett andra steg vägs sedan aktieprisgapet (20 procent) och husprisgapet (80 procent) samman till ett förmögenhetsgap som därmed sammanfattar hus- och aktieprisutvecklingen.⁸¹ Detta sammanfattande mått använder Finansdepartementet (2012) som indikator för att analysera vilken effekt balansräkningskanalen har på den reala ekonomin. Diagram 5.1 visar att förmögenhetsgapet samvarierar med BNP-utvecklingen. Förmögenhetsgapets toppar och bottnar samman faller ungefärligen med de toppar (2000, 2007) och bottnar (1993, 2009) som identifierats i konjunkturen.

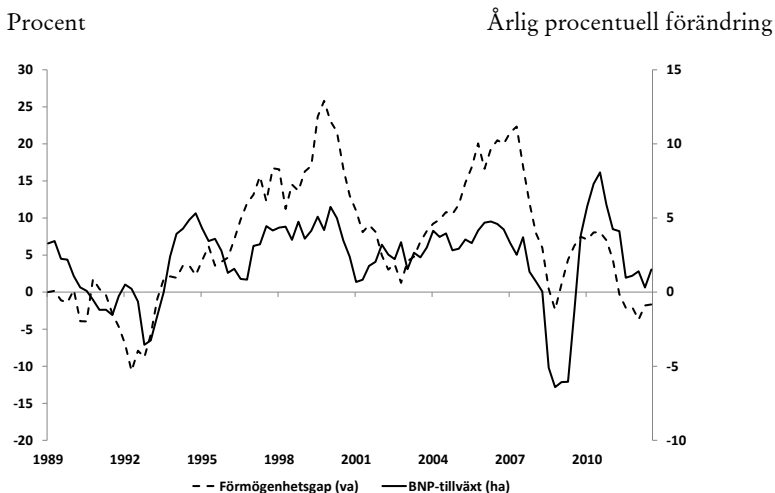
Finansdepartementet (2012) påpekar att ekonomiska chocker leder till att värdet av låntagarnas tillgångar minskar samtidigt som värdet på lånen är detsamma. I sådana fall ser låntagarnas balansräkningar betydligt sämre ut än de räknat med, vilket gör att de amorterar en del av sina skulder (konsoliderar sina balansräkningar). Ett sätt att illustrera hur detta samband ser ut i praktiken är att jämföra hur tillgångarna (förmögenhetsgapet) och skulderna (kreditgapet) har utvecklats historiskt.⁸² Som framgår av diagram 5.2 föregår förändringar i tillgångspriser förändringar i kreditgapet med ett antal kvartal. Argumentationen fångar kärnan i balansräkningskanalen, nämligen acceleratoreffekten.

⁸⁰ Trenden beräknas genom ett ensidigt HP-filter med hjälp av en utjämning parameter λ lika med 400 000. För en mer detaljerad beskrivning av denna metod hänvisas läsaren till Drehmann m.fl. (2010). Basalkommittén föreslår att man använder denna metod för att beräkna kreditgapet och den kontracykliska kapitalbufferten.

⁸¹ Viktningen har gjorts efter tester av förmögenhetsgapet så att det blir ett sammanhållet mått på hushållens och företagens finansiella hälsa utifrån dess funktion som indikator i balansräkningskanalen.

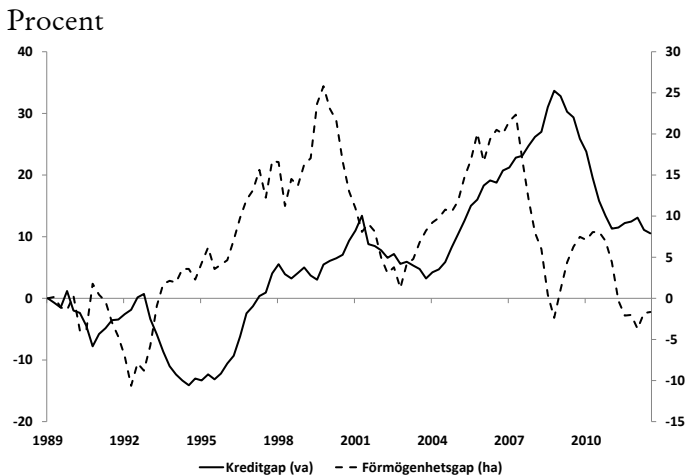
⁸² Kreditgapet har tekniskt sett konstruerats på samma sätt som förmögenhetsgapet, se vidare bilaga A.

Diagram 5.1: Förmögenhetsgap och BNP-tillväxt



Källor: Ecowin och Finansdepartementet

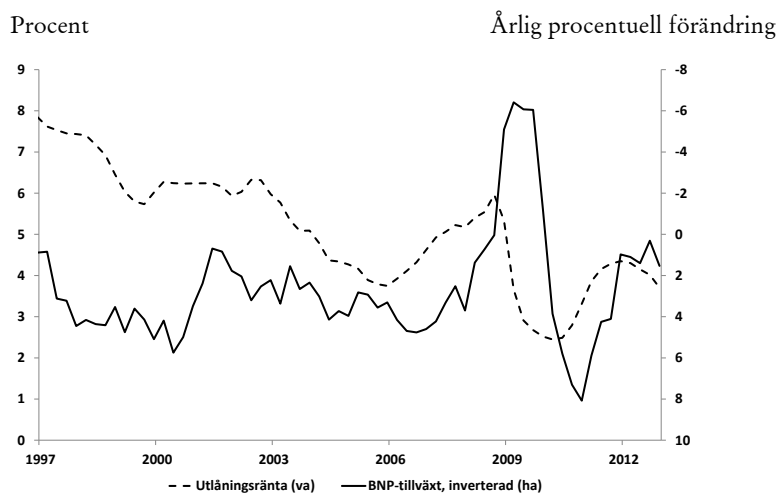
Diagram 5.2: Förmögenhetsgap och kreditgap



Källor: Ecowin och Finansdepartementet

Utlåningsräntan är den genomsnittliga ränta som hushåll och företag faktiskt betalar. Den påverkas av såväl de räntor bankerna själva får betala för att låna som det räntepåslag bankerna lägger till vid utlåning till sina kunder för att dels täcka sina kostnader och dels täcka det avkastning som aktieägarna förväntar sig (vinstmarginalen). Utlåningsräntan sammanfattar därför utvecklingen hos bankerna och är också huvudindikator för ränte- och bankkapitalkanalerna.

Diagram 5.3: Utlåningsränta och BNP-tillväxt



Källor: Ecowin och Finansdepartementet

Utlåningsräntan som används som indikator är alltså en sammanvägning av den ränta som hushåll respektive företag faktiskt betalar på sina befintliga lån, vilket innebär att den är en sammanvägning av räntesatserna på lån med olika löptid för

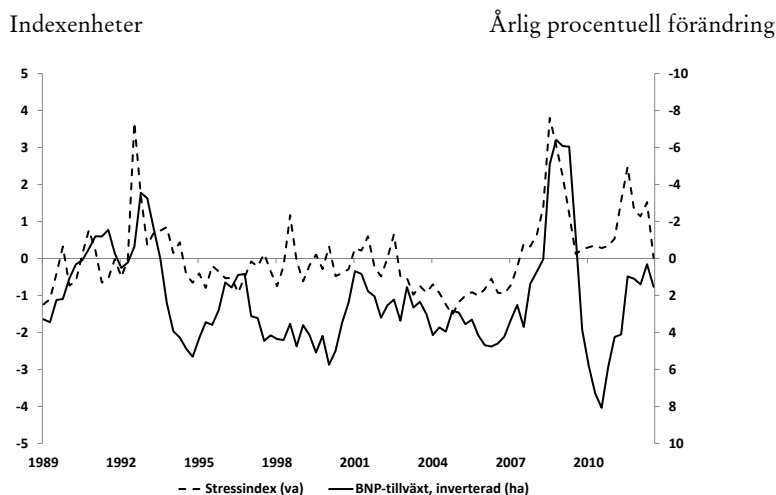
respektive grupp.⁸³ Denna ränta påverkar BNP-utvecklingen, även om effekten av en ränteförändring på BNP tar 1 till 2 år (diagram 5.3). Den faktiska utlåningsräntan används alltså för att analysera effekten av bankkapitalkanalerna på makroekonomin.

Det finansiella stressindexet är en sammanvägning av (1) volatiliteten på aktiemarknaden, (2) volatiliteten på valutamarknaden, (3) ränteskillnaden mellan bostads- och statsobligationer samt (4) ränteskillnaden mellan interbankräntan och räntan på statsskuldväxlar. För att kunna få fram ett meningsfullt sammanfattande stressindex standardiseras först de fyra indikatorer som presenterades ovan.⁸⁴ Efter det vägs de fyra delarna samman med lika stor vikt, varefter det nya sammanfattande indexet också standardiseras. Det sammanfattande finansiella stressindexet har därmed medelvärdet noll och standardavvikelsen ett, vilket underlättar tolkningen av indexet. När serien har värdet noll är den alltså lika med sitt historiska medelvärde och stressnivån bör därför anses vara normal. Standardiseringen gör också att ett värde på ett betyder att stressen är en standardavvikelse högre än normalt. Stressindexet sammanfattar osäkerheten på de finansiella marknaderna och är också huvudindikator för osäkerhetskanalen.

Den sammantagna stressen på de finansiella marknaderna i Sverige, som mäts med hjälp av stressindex, har en tydlig samvariation med BNP-utvecklingen (diagram 5.4). Perioder med lägre stress än normalt sammanfaller ungefär med de perioder då det varit hög och stabil BNP-tillväxt och de två perioderna med mycket hög stress sammanfaller ungefärligen med de två stora ekonomiska kriser som Sverige genomlevt de senaste årtiondena.

⁸³ Sammanvägningen av hushållens (2/3) och företagens (1/3) respektive räntor har gjorts för att med fasta vikter få en aggregerad serie som så bra som möjligt beskriver den historiska utvecklingen av den totala utlåningsräntan.

⁸⁴ Detta görs genom att subtrahera medelvärdet från respektive serie och därefter dividera med dess standardavvikelse. Den standardiserade serien har då medelvärdet noll och standardavvikelsen ett.

Diagram 5.4: Stressindex och BNP-utveckling

Källor: Ecowin och Finansdepartementet

Slutligen, även om detta kapitel redovisar några centrala indikatorer, bör det återigen understrykas vikten av att följa många olika indikatorer för att göra en samlad bedömning.

5.3 Sammanfattning av indikatordiskussionen

Finansiella obalanser kan uppstå av en mängd olika skäl och hos många olika aktörer och är följaktligen svåra att upptäcka. Rapportens bedömning är därför att ett brett perspektiv är nödvändigt i både analysen och genomförandet av politiken. Det breda analysunderlaget bör t.ex. inkludera indikatorer som ger en nulägesbedömning av situationen på de finansiella marknaderna (marknadslikviditet), hos bankerna (kreditutbudet) och hos hushåll och företag (kreditefterfrågan). Analysen bör även kompletteras med prognoser och scenarioanalyser av de olika aktörernas ekonomiska situation. En sådan uppsättning indikatorer bör därutöver inkludera marknadsbaserade och

framåtblickande indikatorer, samt indikatorer som mäter i vilken grad olika finansiella institut ökar risken i det finansiella systemet som helhet. Som en liten öppen ekonomi med en stor finansiell sektor som har verksamhet i flera olika länder är Sverige dessutom starkt beroende av omvärlden. Detta innebär att effekterna av uppbyggande och avvecklande av finansiella obalanser i omvärlden lätt fortplantar sig i Sverige. Därför är det av stor vikt att även ha en god uppfattning om situation i omvärlden genom användandet av finansiella omvärldsindikatorer.

6 Vilka instrument kan användas?

Syftet med detta kapitel är att dels klassificera instrument utifrån tre huvudområden som de ämnar påverka (avsnitt 6.1), dels analysera hur valet av instrument och mål påverkar förhållanden mellan politikområden (avsnitt 6.2), dels kvantifiera vilken effekt ett urval av dessa instrument får på ekonomin (avsnitt 6.3).

6.1 Val och klassificering av instrument

I avsnitt 3.3.3 redogjordes för alla de instrument som identifierats i litteraturen som kan användas för att bedriva finansiell stabilitetspolitik. Instrumenten delades upp i två underkategorier, nämligen cykliska instrument och strukturella instrument. De cykliska instrumenten kan varieras över tid och är tänkta att sättas in i en uppgångsfas för att motverka att obalanser byggs upp, för att sedan dras tillbaka i en nedgångsfas. De strukturella instrumenten syftar till att hantera problem som relaterar till finansiella systemets struktur, snarare än konjunkturella förhållanden, och att täcka kostnader som kan uppkomma från förväntningar om statligt stöd för systemviktiga institut. Denna s.k. implicita statsgaranti kan leda till alltför hög riskapitit som i sin tur kan resultera i obalanser i det finansiella systemet. Det finns också strukturella instrument som syftar till att hantera strukturella faktorer viktiga för bankernas låntagare och de finansiella marknaderna. Förutom befintliga instrument

finns det även kommande instrument att förhålla sig till i analysen.⁸⁵

Kommande direktiv och nya instrument

Det internationellt överenskomna regelverket Basel 3 håller just nu på att omsättas i en ny EU-förordning och ett nytt direktiv (CRR/CRD 4) och kommer bli en central del av den nya finansiella stabilitetspolitiken både på nationell och på global nivå. Det nya regelverket skärper minimikraven på alla internationellt verksamma banker, var de än finns i världen, och innebär att banker i framtiden ska ha såväl mer och bättre kapital för att täcka förluster som bättre likviditet.⁸⁶ De ökade kraven ska införas successivt under ett antal år. I kapitel 2 gavs en kort beskrivning av Basel 3-instrumenten och en majoritet av de instrument som identifierats i litteraturen som potentiella finansiella stabilitetsinstrument. Dessa kan kategoriseras i fyra olika kategorier: Kapitalrelaterade instrument, likviditetsrelaterade instrument, kreditrelaterade instrument och verksamhetsrelaterade instrument. Konserveringsbuffert, kontracyklisk kapitalbuffert och bruttosoliditetskrav är några exempel på kapitalrelaterade instrument.⁸⁷ Bland likviditetsrelaterade instrument behandlas likviditetstäckningsgraden (LCR), stabil nettofinansieringsgrad (NSFR), oviktad likviditetsgrad (LAR), likviditetsreservkrav och säkerhetsmarginalkrav.⁸⁸ Belåningsgrad (LTV), tak på utlåningen i

⁸⁵ Med anledning av att Sverige är en liten öppen ekonomi med globalt integrerade finansmarknader kommer ingen diskussion att föras kring instrument inriktade på att styra kapitalflöden. För sådana resonemang hänvisas läsaren till Blanchard m.fl. (2013).

⁸⁶ Det bör påpekas att detta gäller för Basel 3 men inte CRR/CRD 4. Det senare är tillämpligt på alla banker (och andra kreditinstitut samt värdepappersbolag) som bedriver verksamhet inom EU oavsett om verksamheten är internationell eller nationell.

⁸⁷ Ytterligare exempel på kapitalrelaterade instrument är dynamiska avsättningar, systemriskpåslag, systemriskbuffert, sektorspecifika riskvikter, sektorspecifika kapitalkrav, sektorspecifika riskvikter och finansieringsrestriktioner.

⁸⁸ Dessa nya instrument är i flera fall valda mot bakgrund av erfarenheterna under finanskrisen och de problem som då uppstod och som beskrivs i avsnitt 4.1. Exempelvis

förhållande till disponibel inkomst (LTI) och amorteringskrav är några instrument som diskuterats som exempel på kreditrelaterade instrument.⁸⁹ Därutöver finns det verksamhetsrelaterade instrument såsom krav på central motpart och hemvist av dotterbolag. Men för att kunna sortera i floran av möjliga instrument behövs en struktur att dela in dem efter.

Klassificering av instrumenten

Ett sätt att koppla samman instrumenten med målen för den finansiella stabilitetspolitiken är att kategorisera instrumenten utifrån de huvudområden av negativa externa effekter som diskuterades i avsnitt 4.2 (tabell 6.1).⁹⁰ De flesta instrument har som syfte att påverka de negativa externa effekterna på kreditutbudet. Genom att förbättra de finansiella institutens kapital situation kan man säkerställa att dessa institut inte vidtar åtgärder (sälja av tillgångar, dra ner på sin utlåning och/eller göra det dyrare att låna) som försämrar kreditutbudet i ekonomin. Ett annat sätt att påverka detta beslut är att förbättra de finansiella institutens likviditetssituation. Genom att skapa likviditetsreserver för de finansiella instituten behöver instituten inte vidta åtgärder på en gång i en krissituation för att konsolidera sina balansräkningar. Med andra ord förskjuts dessa beslut något genom bättre likviditetsförutsättningar.

kommer införandet av NSFR och LCR att minska den negativa externa effekten av riskkorrelationen.

⁸⁹ Dessa instrument brukar normalt associeras till hushållen men är applicerbara även på företag.

⁹⁰ Tabellen är inte uttömmande. Ett kriterium som använts i kategoriseringen av instrumenten i tabellen är att utvecklingen av instrumenten har kommit så pass långt att dessa kan användas för att bedriva finansiell stabilitetspolitik.

Tabell 6.1: Urval av möjliga cykliska och strukturella instrument för finansiell stabilitetspolitik

	Cykliska instrument	Strukturella instrument
Marknadslikviditet	<ul style="list-style-type: none"> - Köp av finansiella tillgångar (okonventionell penningpolitik) - Extra emissioner av t.ex. statsskuldväxlar (statsskuldspolitik) - Konventionell penningpolitik 	<ul style="list-style-type: none"> - Tillgångar som kan utgöra säkerhet vid centralbanksrepor - Valutareseerv
Kreditutbud	<ul style="list-style-type: none"> - Kontracyklisk kapitalbuffert - Bruttosoliditetskrav - Likviditetstäckningsgrad (LCR) - Stabil nettofinansieringsgrad (NSFR) - Öviktad likviditetstäckningsgrad (LAR) - Sektorspecifika riskvikter - Sektorspecifika kapitalkrav - Dynamiska avsättningar - Säkerhetsmarginalkrav 	<ul style="list-style-type: none"> - Konserveringsbuffert - Systemriskpåslag - Systemriskbuffert - Bruttosoliditetskrav - LCR - NSFR - LAR - Sektorspecifika riskvikter - Sektorspecifika kapitalkrav - Säkerhetsmarginalkrav
Kredit efterfrågan	<ul style="list-style-type: none"> - Belåningsgrad (LTV) - Tak på utlåningen i förhållande till disp. ink. (LTI) - Amorteringskrav 	<ul style="list-style-type: none"> - LTV - LTI - Amorteringskrav

Källa: Egen kategorisering

Instrumenten kan tillämpas antingen cykliskt eller strukturellt. De kontracykliska kapitalbuffertarna kategoriseras som cykliska instrument medan konserveringsbuffert, systemriskpåslag och systemriskbuffert kategoriseras som strukturella instrument. Bruttosoliditetskraven, LCR och NSFR, som är en del av

Basel 3, kategoriseras visserligen som strukturella instrument men kan även användas kontracykliskt. Detsamma gäller LAR, sektorspecifika riskvikter/kapitalkrav medan dynamiska avsättningar är renodlat cykliskt instrument. När det gäller negativa externa effekter förknippade med kreditefterfrågan kan LTV, LTI liksom amorteringskrav användas både som cykliska och som strukturella instrument. När det gäller marknadslikviditeten spelar de instrument som centralbankerna har till sitt förfogande en central roll som cykliska instrument. Detta gäller både den konventionella och den okonventionella penningpolitiken. Även statsskuldspolitiken spelar en viktig roll. Gemensamt för dessa är att instrumenten huvudsakligen används i en krissituation. Däremot kan de tillgångar som godkänns som säkerheter vid repotransaktioner med centralbanker utgöra en strukturell åtgärd som kan förbättra marknadslikviditeten på de finansiella marknaderna. Detsamma gäller valutareserven.⁹¹ Som påpekats i tidigare kapitel leder analysen till slutsatsen att marknadslikviditeten inte är en del av den förebyggande finansiella stabilitetspolitiken, men ett viktigt komplement i en krissituation.⁹²

De kursiverade instrumenten i tabell 6.1 är instrument som antingen redan använts eller är under utredning inom ramen för CRD 4. LTV (framför allt det svenska bolånetaket) och sektorspecifika riskvikter är instrument som Finansinspektionen är på väg att införa som ett sätt att få ner hushållens skuldsättning för bostadsändamål och för att öka institutens motståndskraft. När det gäller instrument som ska användas cykliskt kan det vara en fördel om dessa är enkla till sin konstruktion. Kontracyklisk kapitalbuffert liksom

⁹¹ Valutareservens funktion är att säkerställa att marknaden inte hamnar i likviditetsnöd i utländsk valuta, och ska därmed ses som en strukturell åtgärd för att främja marknadslikviditeten.

⁹² Dock är det möjligt att använda t.ex. okonventionell penningpolitik i form av kvantitativa lättnader även under mer normala förhållanden, vilket har diskuterats i litteraturen, se t.ex. Blanchard m.fl. (2010). Men, i ett sådant fall sker det endast för att förbättra penningpolitikens genomslag och inte för att förbättra likviditeten på de finansiella marknaderna.

kontracykliskt bruttosoliditetskrav och LAR har de nödvändiga egenskaperna. Detsamma gäller LTV.

Slutligen, att definiera vilket delområde ett instrument riktas mot är inte alltid intuitivt. I avsnitt 4.2 diskuterades t.ex. vilken betydelse de marknader där bankerna finansierar sig har för kreditutbudet. De instrument som används för att upprätthålla god marknadslikviditet kommer alltså ofta att indirekt påverka bankernas finansiering och likviditet (kreditutbud). Skillnaden i kategorisering mellan de två typerna av instrument är att instrumenten för kreditutbud riktar sig direkt mot de finansiella institutionerna (t.ex. kapitaltäckningsregler), på samma sätt som instrumenten för kreditefterfrågan riktar sig direkt mot hushåll och företag (t.ex. bolånetak). Instrument för marknadslikviditet riktar sig i sin tur direkt mot de finansiella marknaderna, vilkas funktion i sin tur är viktiga för såväl finansiella institutioner (kreditutbud) som för hushåll och företag (kreditefterfrågan). Dessa exempel tjänar också som vägledning för de instrument som inte tas upp här samt för eventuella nya framtida instrument, klassificeringen bör i möjligaste mån bestämmas av det område som instrumentet i första hand berör.

Instrument bör väljas och konstrueras med omsorg

Politikområdet är ännu i sin linda, vilket är en god anledning till en försiktig ansats, exempelvis vad gäller för valet av instrument. Men de strukturella instrumenten är i många fall befintliga tillsynsinstrument som nu är tänkta att användas med ett bredare mål i sikte, dvs. instrumenten ska kalibreras för att stabilisera hela det finansiella systemet och inte bara de enskilda instituten som hittills. Försiktigheten bör i stället främst gälla de dynamiska instrumenten som ännu inte är prövade i någon större omfattning internationellt, i vissa fall inte alls. Vad gäller instrument riktade mot kreditutbudet kommer de kontracykliska kapitalbuffertarna enligt liggande tidtabell att implementeras från 2016. Vad gäller cykliska instrument riktade

mot kreditefterfrågan finns det i dagsläget inga sådana kända planer.

Principen om ett mål, ett medel är väl motiverad, så även här, speciellt mot bakgrund av ovan nämnda försiktighetsprincip, vilket på olika sätt berörs i litteraturen. Som nämnts tidigare så understryker Longworth (2011) att det inte är självklart hur omfattande policyansatsen ska vara genom att uppmärksamma det han kallar *the dimensionality of the policy problem*. Hans poäng är att flera av de negativa externa effekter som politiken ska motverka sannolikt inte är oberoende av varandra, vilket innebär att politiken möjligtvis endast behöver inrikta sig på en del av dem. Goodhart m.fl. (2012) förmedlar en närbesläktad insikt. Deras studie visar att flertalet regleringar kan se bra ut när de betraktas enskilt, men att när olika regleringar kombineras får de sammantaget en negativ, icke avsedd effekt på ekonomin. Haldane (2012) använder samma typ av argumentation och upplägg i sitt ifrågasättande av huruvida den ökande graden av komplexitet i Basel-regelverket verkligen är ändamålsenlig, ifrågasättanden som han stöder på referenser till andras studier samt egna beräkningar. Samtidigt utesluter naturligtvis inte detta att nya sätt prövas mot bakgrund av ny kunskap byggs upp.

En annan omständighet är att politikområdet i sig och valet av en bredare målformulering i kapitel 4, påverkar valet av instrument och indikatorer, nedan illustrerat med ett exempel för respektive delområde. Vad gäller *kreditutbudet* finns en intressant del av litteraturen som rör systemperspektivet på banker. Givet att helhetssynen på det finansiella systemet är ett nytt perspektiv inom den finansiella tillsynen tjänar Acharya m.fl. (2012) som ett intressant exempel på möjliga nya vägar inom analysen. Metoden författarna presenterar ger möjlighet att mäta enskilda bankers bidrag till systemrisken, ett mått som kan ligga till grund för ett bredare och djupare analysunderlag. Vad gäller *kreditefterfrågan* så inkluderades den i målformuleringen i kapitel 4 som en mycket viktig del, i syfte att minska risken för en omfattande balansräkningssanering hos hushåll och företag. Delmålet för kreditefterfrågan skulle kunna

försöka nås med instrument som är bekanta sedan tidigare, t.ex. LTV och LTI. I litteraturen diskuteras dock dessa instrument huvudsakligen utifrån perspektivet att målet för politikområdet som helhet är minskad systemrisk, dvs. utifrån ett perspektiv som månar om stabiliteten i bankernas balansräkning. Hushållen ska helt enkelt inte ställa in betalningarna. Den målformulering som förespråkas här innebär att det kan bli aktuellt att använda instrumenten på ett delvis annat sätt, då målformuleringen inte bara inkluderar betalningsinställelse utan även balansräkningssanering. För att exemplifiera, anta att en fördjupad analys visar att vissa grupper av hushåll löper större risk att balansräkningssanera, t.ex. de hushåll som har en hög belåning i förhållande till såväl husets värde som till disponibelinkomsten. Skulle så vara fallet är en möjlighet att analysera effekterna av någon typ av kombinationsreglering där respektive belåningsgrad beror av varandra, t.ex. att för hushåll med en LTI över 300 procent minskar LTV successivt om inte särskilda skäl föreligger.⁹³

I detta sammanhang är det värt att understryka att de instrument som diskuteras i detta avsnitt är instrument vars huvudsyfte skulle vara den finansiella stabilitetspolitiken. Men som kommenterades i avsnitt 2.3 finns det en lång rad andra ekonomisk-politiska instrument som också har en effekt på detta politikområde. Dessa är till den långt övervägande delen finanspolitiska och som exempel nämndes bl.a. ROT-avdraget. Anledningen till att de inte tas upp här är att deras effekt på politikområdet skulle vara indirekt och att de normalt används för att nå andra ekonomisk-politiska mål. Det utesluter dock inte att de t.ex. diskuteras inom ramen för den krishanterande politiken, något denna rapport dock inte avhandlar.

Slutligen, diskussionen i avsnittet ovan ska endast ses som illustrativ och indikativ. Det är ett högst rimligt antagande att kunskapen och erfarenheten ökar allt eftersom politikområdet etableras och utvecklas och med detta kommer säkerligen

⁹³ Ett sådant skäl skulle t.ex. kunna vara en tillräckligt stor nettoförmögenhet.

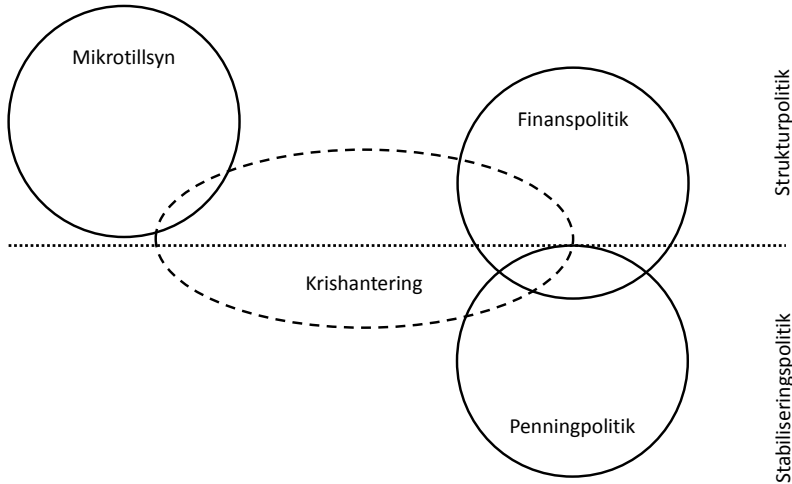
uppslag till nya instrument eller regleringar som inte tagits upp här.

6.2 Hur påverkas förhållanden mellan olika politikområden av valet av instrument och mål?

I avsnitt 2.3 konstaterades att definitionen av det nya politikområdet spelar stor roll för dess förhållande till övriga politikområden. I avsnitt 4.3.2 redogjordes för fyra olika mål för den förebyggande politiken. I föregående avsnitt redogjordes för ett stort antal strukturella och cykliska instrument som kan användas för att uppnå målen för den förebyggande politiken. Avsikten med detta avsnitt är att knyta ihop dessa olika delar av rapporten och problematisera hur förhållandena mellan olika politikområden förändras pga. valet av instrument och mål.

Utgångspunkten för resonemanget i detta avsnitt är huvuddragen i det ekonomiskpolitiska ramverk som gällde före krisen, vilket beskrevs i avsnitt 2.1. Denna syn sammanfattas i figur 6.1. Innan krisen fanns en konsensus i den makroekonomiska litteraturen att penningpolitik ska användas för att stabilisera ekonomin i ett flexibelt växelkurssystem medan *finanspolitiken* ska inriktas på fördelning, allokering och stabilisering, med klara finanspolitiska mål för den offentliga sektorns finanser. Därutöver gavs de automatiska stabilisatorerna en större vikt eftersom de inte ansågs stå i konflikt med det övergripande målet. Innan finanskrisen fokuserade det regelverk som styr de finansiella institutionerna främst på *mikrotillsyn*. Målet för detta politikområde var främst konsumentskydd även om det så småningom fick en mer uttalad uppgift att verka för finansiell stabilitet. Mikrotillsynen saknade cykliska inslag liknande det som fanns för penning- och finanspolitiken. *Krishantering* å sin sida skar över alla områden.

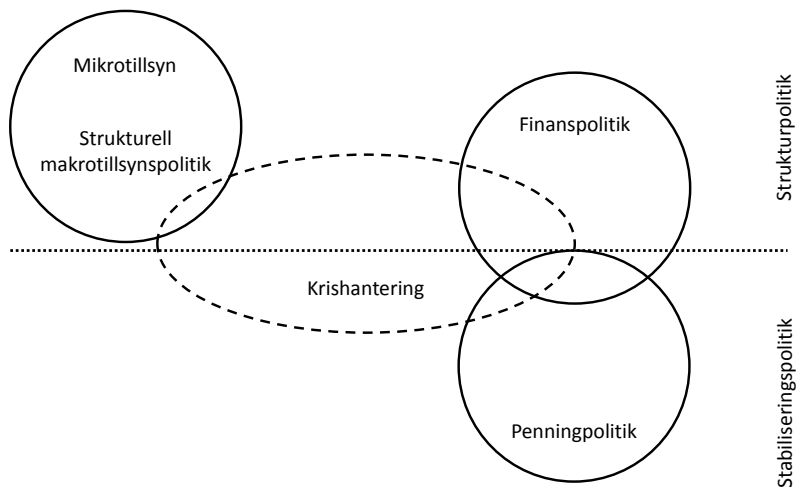
Figur 6.1: En schematisk skiss över kopplingen mellan olika politikområden innan krisen, utgångspunkt



Källa: Egen skiss

Lärdomarna från krisen som redogjordes för i avsnitt 2.2 tolkas på olika sätt beroende på vilken tyngd som läggs på de olika problem som observerades under finanskrisen. En slutsats kan vara att mikrotillsynen och relegeringar av finansiella institut innan krisen dels var helt inriktad på enskilda institut utan hänsyn till systemrisken, dels var otillräcklig. Förespråkarna av denna syn förordar ett mål av typ 3b i tabell 4.1, och förordar därmed att endast strukturella instrument ska användas. Det här innebär att det ekonomisk-politiska ramverket inte behöver ändras nämnvärt (Figur 6.2). Det räcker med att förstärka nuvarande regleringar och komplettera med nya strukturella makrotillsynsinstrument som adresserar några av de problem som observerades under krisen.

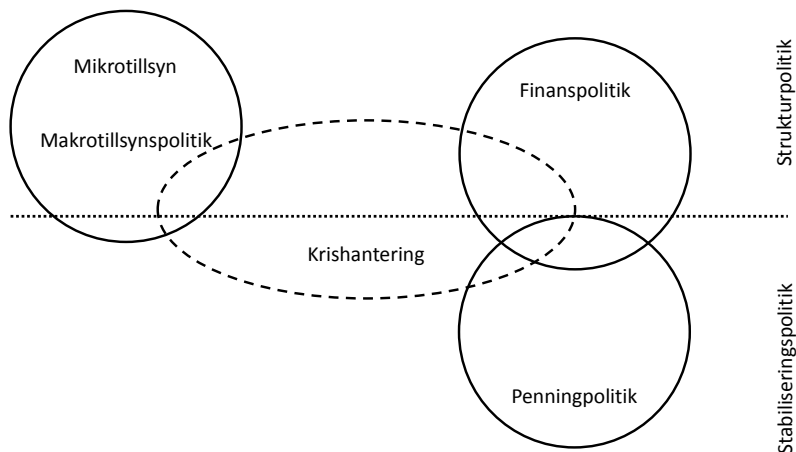
Figur 6.2: En schematisk skiss över kopplingen mellan olika politikområden baserad på ett mål av typ 3b



Källa: Egen skiss

Andra menar att en förstärkning av nuvarande regelverk kompletterad med nya strukturella instrument är nödvändiga, men inte tillräckliga för att adressera alla de problem som identifierades under krisen, t.ex. de finansiella institutens procykliska beteende som redogjordes för i ett tidigare kapitel. Förespråkarna av denna syn menar att det behövs cykliska instrument som kan dämpa detta procykliska beteende. Även denna syn innebär att det ekonomisk-politiska ramverket inte behöver ändras nämnvärt (Figur 6.3). Det räcker med att förstärka nuvarande regleringar och komplettera med nya strukturella och cykliska instrument. Politiken i detta fall syftar till att öka bankernas motståndskraft och stabilisera banksystemet så att de kan fullgöra sina funktioner men med ett dämpat procykliskt beteende.

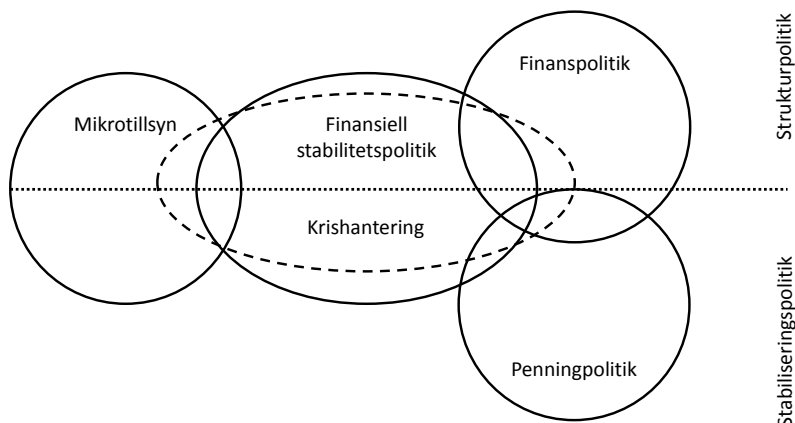
Figur 6.3: En schematisk skiss över kopplingen mellan olika politikområden baserad på ett mål av typ 3a



Källa: Egen skiss

Det bör dock påpekas att nuvarande regelverk ger tillsynsmyndigheterna möjlighet att påföra extra kapital beroende på den makroekonomiska situationen, liksom spridningsrisken inom ramen för deras pelare 2-bedömning. Därav denna rapport's bedömning att nuvarande regleringar redan har vissa cykliska inslag. Därutöver menar denna rapport att målet för politiken bör breddas och adressera finansiella obalanser hos såväl banker som företag och hushåll. Det innebär att det finns behov av både strukturella och cykliska instrument som kan motverka uppbyggnad av obalanser som annars kan få betydande negativa konsekvenser för kreditutbudet och för kreditefterfrågan. Syftet med politiken är dels att förstärka motståndskraften hos såväl banker som företag och hushåll, dels att motverka det procykliska beteendet hos dessa aktörer. Den förordade synen i denna rapport innebär att det ekonomisk-politiska ramverket blir mer komplext, i bemärkelsen att politikområdena i större utsträckning påverkar varandra (Figur 6.4).

Figur 6.4: En schematisk skiss över kopplingen mellan olika politikområden baserad på ett mål av typ 2



Källa: Egen skiss

6.3 Vilken effekt har olika instrument?

Finansiell stabilitetspolitik är ett nytt politikområde för många utvecklade länder. Däremot har denna politik förts i många tillväxtländer och utvecklingsländer. Detta faktum gör det svårare att dra empiriska slutsatser för svenskt vidkommande om effekter av detta politikområde. Men ett sätt att överkomma det empiriska problemet är att använda sig av panelskattningar där tvärsnittsdimensionen utgörs av alla de länder som på ett eller annat sätt fört en politik för finansiell stabilitet. Detta angreppssätt har använts i några akademiska och policyrelaterade uppsatser och ett syfte med detta avsnitt är att presentera effekterna av de finansiella stabilitetsinstrument som studerats i dessa uppsatser. Med utgångspunkt från de internationella erfarenheterna kring effekterna av olika finansiella stabilitetsinstrument på några centrala finansiella indikatorer analyseras i ett avslutande avsnitt effekten av dessa instrument på den svenska ekonomin, en analys som naturligtvis är behäftad

med en viss osäkerhet givet frånvaron av svenska erfarenheter. Samtidigt pekar flertalet studier på relativt robusta resultat, trots att länderna i studierna oftast är påtagligt heterogena.

6.3.1 Tidigare empiriska utvärderingar

Borio och Shim (2007) studie indikerar att kredit- och tillgångspriser expanderar ganska snabbt innan införandet av olika finansiella stabilitetsinstrument. Efter introduktionen av olika instrument stannar tillväxttakten av för både kreditkvoten liksom de reala huspriserna. När de även kontrollerar för makroekonomiska förhållanden och förändringar i styrräntan indikerar resultaten en statistiskt signifikant återhållande effekt på kreditvariabler, vilken är både robust och konsistent. Borio och Shims resultat tyder på att finansiella stabilitetsinstrument leder till en minskad kredit tillväxt motsvarande 4–6 procentenheter under åren omedelbart efter deras införande. Huspriserna sjunker i reala termer med mellan 3–5 procentenheter.

Lim m.fl. (2011) är en sammanställning över dittills gjorda internationella erfarenheter, där effekterna av olika instruments effekter på kredit tillväxt och skuldsättningsgrad granskas, samt effekten på korrelationen mellan BNP-tillväxt och dessa mått.

Den enklare delen av analysen sker i två steg. För det första genom att studera utvecklingen av kredit tillväxt före och efter att instrumenten har introducerats, mätt som ett genomsnitt över länderna i samplet. För det andra sker den genom att studera enkla korrelationsplottar där observationerna är av två typer: med och utan införandet av respektive instrument. Författarnas slutsats från dessa övningar är att flera instrument verkar ha en påtaglig effekt, däribland LTV, LTI och dynamiska avsättningar.

Den mer avancerade delen av analysen sker med hjälp av panelskattningar och styrker observationerna i den enklare

analysen. Modellerna har kredit tillväxt respektive skuldsättningsgrad som beroende variabler och de mest signifikanta resultaten gäller interaktionstermerna mellan BNP-tillväxt och fem instrument (LTV, LTI, tak för kredit tillväxten, reservkrav samt dynamiska avsättningar). Tolkningsen är att instrumenten dämpar procyklaliteten, dvs. det positiva sambandet mellan t.ex. kredit tillväxt och BNP-tillväxt blir svagare när instrumenten används. Författarna skattar dessutom separata regressioner endast för uppgångsfaser, vilka som förväntat utgör majoriteten av observationer, och finner att detta förstärker resultaten, både i termer av effekternas storlek och av deras signifikans. Instrumenten är alltså mer kraftfulla om de används i uppbyggnadsfasen (fas 1).

Sammanfattningsvis konstaterar författarna att ett antal instrument är effektiva och att de inte påverkas av landets utvecklingsstadium, växelkurssystem eller storleken på den finansiella sektorn. Instrumenten är även effektiva givet övriga makroekonomiska politiska åtgärder. Instrumenten är också mycket kraftfulla i flera fall. Exempelvis poängterar författarna att korrelationen mellan BNP-tillväxt och kredit tillväxt minskar med så mycket som 80 procent vid introducerandet av LTV.

IMF (2013 a och b) granskar de direkta effekterna av finansiella stabilitetsåtgärder för utfall vad gäller kredit tillväxt och bostäders prisökning. Vidare analyserar de vilken effekt finansiella stabilitetsinstrument får på den ekonomiska tillväxten, bostadsinvesteringarna och kapitalinflöden. Därutöver undersöker de huruvida effekternas styrka varierar med åtgärder som påverkar den ekonomiska och finansiella cykeln. Vad gäller instrument är fokus för studien (varierande) kapitalkrav, begränsningar av belåningsgraden (LTV), LTI och kassakrav. Författarna använder en panelregression för att skatta effekten av olika instrument. De skattar tre modeller för var och en av de fyra beroende variablerna kredit tillväxt, huspristillväxt, BNP-

tillväxt och tillväxten i bostadsinvesteringar.⁹⁴ Som förklarande variabel använder de bl.a. ett instrumentindex. Detta index ökar med 1 närhelst ett instrument införs eller blir kontraktiv och minskar med 1 när instrumentet används expansivt, vilket resulterar i en serie som ser ut som en stegfunktion.⁹⁵

Vad gäller effekterna på kredittillväxt finner författarna statistiskt signifikanta effekter för (varierande) kapitalkrav och kassakrav. Resultaten indikerar att en enhets ökning av indexet för kapitalkvoten (kassakrav) ger en negativ effekt på kredittillväxten på motsvarande 0,51 (0,32) procentenheter. I synnerhet vad gäller kapitalkrav är effekten på kredittillväxten starkare under perioder av minskat kreditutbud (-1,75 procentenheter), medan effekten av kassakrav blir nästan noll. I en lågkonjunktur blir effekten av kapitalkravet -0,43 procentenheter, medan effekten av kassakrav blir -0,22 procentenheter. Rapporten finner vidare att begränsning av LTV och LTI även är förknippade med lägre kredittillväxt (-0,21 respektive -0,13 procentenheter).⁹⁶

⁹⁴ Det är kvartalstillväxten i varje variabel som ingår som beroende variabel.

⁹⁵ Anledningen till att IMF har valt att använda en stegfunktion istället för förändringen av olika instrument är följande. För det första innehåller deras databas många olika instrument i över 50 olika länder. För att kunna hantera denna heterogena databas har IMF kategoriserat instrumenten i 4 huvudkategorier. Fördelen är att det blir lättare att arbeta med databasen. Men nackdelen är att IMF kombinerar många olika instrument i samma kategori. Ett exempel är att LTV på bolån, kommersiella inteckningar, inteckningar för att köpa en lägenhet större än x meters, LTV på andra hem etc paketeras och kategoriseras som ett instrument som de kallar för LTV. Ett annat exempel är att IMF klumpar ihop förändringar av alla riskvikter (igen olika riskvikter på olika typer av tillgångar) och förändringar av olika kapitalrelationer i ett instrument och kallar dessa för kapitalkvot. Det gör att det blir svårt att tolka instrumenten. För det andra har IMF svårt att beräkna förändringen av olika instrument. Exempelvis, när det gäller LTV, är det svårt att arbeta med ursprungliga värden (t.ex. 80 procent). Anledningen till detta är att när myndigheterna inför LTV på 80 procent finns det inte någon information i databasen om värdet av LTV före införandet. En lösning skulle vara att använda 100 procent men detta implicerar en förändring på 20 procent. En sådan förändring skulle få en stor inverkan på de ekonometriska skatningarna. Dessa är skälen till varför IMF har valt konstruera en steg funktion. IMF påpekar dock att detta inte är ett problem eftersom syftet med deras studie har varit att fastställa om instrumenten är effektiva och inte hur effektiva de är. Det är därför IMF inte kan säga vilka instrument är mer effektivt, bara om det är effektivt eller inte.

⁹⁶ För tillväxtländer blir denna negativa effekt mycket starkare (-0,63 procentenheter för LTI och -0,79 procentenheter för LTV).

Författarna finner vidare statistiskt säkerställda effekter på huspristillväxten för begränsning av belåningsgrad och kapitalkrav, men inte för kassakrav. Resultaten indikerar att en enhets ökning av indexet för kapitalkvoten (LTV) ger en negativ effekt på huspristillväxten på motsvarande 0,57 (0,34) procentenheter. Detta tyder på att i de länder som undersökts har ett varierande kapitalkrav specifikt försökt motverka tillväxten på bostadskrediter, exempelvis högre riskvikter på bolån, medan kassakraven (på grund av sin konstruktion) inte skiljer mellan tillgångsklasser och det är därför mindre troligt att ha en effekt på ett visst tillgångspris. Författarna till rapporten noterar att åtstramningseffekterna som de finansiella stabilitetsinstrumenten genererar på huspriserna är starkare under lågkonjunktur för både kapitalkravet och LTV (-1,1 respektive -1,08 procentenheter), medan bostadspriserna påverkas mindre av vilket skede i kreditykeln åtgärderna vidtogs. Genomgående är de empiriska bevisen tämligen svaga vad gäller direkta effekter av variationer i LTI på huspriser.

När det gäller effekterna på BNP, tyder resultaten på att begränsningar i belåningsgrad påverkar BNP-tillväxten och att detta kan ha en negativ inverkan på byggnadsinvesteringar. Resultaten indikerar att en enhets ökning av indexet för kapitalkravet, LTV och LTI ger en negativ effekt på BNP-tillväxten på motsvarande ca 0,1 till 0,15 procentenheter. Det här är effekten på kvartalstillväxten. Effekten på årstillväxten blir ca en fyrdubbling av kvartalseffekten, dvs. en effekt motsvarande -0,4 till -0,6 procentenheter. Det indikerar att dessa instrument är ganska kraftfulla instrument. Efter att ha kontrollerat för förändringar i växel- och valutakurser är koefficienten för begränsning av belåningsgrad statistiskt signifikant i alla länder. Detta gäller särskilt tillväxtekonomier där en högre belåningsgrad är förknippade med lägre byggnadsinvesteringar.

Borio och Shim (2007) diskuterar bl.a. om finansiell stabilitetspolitik ensamt kan balansera finansiella obalanser. De

jämför i sin studie länder som ”bara” vidtagit finansiell stabilitetspolitik för att hantera finansiella obalanser med de länder som vidtagit både finansiell stabilitetspolitik och penningpolitik för att motverka dessa obalanser. En viktig slutsats från deras studie är att det allmänt inte skulle vara klokt att helt förlita sig på finansiell stabilitetspolitik för att förhindra uppbyggnaden av finansiella obalanser. Anledningen är att finansiell stabilitetspolitik har begränsningar när det gäller att på ett effektivt sätt hantera finansiella obalanser. Författarna menar att penningpolitiken kan spela en viktig kompletterande roll. Penningpolitiken kan påverka hur likviditeten på de finansiella marknaderna expanderar och kan därigenom hindra uppkomsten av obalanser.

Dell’Ariccia m.fl. (2012) studerar hur effektiva olika instrument är att förhindra att finansiella obalanser uppstår. De finner att penningpolitiken är i princip det mest naturliga instrumentet för att motverka en kreditexpansion. Men, de menar samtidigt att det i praktiken är svårt att använda penningpolitiken för detta ändamål, eftersom kapitalflöden (och växelkursvolatiliteten) och valutasubstitution begränsar dess effektivitet i små öppna ekonomier. Dessutom kan en boom uppstå även i en låginflationsmiljö, vilket kan resultera i att en konflikt uppstår med penningpolitikens primära mål, som är prisstabilitet i många länder. De finner vidare att finanspolitiken får svårt att i tid stoppa en boom på grund av dess tidsfördröjningar. Men, de konstaterar samtidigt att en finanspolitisk konsolidering under en högkonjunktur kan bidra till att skapa budgetutrymme för att stödja den finansiella sektorn eller stimulera ekonomin i en lågkonjunktur. De finner dessutom att finansiella stabilitetsinstrument effektivt kan motverka att obalanser uppstår och även begränsa följderna vid en nedgång, tack vare de buffertar som dessa instrument hjälper till att bygga. Eftersom dessa instrument är riktade så blir inte kostnaden lika hög som för andra instrument. Men, de påpekar samtidigt att dessa instrument kan skapa allvarliga snedvridningar om de

missbrukas. Regelarbitrage för att kringgå dessa regler är en annan central fråga och understryker vikten av att noga tänka igenom hur dessa instrument ska konstrueras. Vidare påpekar de att det är viktigt att finansiell stabilitetspolitik samordnas med andra politikområden (även över nationsgränserna) samt att detta politikområde övervakas noggrant för att säkerställa effektiviteten av just dessa instrument.

Becker (2012) och Bryant m.fl. (2012) menar att när det gäller effekterna av olika finansiella stabilitetsinstrument är det dels intressant att studera instrumentens påverkan på sannolikheten för en framtida finanskris och dels intressant att studera hur dessa instrument påverkar den makroekonomiska utvecklingen generellt via den finansiella sektorn. Men, de konstaterar att det finns relativt få studier av effekterna eftersom instrumenten inte har använts i stor skala (eller alls). *Dell’Ariccia m.fl. (2012)* finner dock att det finns några instrument som minskar sannolikheten för och riskerna med snabba och ohållbara kreditexpansioner.

6.3.2 Tidigare simulerade effekter

Riksbanken (2010 a och b) gör uppskattningar av hur mycket räntemarginalerna kommer att öka och utlåningsvolymerna att minska i Sverige som en konsekvens av Basel 3. Riksbankens beräkningar har utgått från den metod som har tagits fram av Macroeconomic Assessment Group (MAG).⁹⁷ MAG har uppskattat effekterna på räntemarginalerna, utlåningsvolymen och BNP under implementeringen av den nya regleringen både

⁹⁷ MAG är en arbetsgrupp under Baselkommittén och Financial Stability Board (FSB). Denna arbetsgrupp utgörs av centralbanker och andra tillsynsmyndigheter i Australien, Brasilien, Kanada, Kina, Frankrike, Tyskland, Indien, Italien, Japan, Korea, Mexiko, Nederländerna, Ryssland, Spanien, Storbritannien, USA samt ECB och IMF. Rapporten från MAG heter "Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements". Den kom i augusti 2010 och finns tillgänglig på www.bis.org.

vad gäller kapital och likviditet.⁹⁸ I likhet med MAG har Riksbanken undersökt effekterna av en hypotetisk ökning av kapitalnivån med 1 procentenhet, alternativt en hypotetisk ökning av bankernas innehav av likvida tillgångar, kassa och statsobligationer, med 25 procent. Dessa ökningarna gjordes utifrån Handelsbankens, Nordeas, Swedbanks respektive SEB:s balansräkningar vid slutet av 2009. Riksbankens beräkningar för de svenska bankerna visar att effekterna på räntemarginaler och utlåningsvolymerna av att öka kapitalnivån med 1 procentenhet ligger i linje med genomsnittet för de länder som ingår i MAG (se tabell 6.2). Även effekterna av att öka de likvida tillgångarna med 25 procent ligger i linje med de som MAG finner, men dock är minskningen av utlåningsvolymerna större för Sverige. De ökade räntemarginalerna och minskade utlåningsvolymerna till följd av Basel 3 ger makroekonomiska effekter i form av minskad BNP. Enligt rapporten från MAG kommer nivån på BNP under implementeringsfasen att bli som mest 0,19 procent lägre när kapitalnivån ökar med 1 procentenhet. Vid en ökning av innehavet av likvida tillgångar med 25 procent kommer enligt MAG innebära att nivån på BNP blir som mest 0,08 procent lägre under den period det implementeras.

I samband med att regeringens, Finansinspektionens och Riksbankens avisering om skärpta kapitaltäckningsregler analyserade Riksbanken (2011) en lämplig kapitalnivå i svenska storbanker. I analysen vägs samhällets långsiktiga nytta av högre kapital mot kostnaden. Resultaten av Riksbankens beräkningar visar att en ökning av kapitalnivån med en procentenhet leder till

⁹⁸ I beräkningarna antas exempelvis att bankerna inte förändrar sin verksamhet, inte ökar avgifterna för sina övriga tjänster och att de fortsätter att generera samma vinster till aktieägarna, det vill säga bankerna behåller samma avkastning på eget kapital som bankerna haft historiskt. Antaganden bakom denna studie har diskuterats flitigt bl.a. med hänvisning till om Miller-Modigliani sambandet och villkoren bakom detta samband gäller i praktiken eller ej. Det finns därför anledning att vara försiktig med att dra långtgående slutsatser från de simulerade effekterna från denna studie. De simulerade effekterna bör därför vägas mot de empirisk skattade effekterna som redovisades i avsnitt 6.2.1.

att BNP-nivån minskar med runt 0,16 procent.⁹⁹ Minskningen av BNP beror på att ökningen av kapitalnivån leder till att bankerna höjer utlåningsräntorna och att utlåningsvolymerna därmed minskar. Resultaten indikerar att om kapitalnivån ökar med en procentenhet beräknas utlåningsmarginalen kunna öka med 13 räntepunkter och utlåningen minskar med knappt en procent.¹⁰⁰ LEI-rapportens¹⁰¹ resultat indikerar en minskad BNP med runt 0,14 procent om kapitalnivån ökar med en procent.¹⁰²

MAG gjorde nyligen ytterligare en analys av effekten av högre kapitalkrav för systemviktiga institut.¹⁰³ Dessa beräkningar gjordes i enlighet med tidigare MAG-studie genom att skala effekterna av att höja kapitalkraven på banksystemet som helhet, som rapporterades av MAG under 2010, med andelen av globalt systemviktiga banker (G-SIB) i det inhemska finansiella systemet. Om utlåningsandelarna används som en skalfaktor indikerar denna studie att höjda kapitalkrav (för de 30 potentiella G-SIB) med 1 procentenhet under åtta år leder till en blygsam nedgång i tillväxten. BNP faller till en nivå som är 0,06 procent under prognosen i ett huvudscenario, följt av en återhämtning.¹⁰⁴ Detta innebär att BNP-tillväxten blir 0,01 procentenheter mindre per år (jämfört med huvudscenariot) under infasningsperioden. Den främsta drivkraften för dessa makroekonomiska effekter är en ökning av utlåningsmarginalerna med 5–6 räntepunkter. Strax efter att genomförandet är klart, blir tillväxten något snabbare än trend

⁹⁹ Det bör poängteras att dessa kalkyler är långsiktscalkyler, dvs. effekter i *steady state*. Dessa kalkyler skiljer sig därför från de kalkyler som gjordes av MAG som var mer inriktade på de kortsiktiga effekterna de närmaste åren.

¹⁰⁰ Detta resultat beror på hur man definierar kapitalnivån. Om kapitalet definieras som eget kapital i förhållande till totala tillgångar blir den samhällsekonomiska kostnaden ungefär en tredjedel så stor, dvs. 0,06 procent i minskad BNP.

¹⁰¹ Se BCBS (2010).

¹⁰² Det finns andra forskning som har beräknat den samhällsekonomiska kostanden av ökade kapitalnivåer. I Riksbanken (2011), appendix G görs en kort genomgång av några uppsatser.

¹⁰³ Se BIS (2011).

¹⁰⁴ Detta resultat bygger på antagandet att penningpolitiken används för att motverka avmattningen i tillväxten. Utan detta antagande blir effekten naturligen större. Effekten i detta fall blir 0,10 procent av BNP i förhållande till utgångsläget.

tills BNP återgår till sin ursprungliga nivå. BCBS (2011) gör även en samlad bedömning av effekten av Basel 3 tillsammans med högre kapitalkrav för G-SIB. Enligt deras bedömning faller BNP med 0,34 procent jämfört med huvudscenariot.¹⁰⁵

Tabell 6.2: Effekterna av en ökning av kapitalnivån med 1 procentenhet alternativt ökning av innehavet av likvida tillgångar med 25 procent för Sverige och genomsnittet för de länder som ingår i MAG. Effekterna är i jämförelse med att ingen ny reglering införs

	För Sverige		Genomsnitt i MAG	
	Ökning av räntemarginal	Minskning av utlåningsvolym	Ökning av räntemarginal	Minskning av utlåningsvolym
Kapitalnivån ökar med en procentenhet	9 räntepunkter	2 %	15 räntepunkter	1,4 %
Innehav av likvida tillgångar ökar med 25 %	14 räntepunkter	5,8 %	14 räntepunkter	3,2 %
För att de svenska bankerna ska uppfylla LCR	10 räntepunkter			

Källa: Riksbanken och MAG

¹⁰⁵ Det här innebär att den årliga BNP-tillväxten faller med 0,04 procentenheter under åtta år.

6.3.3 Rapportens egna bedömningar

Syftet med analysen i detta avsnitt är att analysera om instrumenten har en effekt på BNP-tillväxten, men inte *hur* stor effekten är. Detta görs genom att kvantifiera effekten av två centrala finansiella stabilitetsinstrument, kontracykliska kapitalbuffertar och belåningsgrad (LTV).¹⁰⁶ Detta görs i tre steg.

Det *första steget* genererar effekterna på huspriser och kreditvolymen och utgår ifrån de effekter som IMF (2013a och b) identifierar i sin internationella panelstudie och som redogjordes för i avsnitt 6.2.1. Deras resultat indikerar att en enhets ökning av indexet för kapitalkvoten/LTV ger en negativ effekt på huspristillväxten på motsvarande 0,57/0,34 procentenheter varje kvartal. Indexet är konstruerat så att det ökar när politiken använts kontraktivt (instrument introduceras eller skärps) och att det minskar när den använts expansivt (instrument avvecklas eller lättas).¹⁰⁷

Det *andra steget* genererar kapitalkravens effekt på utlåningsräntan. Finansdepartementet (2012) dekomponering av utlåningsräntan ger resultatet att bankernas utlåningsverksamhet ger en avkastning på det egna kapitalet motsvarande 18 procent. Det innebär att en ökning av de kontracykliska kapitalbuffertarna med 1 procentenhet ger, givet en förväntad avkastning på 18 procent, en ökad finansieringskostnad om ca 0,18 procentenheter som antas övervältras fullt ut på låntagarnas utlåningsränta.

¹⁰⁶ Urvalet är gjort dels mot bakgrund av vilka instrument som har ingått i tidigare studier, dels vilka instrument som i närtid kan bli aktuella för tillämpning i Sverige.

¹⁰⁷ Det bör understrykas att konstruktionen av indexet i IMF (2013a och b) innebär att det inte är möjligt att svara på frågan om graden av effektivitet, dvs. vi vet inte vilken effekt en höjning av kapitalkraven med 1 procentenhet har på BNP-tillväxten. Det som är möjligt att säga är att den genomsnittliga politiken, mätt över länderna i samplet i IMF (2013a och b), har en ekonomiskt signifikant BNP-effekt i en simulering med en modell för den svenska ekonomin. Denna poäng är visserligen teknisk men likväl viktig. Anledningen till att IMF (2013a och b) har valt att konstruera ett index istället för att använda förändringen av instrumenten i sina ekonomiska skattningsdata, beror på att tillgänglig data är starkt begränsad och till stor del består av införande av instrument, snarare än förändringar av desamma.

I det *tredje steget* används de framräknade instrumenteffekterna från steg ett och steg två i en vidareutveckling av modellen i Finansdepartementet (2012), för att studera hur dessa påverkar BNP-tillväxten. Denna vidareutvecklade VAR-modell inkluderar följande variabler: arbetslöshet, BNP i omvärlden, Svensk BNP, underliggande inflation, Konjunkturinstitutets kronindex KIX, ränta på tremånaders statsskuldsväxlar, finansiellt stressindex, faktisk utlåningsränta, förmögenhetsgap och kreditgap. Den utländska BNP-variabeln antas vara exogen, medan övriga variabler är endogena.¹⁰⁸

Instrumentens effekt på huspriser och utlåningsräntan från steg 1 och 2 används för att skapa scenarier för utlåningsräntan och förmögenhetsgapet. Scenariot är konstruerat så att politiken införs det första kvartalet och förblir oförändrad i ytterligare sju kvartal, dvs. totalt två år. Genom scenarioanalys är det t.ex. möjligt att undersöka hur den realekonomiska utvecklingen påverkas i perioder då de kontracykliska instrumenten och/eller LTV aktiveras. Scenarioanalysen ger på detta sätt en bild av hur kraftfulla dessa instrument är i termer av deras effekt på BNP-tillväxten. Huspristillväxten antas alltså minska 0,57/0,34 procentenheter varje kvartal då de kontracykliska kapitalbuffertarna/LTV aktiveras, i linje med resultaten i IMF (2013a och b). På motsvarande sätt antas utlåningsräntan öka med 0,18 procentenheter det första kvartalet på grund av aktiveringen av de kontracykliska kapitalbuffertarna.

VAR-modellen används sedan för att göra betingade prognoser, dels för en utveckling utan en aktivering av instrumenten (huvudscenario), dels för en utveckling där förmögenhetsgapet och utlåningsräntan påverkas av respektive instrument i linje med de effekter som beskrevs i steg ett och steg två (alternativscenario).

Modellsimuleringen indikerar i detta fall att när de kontracykliska kapitalbuffertarna/LTV aktiveras skulle BNP-

¹⁰⁸ För en detaljerad genomgång av modellens egenskaper hänvisas läsaren till bilaga B.

nivån efter två år bli 0,63/0,32 procentenheter lägre i alternativscenariot jämfört med huvudscenariot. Om de respektive åtgärderna och deras effekter inte påverkar varandra, blir den sammanlagda BNP-effekten av att aktivera båda instrumenten samtidigt alltså knappt 1 procentenhet, motsvarande ca 35 mdkr. En ungefärlig uppfattning om vad detta skulle innebära för de offentliga finanserna ges av OECD:s tumregler som indikerar att en BNP-försvagning med 35 mdkr skulle innebära att de offentliga finanserna skulle försvagas med i storleksordningen knappt 20 mdkr.¹⁰⁹ Resultaten indikerar alltså att finansiella stabilitetsinstrument kan få en högst påtaglig effekt på ekonomin, såväl den reala som den offentliga, och att instrumenten följaktligen bör betraktas som kraftfulla ekonomisk-politiska instrument.¹¹⁰ Samtidigt är beräkningarna behäftade med viss osäkerhet, vilket gör att de här redovisade siffrorna inte ska betraktas som utsagor om den förväntade exakta storleken på effekterna.

Effekten beror till stor del på att en negativ utveckling av förmögenheten har stora och ihållande effekter som förstärks av en högre utlåningsränta. De effekter som identifieras i denna rapport är något större än de effekter som redogjordes för i avsnitt 6.3.1 och 6.3.2. En anledning till detta kan vara att modellen i denna rapport tar hänsyn till fler transmissionskanaler än många av de studier som refererades i föregående avsnitt. De effekter som identifieras i denna rapport härstammar till stora delar från bankkapitalkanalerna och balansräkningskanalen. Just balansräkningskanalen fångar effekten av kreditefterfrågan. Det innebär i sin tur att det är viktigt att ta hänsyn till instrumentens effekt på både kreditefterfrågan och kreditutbudet för att få en

¹⁰⁹ OECD:s tumregel är att en förändring av BNP med 1 procentenhet ger en effekt på det offentliga finansiella sparandet med 0,55 procentenheter, se André och Girouard (2005).

¹¹⁰ Givet konstruktionen av index i IMF (2013a och b) går det alltså inte att säga något om graden effektivitet. Det primära syftet i denna rapport och i IMF (2013a och b) är dock att svara på frågan om de är effektiva eller inte, dvs. huruvida införandet och användandet av dem i olika länder har påverkat ekonomins utveckling. Studien visar därför inte om de kontryckiska kapitalbuffertarna är effektivare än LTV, endast att båda har en tydlig effekt.

rättvisande bild av den effekt dessa nya ekonomiskpolitiska instrument får på ekonomin.

Samtidigt är det värt att poängtera att IMF (2013) finner att effekten av kontracykliska kapitalbuffertar och LTV är 2–3 gånger så stor i en lågkonjunktur. Denna aspekt av deras resultat är viktig då eventuella framtida instrument högst sannolikt kommer att användas även i lågkonjunkturer, då i syfte att stimulera kreditutbud och kreditefterfrågan.¹¹¹

6.4 Sammanfattning av instrumentdiskussionen

Bedömningen i rapporten är att det är möjligt att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser hos banker, företag och hushåll genom användandet av ett fåtal cykliska och strukturella instrument. Basel 3 har presenterat flera strukturella instrument (såsom LCR, NSFR, bruttosoliditetskrav, systemriskbuffert och konserveringsbuffert) och ett cykliskt instrument (kontracykliskt kapitalbuffert). Dessa instrument har som syfte att påverka kreditutbudet genom påverkan antingen på bankernas eget kapital eller på deras likviditetsreserver. Men, det finns också instrument som syftar till att påverka hushållens och företagens balansräkningar och därmed kreditefterfrågan (bolånetaket är ett exempel på ett strukturellt instrument). De internationella erfarenheterna tillsammans med rapportens egna beräkningar och bedömningar indikerar att finansiella stabilitetsinstrument har en betydande effekt, dels på policyrelevanta variabler som kredittillväxt och huspristillväxt, dels på utvecklingen av den reala ekonomin, här mätt som BNP-tillväxt.

Analysen visar dels att finansiell stabilitetspolitik har ett komplext förhållande till andra politikområden, dels att instrumenten är kraftfulla. Dessutom är politikområdet i sin

¹¹¹ Resultaten indikerar alltså att det finns icke-linjära samband, dvs. effekten av instrumenten skiljer sig åt mellan hög- och lågkonjunktur. Dock är studien konstruerad på så sätt att det inte är möjligt att svara på varför icke-linjariteten uppstår.

linda och kunskaperna är därför begränsade. Detta talar sammantaget för en försiktig användning av dessa instrument. Rapportens bedömning är därför att det framför allt är strukturella instrument som bör användas, medan cykliska instrument bör användas sparsamt och i utgångsläget begränsas till att endast omfatta de kontracykliska kapitalbuffertarna. I takt med att kunskapen om och erfarenheten av instrument och indikatorer ökar kan denna försiktiga hållning naturligtvis eventuellt omprövas.

7 Slutsatser och kommentarer

Finansiella kriser kan ha mycket påtagliga konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen och effekterna är både omfattande och långvariga när banker, företag och hushåll avvecklar stora delar av de finansiella obalanser som byggts upp under lång tid. Kopplingen mellan de finansiella obalanserna och den reala ekonomins utveckling går huvudsakligen via aktörernas roller på kreditmarknaden. Att stabilisera kreditmarknaden bör därför vara den finansiella stabilitetspolitikens mål. Detta mål kan i sin tur delas upp i två delmål; att motverka uppbyggandet av finansiella obalanser hos banker (kreditutbud) respektive hushåll och företag (kreditefterfrågan).

Valet av mål leder till en ökad komplexitet i två dimensioner. För det första innebär det att den finansiella stabilitetspolitiken och dess interaktion med finanspolitiken, mikrotillsynen och penningpolitiken blir mer komplex. För det andra blir politikområdet bredare då det innefattar två huvudsakliga delområden, kreditutbud respektive kreditefterfrågan. Delområdet marknadslikviditet utgör dock inget eget delmål då det inte finns ett behov att motverka alltför likvida marknader. Däremot finns det ett tydligt behov av att förbättra likviditeten på marknaderna i en krissituation.

Såväl kreditefterfrågan som kreditutbudet är områden där olika typer av finansiella obalanser kan uppstå utan att en enskild indikator tydligt signalerar problem. Bedömningen är därför att ett brett perspektiv är nödvändigt i både analysen och genomförandet av politiken. Det är därför viktigt att utgå ifrån

många olika indikatorer i bedömningen av om, och i vilken omfattning, finansiella obalanser håller på att byggas upp.

Bedömningen i rapporten är att det är möjligt att motverka uppbyggnad av finansiella obalanser genom användande av cykliska och strukturella instrument, adresserade mot både kreditutbudet och kreditefterfrågan. De strukturella instrumenten, t.ex. belåningsgrad, ligger till sin natur mycket nära befintliga tillsynsinstrument, medan de cykliska, t.ex. kontracykliska kapitalbuffertar, i stora drag är oprövade. Den internationella erfarenheten samt de simuleringar som gjorts för Sverige pekar dock på att flera av instrumenten är kraftfulla, både avseende effekten på kreditvolymen och huspriser samt BNP. De cykliska instrumenten blir därmed en viktig del av det stabiliseringspolitiska ramverket.

Slutligen, politiken bör åtminstone initialt bedrivas med viss försiktighet. Politikområdet är nytt och under framväxt och kunskapen om framförallt instrumentens effekt är i dagsläget begränsad. Det bedöms som nödvändigt att analysen av instrument, indikatorer och effekter på den reala ekonomin utvecklas och förbättras kommande år.

Källförteckning

Acharya V., R. Engle och M. Richardson (2012), "Capital Shortfall: A New Approach to Ranking and Regulating Systemic Risks," *American Economic Review*, Vol. 102, No. 3, s. 59–64.

André C. och N. Girouard (2005), "Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries", OECD Economics Department Working Papers 434, OECD Publishing.

Ash M., T. Herndon och R. Pollin (2013), "Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff", WP322, PERI Working Paper Series, University of Massachusetts Amherst.

Assenmacher-Wesche K. och S. Gerlach (2010), "Monetary Policy and Financial Imbalances: Facts and Fiction", *Economic Policy*, Vol. 25, Issue 63, s. 437–482, juli.

Bank of England (2011), "Instruments of macroprudential policy", Bank of England Discussion Paper.

Basel Committee on Banking Supervision (2010), "An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements", August.

Becker T. (2012), "Global finansiell kris, penningpolitik och krishantering", SNS analys, nr. 8.

Bernanke S. B. (2013), "Monitoring the Financial System", tal på "the 49th Annual Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago", 10:e maj.

BIS (2001), "Marrying the macro and microprudential dimensions of financial stability" BIS papers no. 1.

BIS/FSB Macroeconomic Assessment Group (2010a), "Interim report: assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements" Macroeconomic Assessment Group, August.

BIS/FSB Macroeconomic Assessment Group (2010b), "Final report: assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements", Macroeconomic Assessment Group, December.

BIS (2010a), "Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer", Basel.

BIS (2010b), "Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiments", CGFS papers no. 38.

BIS/FSB Macroeconomic Assessment Group (2011), "Assessment of the macroeconomic impact of higher loss absorbency for global systemically important banks", Basel.

Boije R. och H. Shahnazarian (2003), "Nationell stabiliseringspolitik vid ett svenskt medlemskap i EMU", Penning och valutapolitik1/2003, s. 17–48.

Blanchard O., G. Dell’Ariccia, and P. Mauro (2010) "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Note SPN/10/03, 12 February.

Blanchard O., G. Dell’Ariccia och P. Mauro (2013), “Rethinking Macroeconomic Policy II: Getting Granular”, IMF Staff Discussion Note SDN/13/03, April.

Borio C. (2003), “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”, BIS working papers no. 128.

Borio C. (2004), “Market distress and vanishing liquidity: anatomy and policy options”, BIS Working Papers No 158, July.

Borio C. (2011), “Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward”, BIS Working Papers No. 354.

Borio C. och M. Drehmann (2009), “Towards an operational framework for financial stability: ‘fuzzy’ measurement and its consequences”, BIS Working Papers, no 284, June.

Borio C. och P. Lowe (2002), “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”, BIS Working Papers No 114.

Borio C. och I. Shim (2007), “What Can (Macro-) Prudential Policy Do to Support Monetary Policy?,” BIS Working Papers No. 242.

Brunnermeier M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud och H. Shin (2009), "The Fundamental Principles of Financial Regulation", London, Centre for Economic Policy Research.

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, Stockholm.

CGFS (2010a), “Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences”, BIS/CGFS Papers No. 38.

CGFS (2010b), “The role of margin requirements and haircuts in procyclicality”, BIS/CGFS Papers No. 36.

Claessens S., M. A. Kose och M. E. Terrones, (2011), “Financial Cycles: What? How? When?”, IMF Working Paper, WP/11/76.

Crowe C., G. Dell’Ariccia, D. Igan och P. Rabanal (2011), “Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Real Estate Booms”, IMF staff discussion note, SDN/11/02, February.

De Nicolo G., G. Favara och L. Ratnovski (2012), “Externalities and macroprudential policy”, IMF staff discussion note, SDN/12/05, June.

Dell’Ariccia, G., D. Igan, L. Laeven, och H. Tong (2012), “Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Credit Booms”, IMF Staff Discussion Note SDN/12/06.

Drehman M., C. Borio, L. Gambacorta och C. Trucharte (2010), “Countercyclical capital buffers: exploring options”, BIS working papers n. 317.

Drehmann M., C. Borio, och K. Tsatsaronis, (2011), “Anchoring Countercyclical Buffers: the Role of Credit Aggregates”, BIS Working Paper No. 355.

Edge R. M. och R. R. Meisenzahl (2011), “The Unreliability of Credit-to-GDP Ratio Gaps in Real Time: Implications for Countercyclical Capital Buffers”, International Journal of Central Banking, december.

Finansdepartementet (2012), "Hur påverkar det finansiella systemet den reala ekonomin?", Rapport från ekonomiska avdelningen på Finansdepartementet, 2012:1.

Galati G. R. och Moessner (2010), "Macroprudential policy – a literature review", DNB working paper no. 267, December.

Goodhart C., A. Kashyap, D. Tsomocos, och A. Vardoulakis (2012), "An Integrated Framework for Multiple Financial Regulations", Working Paper.

Grey F. D. och A. A. Jobst (2011), "Modelling systemic financial sector and sovereign risk", Penning och valutapolitik 2011:2, s. 67–105.

Halldane G. A. (2012), "The dog and the Frisbee", Speech given at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 36th economic policy symposium, "The Changing Policy Landscape", Jackson Hole, Wyoming, August.

Hanson S., A. Kashyap och J. Stein (2011) "A Macroprudential Approach to Financial Regulation", Journal of Economic Perspectives, Vol. 25, Nr. 1, s. 3–28.

Houben A., R. van der Molen och P. Wierts (2012), "Making Macroprudential Policy Operational", Revue de Stabilité Financière 2012, Banque Centrale du Luxembourg.

IMF (2011), "Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Real Estate Booms", Staff Discussion Note 11/02.

IMF (2013a): "The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies", IMF Policy Paper.

IMF (2013b): “The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies — Background paper”, IMF Policy Paper.

Jönsson K. (2011), “En systemriskindikator för det svenska banksystemet”, Ekonomiska kommentarer nr. 7.

Kashyap A., R. Berner och C. A. E. Goodhart (2011), “The macroprudential toolkit”, Chicago Booth Initiative on Global Markets Working Paper No. 60.

Longworth D. (2010), “A Survey of Macroprudential Policy Issues”, Carleton University, Mimeo, version of 14 March 2011.

Lim C. H., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, and X. Wu, (2011), “Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?”, IMF Working Paper 11/238 (Washington: International Monetary Fund).

Lindbeck A. (2010), “Lärdomar av finanskrisen”, Ekonomisk debatt nr 4 2010, årgång 38.

Nordh Berntsson. C. och J. Molin, ”Ett svenskt ramverk för makrotillsyn”, Penning och valutapolitik 2012:1.

Pain N. och O. Röhn (2011), “Policy Frameworks in the Post-Crisis Environment”, OECD Economics Department Working Papers 857, OECD Publishing.

Perotti E. C. and J. Suarez (2009) “Liquidity insurance for systemic crises”, Testimonial at the Select Committee on Economic Affairs for Banking Regulation and Supervision, House of Lords, February 24, (http://www.parliament.uk/documents/upload/EA44_PerottiEnrico20090220.pdf).

Perotti E. C. and J. Suarez (2011) "A Pigovian Approach to Liquidity Regulation". Discussion paper series nr. 8271, Centre for Economic Policy Research.

Rajan R. G. (1994), "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence," Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, s. 399–441.

Regeringens proposition (2013), "2013 års ekonomiska vårproposition", 2012/13:100.

Reinhart C. M. and K. S. Rogoff (2010), "Growth in a Time of Debt", Working Paper 15639, National Bureau of Economic Research.

Riksbanken (2010a), "Basel III – effekter på de svenska bankerna och Sverige", Finansiell stabilitet 2010:2, s. 61–67.

Riksbanken (2010b). "Basel III – skärpta regler för banker", Penningpolitisk rapport, oktober 2010.

Riksbanken (2011), "Lämplig kapitalnivå i svenska storbanker – en samhällsekonomisk analys", Riksbanksstudier, december 2011.

Riksbanken (2012a), "Att skapa en svensk verktygslåda för makrotillsyn", Riksbanksstudier, november 2012.

Riksbanken (2012b), "Kontracykliska kapitalbuffertar som ett makrotillsynsverktyg", Riksbanksstudier, december 2012.

Riksbanken (2012c), "Hur ska finansiella kriser kunna undvikas i Sverige?", Tal av vice Riksbankschef Karolina Ekholm på Handelsbanken i Stockholm 27 september.

Riksbanken (2013), "Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen", Penningpolitisk rapport, februari.

Schoenmaker D. och P. Wierts (2011), "Macroprudential Policy: The Need for a Coherent Policy Framework", Central Banking, Quarterly Journal, vol. 12, no. 1.

Schwaab B., S. Koopman, och A. Lucas (2011), "Systemic risk diagnostics: coincident indicators and early warning signals", ECB Working Paper no. 1327.

Segoviano M. A., och C. Goodhart (2009), "Banking stability measures", IMF Working Paper .

Shin H. (2010), "Macroprudential Policies Beyond Basel III", Policy Memo.

Slingenberg J. W. och J. DeHann (2011), "Forecasting financial stress", DVB working paper no. 292, april.

SOU (2013:6), "Att förebygga och hantera finansiella kriser", Delbetänkande av Finanskriskommittén.

Svensson L. E. O. (2012), "Utmaningar på Riksbanken – penningpolitik och finansiell stabilitet", Ekonomisk debatt 2012:5, s. 17–29.

Sutherland D. och P. Hoeller (2012), "Debt and Macroeconomic Stability: An Overview of the Literature and Some Empirics", OECD Economics Department Working Papers, No. 1006, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5k8xb75txzf5-en>.

White W. R. (2010), "Where to from here?" i "Macroprudential Regulatory Policies: The New Road to Financial Stability?", World Scientific Studies in International Economics, s. 357–370.

Bilaga A: Kontracykliska kapitalbuffertar

I denna bilaga ges en beskrivning av Basel 3 som avslutas med en detaljerad beskrivning av de kontracykliska kapitalbuffertarna.

Den finansiella krisen visade att regelverket för bankerna (Basel 2) inte fångade upp riskerna för bankerna i tillräcklig utsträckning. Som en följd av krisen togs ett nytt regelverk, Basel 3, fram med det övergripande syftet att stärka bankernas förmåga att stå emot förluster och att minska sannolikheten för nya finansiella kriser. Bankerna måste ha mer kapital av bättre kvalitet och nya krav på bankernas likviditet införs. De olika delarna i Basel 3 kommer att införas stegvis med start 2013. Basel 3 ställer högre krav på bankernas kapital.

Kärnprimärkapitalet i minimikapitalet höjs i jämförelse med Basel 2, reglerna för vad som får räknas in i kapitalet skärps, bankerna kommer också i högre utsträckning behöva justera kapitalet för tillgångar med otillförlitlig värdering eller tillgångar vars värde i en stressituation kan ifrågasättas. Under Basel 3 ska dessa justeringar ske mot kärnprimärkapitalet och reglerna för beräkning av riskvägda tillgångar skärps.

Konserveringsbuffert: Utöver minimikapitalkravet för att få bedriva bankverksamhet innehåller Basel 3 ett krav på en s.k. kapitalkonserveringsbuffert på ytterligare 2,5 procentenheter. Totalt sett kommer bankerna att behöva 7 procent kärnprimärkapital i förhållande till de riskvägda tillgångarna. Om

en banks kapital faller under 7 procent begränsas bl.a. bankens rätt att göra utdelningar. Tanken är att man ska tvinga bankerna att ackumulera delar av eller hela vinsten som kapital och därigenom bygga upp en buffert.

Kontracyklisk kapitalbuffert: Utöver kapitalbufferten kan nationella myndigheter välja att lägga till en kontracyklisk buffert. Storleken på denna buffert i intervallet 0 till 2,5 procentenheter bestäms av nationella myndigheter.

Bruttosoliditetskrav: Till det riskvägda kapitalkravet införs i Basel 3 dessutom ett bruttosoliditetskrav. Detta säger att bankerna skall ha ett primärkapital som överstiger 3 procent av summan av bankens tillgångar och de åtaganden som banken har utanför balansräkningen. Till skillnad från de traditionella kapitalkraven tar bruttosoliditetskravet inte hänsyn till skillnaderna i riskvikt mellan olika tillgångar. Därigenom sätts en övre gräns för hur stor del av sina balansräkningar som bankerna får finansiera med skulder.

Basel 3 innehåller även två nya kvantitativa krav på likviditet.

Liquidity Coverage Ratio, LCR: En banks likviditetsbuffert ska vara minst lika stor som nettoutflödet av pengar under 30 dagar i ett stressat scenario. Likviditetsbufferten i LCR får bland annat utgöras av statsobligationer och till högst 40 procent av bostadsobligationer och företagsobligationer. Storleken på nettoutflödet bygger exempelvis på en uppskattning av hur många procent av inlåningen som tas ut i ett stressat läge och av hur många procent av olika typer av finansiering som inte kommer att kunna förnyas.

Net stable funding ratio, NSFR: Bankens stabila finansiering ska vara större än bankens behov av stabil finansiering. I NSFR finns angivet hur många procent av olika skuldtyper som anses vara stabil finansiering och hur många procent av de olika tillgångarna

som anses behöva stabil finansiering. Exempelvis klassificeras emitterade värdepapper med en löptid över ett år och inlåning med en löptid över ett år som stabil finansiering till 100 procent, medan lån från finansiella företag med en löptid under ett år inte anses ge någon stabil finansiering alls. Av tillgångarna anses exempelvis kontanter inte behöva någon stabil finansiering alls, medan vissa obligationer som har lång löptid, god rating och handlas på likvida marknader kräver 20 procent stabil finansiering och lån till företag med en löptid över ett år ska täckas med 100 procent stabil finansiering.

Det är bara de kontracykliska kapitalbuffertarna som är cykliska instrument. Det kan därför vara bra att få en uppfattning hur Basel 3 har resonerat kring tillämpningen av de kontracykliska kapitalbuffertarna. Enligt beslut i Baselskommittén kommer följande krav att ställas på bankernas kapital:

Tabell A1: Kapitalkrav enligt Basel 3

	<u>Kärnprimärkapital</u> (Common equity Tier 1)	<u>Primärkapital</u> (Tier 1)	<u>TotKap*</u> (Tier 1+2)
Minimumkrav	4,5	6,0	8,0
Konserveringsbuffert	2,5		
Minimum plus Konserveringsbuffert	7,0	8,5	10,5
Kontracyklisk buffert	0 – 2,5		

* TotKap = Totalt kapitalkrav dvs Tier 1 och Tier 2

Kapitalkravet enligt Basel 3 blir 4,5 procent kärnprimärkapital i förhållande till bankens riskvägda tillgångar. Till detta läggs en konserveringsbuffert på ytterligare 2,5 procent kärnprimärkapital. Dessa kommer alltid att vara fasta nivåer som begränsar bankerna. En bank som under normala

omständigheter har en kapitaltäckning på 7 procent kärnprimärkapital kommer inte att påläggas några restriktioner så länge den kontracykliska bufferten är inaktiv.

Däremot, när tiderna förändras, och en kontracyklisk buffert läggs på den tidigare bufferten, resulterar detta i nya högre kapitalkrav. Detta nya högre kapitalkrav ökar stegvis (förslagsvis med steg à 0,25 procentenheter) upp till ett maximalt kontracykliskt buffertpålägg på 2,5 procent kärnprimärkapital.

En kontracyklisk buffert är tänkt att försäkra att det alltid finns tillräckligt med kreditmöjligheter i ekonomin utan att bankernas soliditet ifrågasätts. Tanken är att bygga upp bankernas kapital under en period före en kris och att dessa sedan kan användas när krisen är ett faktum. Detta gör att den totala kreditgivningen kan hållas på en konstant nivå.

Då en alltför hög total kreditgivning i ekonomin kan resultera i finansiella obalanser använder sig den kontracykliska bufferten av den *totala* kredittillväxten i landet i förhållande till landets BNP. Denna kvot ställs i förhållande till den historiska trenden. Resultatet blir ett gap som sedan ska översättas till en storlek på den buffert som behöver byggas upp. Buffertens storlek räknas fram i fyra steg:

I ett första steg beräknas hur den totala kreditgivningen i ekonomin ser ut i förhållande till BNP idag.¹¹²

$$LGDP_t^{ratio} = \frac{L_t}{GDP_t} \times 100$$

där $LGDP_t^{ratio}$ är utlåningskvoten, L är utlåningen till allmänheten i löpande priser och GDP är BNP i nominella (löpande) priser.

I ett andra steg beräknas den långsiktiga trenden för utlåningskvoten ($LGDP_t^{trend}$) med hjälp av ett ensidigt Hodrick Prescott-filter. Ett ensidigt HP-filter har fördelen att det ger mer

¹¹² Genom att studera utlåningen i förhållande till BNP kontrollerar man för om kreditutbudet och efterfrågan växer i linje med ekonomins storlek.

tyngd åt senare års utveckling samtidigt som historien hålls konstant.¹¹³ Man "adderar" alltså bara på år efter år på sina historiska data.

I ett tredje steg analyseras hur dagens utlåningskvot förhåller sig till trenden. Ett stort positivt gap indikerar då att kreditgivningen är för hög och att det finns risk att en utlåningsbubbla håller på att byggas upp. Utlåningsgapet definieras enligt nedan

$$LGDP_t^{GAP} = LGDP_t^{ratio} - LGDP_t^{trend}$$

I ett fjärde steg omvandlas utlåningsgapet till ett behov av en buffert. Som tidigare diskuterats kan den kontracykliska bufferten max sättas till $CBUFF^{MAX} = 2,5\%$ kärnprimärkapital i förhållande till bankens totala riskvägda tillgångar. Minimum för den kontracykliska bufferten är $CBUFF^{MIN} = 0\%$. Utlåningsgapet måste dock överskrida minst $LGDP_t^{MIN} = 2\%$ för att den först ska översättas till en kontracyklisk buffert. Så länge gapet mellan rådande kredittillväxt i förhållande till dess långsiktiga trend är 2 procent eller mindre är bufferten 0 procent. Bufferten kan dock bara ökas upp till att motsvara 2.5 procent av bankens riskvägda tillgångar. Detta maximala påslag introduceras när utlåningsgapet är $LGDP_t^{MAX} = 10\%$ eller över.¹¹⁴ Detta kan sammanfattas enligt nedan:

$$\begin{cases} LGDP_t^{GAP} \leq 2 & \Rightarrow CBUFF^{MIN} = 0 \\ 2 < LGDP_t^{GAP} < 10 & \Rightarrow CBUFF = \frac{(CBUFF^{MAX} - CBUFF^{MIN}) \times (LGDP_t^{GAP} - LGDP_t^{MIN})}{(LGDP_t^{MAX} - LGDP_t^{MIN})} \\ LGDP_t^{GAP} \geq 10 & \Rightarrow CBUFF^{MAX} = 2,5 \end{cases}$$

Det här innebär att när utlåningsgapet är mellan 2 och 10 procent blir

¹¹³ Notera dock att det inte finns något rekommenderat startår för beräkningarna.

¹¹⁴ Banker som har verksamheter i flera länder räknar ut ett medelvärde av de nationella kontracykliska buffertarna och bankens riskvägda tillgångar i varje enskilt land.

$$\begin{aligned} CBUFF &= \frac{(2,5 - 0) \times (LGDP_t^{GAP} - 2)}{(10 - 8)} = \frac{2,5 \times (LGDP_t^{GAP} - 2)}{2} \\ &= 1,25 \times (LGDP_t^{GAP} - 2) \end{aligned}$$

När en banks kapital befinner sig under den nya nivån som beslutats anses inte banken ha tillräckligt med kapital. Banken har då 12 månader på sig att öka kapitalnivån till den nya nivån eller däröver. Om banken inte lyckats med detta kommer den att påläggas restriktioner på utdelningar som påföljd. Dessa restriktioner hjälper således till att bygga upp bankernas kapitalbas. Restriktionerna är storleksmässigt lika de som bankerna kan påläggas vid konserveringsbuffertar och återfinns i tabell A2.

För en bank som bara har verksamhet i sitt hemland bestäms storleken på kapitalbufferten av de beslut som fattas av den nationella ansvarige myndigheten. Banker som har verksamheter i flera länder räknar ut ett medelvärde av de nationella kontracykliska buffertarna i varje enskilt land. Storleken på kapitalbufferten som ska gälla för en internationellt verksam bank måste med andra ord återspegla den geografiska sammansättningen av bankens portfölj av kreditexponeringar. Internationellt verksamma banker kommer att utgå ifrån den geografiska uppdelningen på sina kreditexponeringar och beräkna storleken på bufferten för varje exponering på grundval av den buffert som gäller i den jurisdiktion där exponeringen är placerad. På konsoliderad nivå innebär detta att varje banks buffert kommer att vara lika med ett vägt genomsnitt av de kapitalbuffertar som tillämpas i de jurisdiktioner där de har exponeringar. Genom att tillämpa denna metod säkerställs att ett banklån till en löntagare som ligger i en given jurisdiktion kommer att få bygga upp samma kapitalbuffert oberoende av var den bank som ger lånet har sitt säte.

Låt oss ge ett exempel för att klargöra detta. Antag att storleken på de publicerade kontracykliska kapitalbuffertarna är

2 procent i Storbritannien, 1 procent i Tyskland och 1,5 procent i Japan som andel av de riskvägda tillgångarna. Detta innebär att alla lån som ges till låntagare i Storbritannien, oavsett var den bank som ger lånet har sin jurisdiktion, innebär att banken i fråga måste bygga upp en kapitalbuffert motsvarande 2 procent för dessa lån. Likaså lån till tyska och japanska motparter kommer att efterkrävas buffert motsvarande 1 procent respektive 2 procent. En bank med 60 procent av sina kreditexponeringar i Storbritannien, 25 procent av sina kreditexponeringar i Tyskland och 15 procent av kreditexponeringar i Japan kommer därför att få bli föremål för en övergripande kontracykliska kapitalbuffert motsvarar 1,68 procent av de riskvägda tillgångarna

$$CBUFF = (0,68 \times 2\% + 0,25 \times 1\% + 0,15 \times 1,5\%) = 1,68\%$$

Ett mer generell samband för att beräkna kapitalbufferten för internationella verksamma banker är

$$CBUFF = \sum_{i=1}^I \alpha_i CBUFF_i$$

där α_i är andelen av en banks kreditexponeringar i land i och $CBUFF_i$ är storleken på de publicerade kontracykliska kapitalbuffertarna i land i .

Exempel: En bank har en kärnprimärkapitalnivå på 8 procent. Ansvarig myndighet i landet har dock lagt på en kontracyklisk buffert på 2 procent till kapitalkravet. Detta betyder att banken saknar kapital och har 12 månader på sig att korrigera detta. Om ingen korrigering görs läggs utdelningsrestriktioner på 40 procent enligt kalkylen nedan

- 1) Bankens buffertnivå: $8 - 4,5 = 3,5$
- 2) Pålagda buffertar $2,5 + 2 = 4,5$

3) Bankens nivå av pålagd buffert: $3,5 / 4,5 = 0,78 = 78 \%$

Tabell A2: Restriktioner på bankernas utdelningar

Bankernas kapitaltäckningsnivå som del av föreslagna miniminivåer	Restriktioner på utdelning (angivet i % av det som bankerna tjänar)
< 25%	100%
25-50%	80%
50-75%	60%
75-100%	40%
>100 %	0%

Låt oss nu sammanfatta och generalisera de kalkyler som är nödvändiga för att få nivån på utdelningsrestriktionen. Som det framgår ovan måste man först beräkna bankens buffertnivå (*BCB*)

$$BCB = COREC - CONB - CBUFF = COREC - 2.5 - CBUFF$$

där *COREC* är kärnprimärkapitalrelationen, *CONB* = 2.5 är konserveringsbufferten och *CBUFF* är den framräknade kontracykliska buffereten. I ett andra steg beräknas den pålagda bufferten enligt nedan

$$ACB = CONB + CBUFF = 2.5 + CBUFF$$

I ett tredje steg beräknas sedan bankernas nivå av pålagd buffert

$$BACB = \frac{BCB}{ACB} \times 100$$

I ett avslutande steg avläses den utdelningsrestriktion som ska tillämpas direkt från tabell X eller enligt nedan.

$$\left\{ \begin{array}{ll} BACB < 25 & \Rightarrow \alpha^{DIV} = 100 \\ 25 \geq BACB < 50 & \Rightarrow \alpha^{DIV} = 80 \\ 50 \geq BACB < 75 & \Rightarrow \alpha^{DIV} = 60 \\ 75 \geq BACB < 100 & \Rightarrow \alpha^{DIV} = 40 \\ BACB \geq 100 & \Rightarrow \alpha^{DIV} = 0 \end{array} \right.$$

Diskussionen kring förslaget har bl.a. kommit att beröra användningen av total privat utlåning i ekonomin i förhållande till BNP, som avgörande variabel för den kontracykliska bufferten. Enligt Baselkommitténs utredningar är privat utlåning/BNP den variabel som bäst kan förklara de historiska bankkriser som uppkommit i världen, både i och utanför Europa. Men, kommittén konstaterar också att variabeln inte är fullständig och måste därför ses som en utgångspunkt för avgörandet om en kontracyklisk buffert ska läggas på eller tas bort. Ansvarig myndighet kan därför använda sig av andra variabler för att grunda sina beslut. Eftersom andra variabler tillåts kommer Baselkommittén att inrätta ett expertråd till vilket man kan ställa frågor och diskutera tankar och idéer gällande bufferten. Alla beslut gällande bufferten ska vidare offentliggöras och förklaras.

Syftet med dessa buffertar är att tvinga banker att stärka sin kapitaltäckning under goda tider, för att vara bättre rustade när konjekturen vänder. En kontracyklisk buffert är tänkt att försäkra att det alltid finns tillräckligt med kreditmöjligheter i ekonomin utan att bankernas soliditet ifrågasätts. Att ha en högre kapitaltäckning ger en försäkring om att bankerna kommer att klara av den fortlöpande verksamheten även under en stressad period då utflödena av kapital är stora. Syftet är att kontrollera de makroekonomiska effekter som kan påverka den finansiella sektorn vid en hastig ökning av kreditbeviljningar. Här kan enskilda länder själva bestämma om man vill höja nivåerna.

Bilaga B: Den empiriska modellen

I denna bilaga presenteras den empiriska modellen som använts för att kvantifiera effekten av olika instrument i avsnitt 6.2.3.

Modellen som presenteras i denna bilaga är en vidareutveckling av de två VAR-modellerna i Finansdepartementet (2012).¹¹⁵ Den ena VAR-modellen är en traditionell makromodell (MOD-MAK) och i den andra VAR-modellen kompletteras den traditionella makromodellen med tre sammanfattande finansiella indikatorer (MOD-FIN): det finansiella stressindexet, förmögenhetsgapet och utlåningsräntan.¹¹⁶ I denna bilaga utökas MOD-FIN i två dimensioner: dels inkluderas kreditgapet, dels inkluderas räntan på tre månaders statsskuldsväxlar. Tabell 1 sammanfattar alla de variabler som ingår modellen (MOD-FIN-NY).

Den första kategorin av variabler som ingår i MOD-FIN-NY är variabler som frekvent förekommer i makroekonomiska modeller, de flesta realekonomiska samt ett par finansiella (diagram B1). Den andra kategorin utgörs av finansiella variabler som introducerades i kapitel 3 (diagram B2). Utöver de

¹¹⁵ En VAR-modell är autoregressiv, vilket innebär att varje variabel i modellen i period t påverkas av alla de andra variablernas värde i ett bestämt antal (n) föregående perioder ($t-1$ till $t-n$) om inget annat anges.

¹¹⁶ Denna typ av modell är vanligt förekommande för analys av olika typer av chocker, inte minst för att undersöka effekterna av penningpolitiken. De ursprungliga modellerna hade tre ingående variabler, en kort ränta, inflationstakten samt BNP-tillväxt eller något liknande produktionsmått. Finansdepartementet (2012) utökar denna modell med arbetslöshet för att kunna ta hänsyn till utvecklingen på arbetsmarknaden. Eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi inkluderas även växelkurs och BNP i omvärlden i variabeluppsättningen. Genom att inkludera växelkursen hanteras därför även växelkurskanalen.

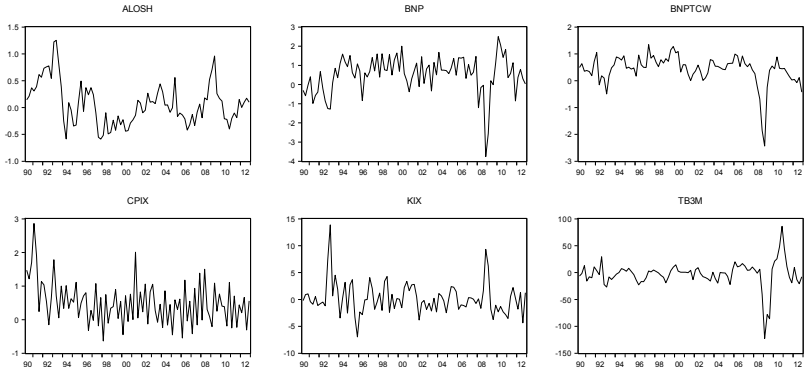
makroekonomiska och finansiella variablerna används i modellerna en dummyvariabel för perioden 1991Q4 – 1992Q3 för att kontrollera för den svenska 1990-talskrisen. Den utländska BNP-variabeln, BNPTCW, är exogen, medan övriga variabler är endogena.

Tabell B1: Variabler som ingår i MOD-FIN-NY

<i>Variabelnamn</i>	<i>Variabelbeteckning</i>	<i>Transformering</i>
Arbetslöshet	ALOSH	1:a-differens
Svenskt BNP	BNP	logaritmerad och 1:a-differens
BNP i omvärlden*	BNPTCW	logaritmerad och 1:a-differens
Underliggande inflation	CPIX	logaritmerad och 1:a-differens
Konjunkturinstitutets kronindex	KIX	logaritmerad och 1:a-differens
Ränta på tremånaders statskuldsväxlar	SSVX	logaritmerad och 1:a-differens
Stressindex	SI	1:a-differens
Faktisk utlåningsränta	UTLANR	logaritmerad och 1:a-differens
Förmögenhetsgap	FGAP	1:a-differens
Kreditgap	KGAP	1:a-differens

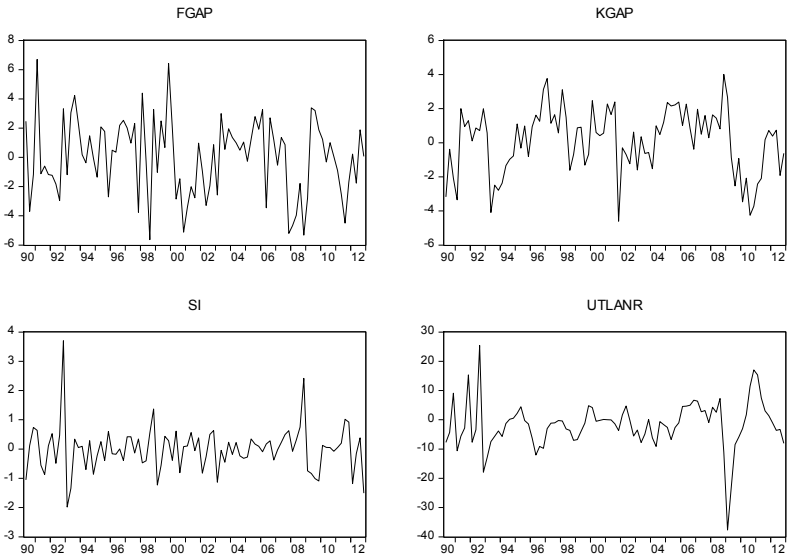
* Definierat som ett viktat genomsnitt av BNP i USA och euroområdet

Diagram B1: De traditionella makroekonomiska variablerna



Källor: SCB, EcoWin och Finansdepartementet

Diagram B2: De sammanfattande finansiella indikatorerna



Källor: SCB, EcoWin och Finansdepartementet

I tabell B2 redovisas Finansdepartementet (2012) ursprungliga modeller samt den nya modellen med namn och tillhörande endogena variabler.

Tabell B2: Modellernas respektive endogena variabler

<i>Modell</i>	<i>Endogena variabler</i>
MOD-MAK	CPIX ALOSH BNP TR3M KIX
MOD-FIN	CPIX ALOSH BNP FGAP UTLANR KIX SI
MOD-FIN-NY	CPIX ALOSH BNP FGAP UTLANR KIX SI KGAP TR3M

Liksom i Finansdepartementet (2012) läggs flera olika restriktioner på MOD-FIN-NY. En första restriktion läggs på stressindex. Osäkerhetskanalen har en direkt koppling till den reala ekonomin som inte går via balans- respektive bankkapitalkanalerna. Restriktioner läggs därför på stressindex, vilka innebär att stressindexet inte tillåts ha en direkt påverkan, eller påverkas av, UTLANR och FGAP. På samma sätt tillåts inte heller några laggade värden av FGAP eller UTLANR i ekvationerna för SI i modellen. På grund av dessa restriktioner påverkar stressindex bara de makroekonomiska variablerna.

En andra restriktion läggs på kreditgapet. Tanken med modellen i denna bilaga är att vidareutveckla Finansdepartementet (2012) för att den på ett bättre sätt ska kunna fånga acceleratoreffekten i balansräkningskanalen. Detta görs genom att inkludera ytterligare en endogen variabel i modellen, nämligen kreditgapet (se tabell 2). Restriktioner läggs även på KGAP, vilka innebär att KGAP inte tillåts ha en direkt påverkan på, eller påverkas av, makrovariabler (CPIX, ALOSH, BNP, SSVX, KIX). Det här innebär att KGAP påverkas bara av FGAP, SI och UTLANR. Däremot tillåts KGAP påverka FGAP för att fånga just acceleratoreffekten.

En tredje restriktion läggs på räntan på tre månaders statsskuldsväxel. Finansdepartementet (2012) låter effekten av penningpolitiken fångas av utlåningsräntan eftersom denna antas

fånga både räntekanalerna och bankkapitalkanalerna. I denna bilaga inkluderas istället ytterligare en endogen variabel, nämligen SSVX, för att särskilja räntekanalerna från bankkapitalkanalerna. Det antas dock att effekten på ekonomin av en ränteförändring alltid går via utlåningsräntan, men att penningpolitiken har möjlighet att påverka denna utlåningsränta via räntan på statsskuldsväxlar. Därför införs restriktioner på SSVX som innebär att SSVX inte tillåts ha en direkt påverkan på CPIX, ALOSH, BNP, KIX, FGAP och KGAP. Däremot antas SSVX ha en direkt påverkan på UTLANR. SSVX själv förklaras av CPIX, ALOSH, BNP och SI.¹¹⁷

I tabell B3 sammanfattas alla restriktioner som har lagts på variablerna, där noll anger restriktionen vilket innebär att koefficienterna för alla laggar antas vara noll.¹¹⁸

Tabell B3: Modellstruktur

Beroende variabler	BNP	ALO-SH	CPI-X	KIX	UTL-ANR	SI	K-GAP	F-GAP	SSVX
BNP	x	x	x	x	x	x	0	x	0
ALOSH	x	x	x	x	x	x	0	x	0
CPIX	x	x	x	x	x	x	0	x	0
KIX	x	x	x	x	x	x	0	x	0
UTLANR	x	x	x	x	x	0	0	x	x
SI	x	x	x	x	0	x	0	0	x
KGAP	0	0	0	0	x	x	x	x	0
FGAP	x	x	x	x	x	0	x	x	0
SSVX	x	0	x	0	0	x	0	0	x

I ett första steg undersöks i vilken utsträckning MOD-FIN-NY förbättrar möjligheterna till att förklara BNP-tillväxtens

¹¹⁷ En s.k. penningpolitisk regel.

¹¹⁸ Resultaten av de statistiska diagnostiska testerna visar att det inte finns några problem med autokorrelation eller heteroskedasticitet. Residualerna är dock inte normalfördelade.

utveckling jämfört med alternativa modeller.¹¹⁹ Modellernas prognoser jämförs med den faktiska utfallserien och prognosförmågan för modellen sammanfattas med hjälp av rotmedelkvadratfelet (RMSE). Utvärderingen görs för modellernas förmåga att prognostisera BNP och för jämförelse skull används dels Finansdepartementet (2012) ursprungliga modeller (MOD-MAK och MOD-FIN) och dels en enkel AR(1)-modell. För att de testade modellerna ska anses ha ett mervärde bör de generera mer träffsäkra prognoser än AR(1). I tabell B4 redovisas RMSE-värdena för modellerna, där lägre värde innebär bättre prognosförmåga. MOD-FIN-NY och MOD-FIN har bättre prognosförmåga än såväl MOD-MAK som den naiva AR(1)-modellen upp till fyra kvartal. MOD-FIN har en marginellt bättre prognosförmåga jämfört med MOD-FIN-NY. Utvärderingen visar alltså att prognosförmågan för BNP-tillväxten utom sampel förbättras på upp till ett års sikt, när den valda makroekonomiska modellen utökas med en utförligare modellering av transmissionsmekanismen.

Det kan också vara intressant att jämföra modellernas prognoser för kommande år. Tabell B5 visar att MOD-FIN:s endogena prognoser för BNP-utvecklingen är 2,5 procent 2013 och 4,0 procent 2014. MOD-FIN-NY, som inkluderar en penningpolitisk reaktionsfunktion och ett kreditgap, genererar en prognos för 2013 och 2014 på 2,3 procent respektive 3,8 procent. Enligt den mer traditionella VAR-modellen (MOD-MAK) kommer BNP-utvecklingen att vara 1,1 procent 2013 och 3,2 procent 2014. Skillnaden mellan dessa prognoser beror på att MOD-FIN liksom MOD-FIN-NY inkluderar flera finansiella

¹¹⁹ Prognosutvärderingen utom sampel görs på följande sätt. Tidsperioden 2006Q1 till och med 2012Q4 används som utvärderingsperiod och modellerna gör rekursiva prognoser för dessa perioder. Det innebär att modellerna i ett första steg estimeras med data från 1989Q4 till och med 2005Q4, varefter prognoser görs på ett till fem kvartal framåt. I ett andra steg görs modellestimationerna om på data upp till och med 2006Q1 och prognoserna görs därefter om på samma horisonter som tidigare. Därefter fortsätter det på samma sätt med stegvis förflyttning ett kvartal framåt. På detta sätt får varje modell som mest 26 prognoser (ett kvartals horisont), ner till 21 prognoser (fem kvartals horisont), vilket utgör de prognoserier som utvärderas.

indikatorer som har en förstärkande effekt på BNP-prognosen de närmsta 2 åren.

Tabell B4: Rotmedelkvadratfelet (RMSE) för BNP-prognoser 2006Q1-2012Q2

<i>Period</i>	<i>MOD-MAK</i>	<i>MOD-FIN</i>	<i>MOD-FIN-NY</i>	<i>AR(1)</i>
1	1,23	1,06	1,06	1,24
2	1,27	1,14	1,21	1,40
3	1,37	1,18	1,29	1,45
4	1,34	1,21	1,21	1,51
5	1,32	1,37	1,46	1,54

Källa: Egna beräkningar

Tabell B5: Prognoser för BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2013	2014	2015	2016
MOD-MAK	1,1	3,2	3,5	3,3
MOD-FIN	2,5	4,0	3,5	3,1
MOD-FIN-NY	2,3	3,8	3,4	3,2

Anm. Modellprognoserna har använt information tom. Q42012.

Källa: Egna beräkningar

En fördel med VAR-modeller är att dessa kan användas för att analysera hur en chock av en av modellens variabler påverkar de andra variablerna, t.ex. vad som händer med BNP-tillväxten om utlåningsräntan ökar med en procentenhet.¹²⁰ Effekten av olika

¹²⁰ Modellen har skapats och utvärderats efter vilken effekt variablerna har på BNP (och arbetslöshet). Syftet med modellen har varit att identifiera vilken effekt olika transmissionskanaler har på ekonomin och på vilket sätt olika instrument påverkar dessa transmissionskanaler.

chocker på den reala ekonomin undersöks med hjälp av s.k. impuls respons-analys (diagram B3).¹²¹

Diagram B3: Effekter på BNP av chocker av de finansiella indikatorerna



Källa: Egna beräkningar

Sammantaget påverkas BNP såsom teorin förutsätter. Stressindex och utlåningsränta har en negativ effekt på BNP medan förmögenhetsgapet har en positiv. Effekten slår dock igenom olika fort och stressindex har som förväntat det snabbaste genomslaget. Redan efter cirka två år har dock den fulla effekten i princip slagit igenom i alla tre fallen.¹²²

En chock av förmögenhetsgapet med en indexenhet, motsvarande ett aktieindexfall på ca 2,5 procent och ett husprisfall på ca 1 procent, får efter två år en sammanlagd negativ effekt på BNP-nivån motsvarande ca 0,8 procent. En isolerad, tillfällig höjning av utlåningsräntan motsvarande 1 procentenhet får efter två år en sammanlagd negativ effekt på BNP-nivån på 0,2 procent. En tillfällig ökning av stressindex med en enhet får en samlad negativ effekt på BNP-nivån motsvarande ca 0,4 procent efter två år. Dessa effekter är något mindre än de effekter som identifierades i Finansdepartementet (2012). Det beror på att modellen i denna bilaga har dels en penningpolitisk

¹²¹ Impuls respons-analys innebär att en variabel chockas med ett visst värde, t.ex. en ökning av förmögenhetsgapet med fem procentenheter, varefter effekten på BNP-tillväxten i kommande perioder läses av.

¹²² En variansdekomponering visar att de finansiella variablerna förklarar cirka 40 procent av variationen i BNP. Resultaten från impuls responserna (diagram B3) ändras endast marginellt när ordningen på variablerna i VAR-modellen ändras.

reaktionsfunktion som påverkar utlåningsräntorna dels en rikare modellering av accelerator effekten.

Departementsserien 2013

Kronologisk förteckning

1. På vägen till en grönare framtid – utmaningar och möjligheter.
Delutredning från Framtidskommissionen. SB.
2. Delaktighet i framtiden – utmaningar för jämställdhet, demokrati och integration.
Delutredning från Framtidskommissionen. SB.
3. Framtida utmaningar för sammanhållning och rättvisa.
Delutredning från Framtidskommissionen. SB.
4. Fysioterapeut
– ny skyddad yrkestitel för sjukgymnaster. S.
5. Permanent utvidgad målgrupp för etableringslagen. A.
6. Utbildningar för nyanlända elever. Mottagande och skolgång. U.
7. Om katastrofmedicin som en del av svenska insatser utomlands m.m. S.
8. Framtidens välfärd och den åldrande befolkningen.
Delutredning från Framtidskommissionen. SB.
9. Lätt byte. Enklare att välja ny leverantör av elektroniska kommunikationstjänster. N.
10. Domstolsdatalag. Ju.
11. Ändringar i bestämmelser om straff och administrativa sanktioner vid fiske. L.
12. Marknadskontroll av varor och annan närliggande tillsyn. UD.
13. Regionalt utvecklingsansvar i Västernorrlands län och Norrbottens län. S.
14. Regionalt utvecklingsansvar i Örebro län och Gävleborgs län. S.
15. Gemensamt konsumentskydd i EU. Ju.
16. Prospektansvar. Fi.
17. Straffavgift vid bristande kreditprövning. Ju.
18. Genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv om rätten till information vid straffrättsliga förfaranden. Ju.
19. Svenska framtidsutmaningar
slutrapport från regeringens Framtidskommission. SB.
20. Vissa lagförslag med anledning av treparts-samtalen. A.
21. Lagvalsregler på obligationsrättens område
– Rom I- och Rom II-förordningarna. Ju.
22. Behandlingen av personuppgifter vid Statens kriminaltekniska laboratorium. Ju.
23. Tid för undervisning
– lärares arbete med skriftliga individuella utvecklingsplaner. U.
24. Ersättning för polisbevakning. Ju.
25. Skriftlig bekräftelse av vissa telefonavtal. Ju.
26. Viss kreditgivning till konsumenter. Fi.
27. Ett teknikberoende skydd för den enskildes integritet vid kreditupplysning. Ju.
28. Straffansvar för eftersupning
– om användning av alkohol och andra berusande medel efter färd. Ju.
29. Märkning av textilprodukter. Ju.
30. Skyndsamhetskrav och tidsfrister i ärenden med unga misstänkta och unga målsägande. Ju.
31. Allmänhetens insyn i partiers och valkandidaters finansiering. Ju.
32. Genomförande av det ändrade direktivet om varaktigt bosatta tredjelandsmedborgares ställning. Ju.
33. Vägval i en globaliserad värld. Fö.
34. Den nya polisorganisationen – kompletterande författningsändringar. Ju.
35. Vägval för premiepensionen. Fi.
36. Förändrade åldersgränser och ökad flexibilitet i föräldraförsäkringen. S.
37. Ett uppföljningssystem för jämställdhetspolitiken. U.
38. Ränteskillnadsersättning m.m. vid bolån. Ju.
39. Kompletterande bestämmelser till EU-förordningen om sprängämnesprekursorer. Fö.
40. En samlad organisation på det funktionshinderspolitiska området. +Lättläst + Daisy. S.
41. Mellanchefsstrukturen i domstol och nya befordrade domaranställningar utan chefskap m.m. Ju.
42. Utbetalning av barnbidrag och flerbarnstillägg. S.
43. Olovlig hantering av avkodningsutrustning. Ku.
44. Lag om resenärers rättigheter
– kompletterande bestämmelser. Ju.
45. Finansiell stabilitetspolitik
– ett nytt politikområde under utveckling. Fi.

Departementsserien 2013

Systematisk förteckning

Statsrådsberedningen

På vägen till en grönare framtid – utmaningar och möjligheter.

Delutredning från Framtidskommissionen. [1]

Delaktighet i framtiden – utmaningar för jämställdhet, demokrati och integration.

Delutredning från Framtidskommissionen. [2]

Framtida utmaningar för sammanhållning och rättvisa.

Delutredning från Framtidskommissionen. [3]

Framtidens välfärd och den åldrande befolkningen.

Delutredning från Framtidskommissionen. [8]

Svenska framtidsutmaningar

slutrapport från regeringens Framtidskommission. [19]

Justitiedepartementet

Domstolsdatalag. [10]

Gemensamt konsumentskydd i EU. [15]

Straffavgift vid bristande kreditprövning. [17]

Genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv om rätten till information vid straffrättsliga förfaranden. [18]

Lagvalsregler på obligationsrättsens område – Rom I- och Rom II-förordningarna. [21]

Behandlingen av personuppgifter vid Statens kriminaltekniska laboratorium. [22]

Ersättning för polisbevakning. [24]

Skriftlig bekräftelse av vissa telefonavtal. [25]

Ett teknikberoende skydd för den enskildes integritet vid kreditupplysning. [27]

Straffansvar för eftersupning

– om användning av alkohol och andra berusande medel efter färd. [28]

Märkning av textilprodukter. [29]

Skyndsamhetskrav och tidsfrister i ärenden med unga misstänkta och unga målsägande. [30]

Allmänhetens insyn i partiers och valkandidaters finansiering. [31]

Genomförande av det ändrade direktivet om varaktigt bosatta tredjelandsmedborgares ställning. [32]

Den nya polisorganisationen – kompletterande författningsändringar. [34]

Ränteskillnadsersättning m.m. vid bolån. [38]

Mellanchefsstrukturen i domstol och nya befordrade domaranställningar utan chefskap m.m. [41]

Lag om resenärers rättigheter

– kompletterande bestämmelser. [44]

Utrikesdepartementet

Marknadskontroll av varor och annan närliggande tillsyn. [12]

Försvarsdepartementet

Vägval i en globaliserad värld. [33]

Kompletterande bestämmelser till EU-förordningen om sprängämnesprekursorer. [39]

Socialdepartementet

Fysioterapeut

– ny skyddad yrkestitel för sjukgymnaster. [4]

Om katastrofmedicin som en del av svenska insatser utomlands m.m. [7]

Regionalt utvecklingsansvar i Västernorrlands län och Norrbottens län. [13]

Regionalt utvecklingsansvar i Örebro län och Gävleborgs län. [14]

Förändrade åldersgränser och ökad flexibilitet i föräldraförsäkringen. [36]

En samlad organisation på det funktionshinderspolitiska området. [40]

Utbetalning av barnbidrag och flerbarnstillägg. [42]

Finansdepartementet

Prospektansvar. [16]

Viss kreditgivning till konsumenter. [26]

Vägval för premiepensionen. [35]

Finansiell stabilitetspolitik

– ett nytt politikområde under utveckling. [45]

Utbildningsdepartementet

Utbildningar för nyanlända elever. Mottagande och skolgång. [6]

Tid för undervisning

– lärares arbete med skriftliga individuella utvecklingsplaner. [23]

Ett uppföljningssystem för jämställdhetspolitiken. [37]

Landsbygdsdepartementet

Ändringar i bestämmelser om straff och administrativa sanktioner vid fiske. [11]

Näringsdepartementet

Lätt byte. Enklare att välja ny leverantör av elektroniska kommunikationstjänster. [9]

Kulturdepartementet

Olovlig hantering av avkodningsutrustning. [43]

Arbetsmarknadsdepartementet

Permanent utvidgad målgrupp för etableringslagen. [5]

Vissa lagförslag med anledning av treparts-samtalen. [20]



Fritzes

ett Wolters Kluwer-företag

106 47 Stockholm Tel 08-598 191 90 Fax 08-598 191 91 order.fritzes@nj.se www.fritzes.se

ISBN 978-91-38-23983-4 ISSN 0284-6012