

FÖRDJUPNING

Finanskrisen och centralbankernas balansräkningar

Till följd av den finansiella krisen har många av världens centralbanker vidtagit extraordinära åtgärder för att stödja det finansiella systemet. Centralbankerna har lånat ut pengar till en större krets av institutioner, på längre löptider och har accepterat andra typer säkerheter än vad som tidigare har varit normalt. Dessa åtgärder har påverkat centralbankernas balansräkningar, både avseende sammansättning och omslutning. I denna fördjupning studeras Federal Reserves och Riksbankens balansräkningar.

Under finanskrises inledningsfas syftade centralbankernas åtgärder till att försörja banksystemet med kortsiktig likviditet. Orsaken var att interbankmarknaden fungerade dåligt och att försäljning av finansiella tillgångar ledde till stora prisfall – vilket verkade påfrestande på det finansiella systemet.²² I detta läge såg de penningpolitiska beslutsfattarna ännu inget större behov av att expandera omslutningen på centralbankernas balansräkningar i någon nämnvärd utsträckning.

I och med konkursen av investmentbanken Lehman Brothers i mitten av september 2008 fick många kreditinstitut i USA akuta likviditetsproblem, när marknaderna för företagscertifikat (inklusive de som emitterats av banker) slutade att fungera.²³ Fed valde då att stödja dessa marknader genom ökad direkt utlåning, vilket resulterade i en uppblåst balansräkning.

Fed har även köpt värdepapper med längre löptider direkt på andrahandsmarknaden i syfte att ytterligare dämpa kreditåstramningen på vissa finansiella marknader.

Den finansiella turbulensen spred sig under hösten 2008 även till Sverige och lånekostnaderna steg markant bland annat på den svenska interbankmarknaden. Detta föranledde även Riksbanken att vidta åtgärder utöver de vanliga för att stödja det svenska banksystemet. Ökad utlåning påverkade därmed även Riksbankens balansräkning.

²² Se fördjupningen "Den finansiella krisen – utveckling under 2008" i *Konjunkturläget* december för en mer detaljrik redogörelse av dessa mekanismer.

²³ Både banker och stora företag finansierar en del av sin verksamhet via emissioner av skuldförbindelser, i form av obligationer (oftast med regelbunden kupongutbetalning) för löptider över 1 år och certifikat (ränteutbetalning i samband med inlösen) vid kortare löptider.

Centralbankers balansräkningar

En centralbanks balansräkning är en uppställning av dess tillgångar och skulder vid ett givet tillfälle. Balansräkningen ställs upp i två kolumner med tillgångar på ena sidan samt skulder och eget kapital (det vill säga hur tillgångarna finansierats) på den andra. De två sidorna är definitionsmässigt lika stora, eftersom eget kapital är skillnaden mellan tillgångar och skulder. Summan av tillgångarna respektive summan av skulder och eget kapital kallas för balansomslutning.

En centralbanks skulder består normalt till största delen av utelöpande sedlar och mynt. Fram till september 2008 gällde det för både Fed och Riksbanken.

Tillgångsposten som motsvarar skuldsidans utelöpande sedlar och mynt skulle i princip kunna bestå av fordringar på banksystemet. Men centralbanker har i många fall valt att avyttra dessa till förmån för andra typer av tillgångar.

Riksbanken har en stor del av fordringarna i utländsk valuta, den så kallade valutareserven. Syftet med detta är, förutom att erhålla så god avkastning som möjligt, att möjliggöra interventioner på valutamarknaden.

Feds tillgångar består däremot till största delen av inhemska statspapper.²⁴ Detta beror till del på att Fed tillämpar ett penningpolitiskt styrsystem där köp och försäljningar av statspapper, utöver normala repotransaktioner, är ett viktigt instrument för att styra banksystemets strukturella likviditet.²⁵

Federal Reserves balansräkning under finanskrisen

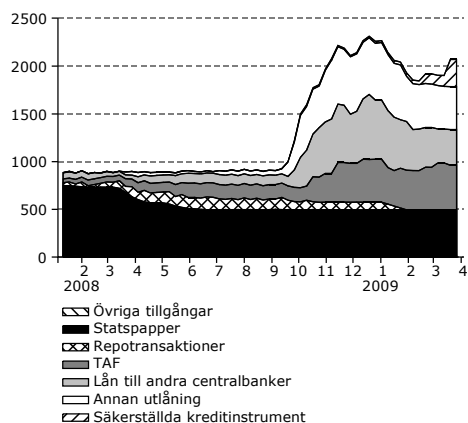
ÅTGÄRDER INOM RAMEN FÖR OFÖRÄNDRAD BALANSRÄKNING

Fram till september 2008 understödde Fed det finansiella systemet i huvudsak med kortsiktig likviditet. Genom att sälja statspapper till ett motsvarande värde som de nya lånen, påverkades inte balansomslutningen nämnvärt. Däremot förändrades balansräkningens sammansättning.

²⁴ En mindre del består av tillgångar i utländsk valuta. I normala fall är den posten liten (i slutet av 2007 motsvarade den endast fem procent av det inhemska statspapperinnehavet), men den har i samband med valutaswapfaciliteternas inrättande vuxit i storlek.

²⁵ Det gängse sättet att reglera ett banksystems strukturella likviditet är via en repotransaktioner, antingen reguljära eller omvända beroende på om likviditet ska tillföras eller tas bort från systemet. En reportransaktion kan enklast beskrivas som ett kortfristigt lån mot säkerhet. Utöver sådana transaktioner använder Fed sin portfölj av statspapper (den så kallade System Open Market Account) till att via direkta köp eller försäljningar av statspapper reglera likviditeten i banksystemet.

Diagram 84 Feds tillgångar
Miljarder dollar, veckovärden



Källa: Federal Reserve.

Fed lånade fram till september 2008 ut medel främst genom att utöka de regelbundna repotransaktionernas omfattning, men även genom den så kallade Term Auction Facility (TAF). Via TAF lånade Fed ut till längre löptider än vad repofaciliteten erbjöd. Lån utfärdades också till en vidare krets av institutioner än de som normalt omfattas av penningpolitiska operationer.²⁶ Målsättningen var att tillfälligt ersätta de delar av interbankmarknaden där kreditgivningen sinat.

Utlåningen utökades också genom dollarlån till andra centralbanker med syfte att tillfredsställa efterfrågan på dollar i andra valutaområden.²⁷

I diagram 84 ser man hur posterna *Repotransaktioner*, *TAF* och *Lån till andra centralbanker* på Feds tillgångssida ökade under första delen av 2008 samt att posten *Statspapper* minskade; allt utan att den totala balansomslutningen ökade.

BALANSRÄKNINGEN EXPANDERAR

I mitten av september såg sig Fed tvungen att ytterligare öka utlåningen till det finansiella systemet och balansomslutningen tilläts öka. I första hand bestod tillgångsökningen av utlåning direkt till låntagare och investerare på särskilda nyckelmarknader. Framför allt rörde det sig om utlåning till det konkursmässiga försäkringsbolaget AIG samt mot företagscertifikat till penningmarknadsfonder, men även utlåning direkt till företagskreditmarknaden. På balansräkningens tillgångssida kan vi se denna utlåningsexpansion som en tydlig ökning av posten *Annan utlåning* (se diagram 84).²⁸

Fed har nyligen även börjat köpa värdepapper med längre löptider direkt på andrahandsmarknaden. Till skillnad från ovanstående åtgärder, vars främsta syfte är att bidra med likviditet genom kortfristiga lån, innebär köp av tillgångar att Fed tar över kreditrisken i och med att tillgångarna avförs från finansinstituten balansräkningar. Genom köpen skapar Fed dessutom en efterfrågan på dessa kreditinstrument. På grund av bristande efterfrågan har banker och finansiella institut haft svårt att sälja tillgångarna vilket hämmat kreditgivningen.

²⁶ I mars 2008 sjuöppades en lånefacilitet som byggde på villkoren i TAF, men som också omfattade investmentbanker, den så kallade Primary Dealer Credit Facility.

²⁷ Dollarlånen genomfördes som valutaswappar. Varje swap-arrangemang involverar två transaktioner. I fallet med dollarlån säljer den utländska centralbanken en viss mängd av sin valuta till Fed till den rådande växelkursen. I samma skede ingår Fed och den utländska centralbanken ett avtal om en framtida transaktion där den utländska valutan köps tillbaka av den utländska centralbanken. Den andra transaktionen utförs även den till den vid swapupprättandet rådande växelkursen, vilken även noteras som swap-kurs på marknaden.

²⁸ I posten *Annan utlåning* ingår bland annat de lån som utfärdades till AIG, utlåning till penningmarknadsfonder samt tillgångar tillhörande olika bolag som upprättats för att garantera skulder på bankmarknaden (Maiden Lane I, II och III). Även den så kallade Commercial Paper Funding Facility, som består av utlåning direkt till företag, ingår.

Inköpen är än så länge begränsade till kreditinstrument säkerställda med bostadslån, så kallade *mortgage-backed securities*. Hittills har omfattningen av köpen varit förhållandevis begränsad: i mitten av mars köptes värdepapper för strax över 100 miljarder dollar, vilket motsvarade ungefär sex procent av Feds totala balansomslutningen. I diagram 84 utgörs dessa köp av posten *Säkerställda kreditinstrument*.

SKULDSIDANS SAMMANSÄTTNING FÖRÄNDRAS

Feds utlåningsexpansion finansierades till en början av staten. Nära femhundra miljarder dollar dränerades från ekonomin genom att den amerikanska regeringen emitterade statsskuldsväxlar till detta värde och placerade intäkterna på ett konto hos Fed. Balansräkningens skuldsida i diagram 85 uppvisar från och med i mitten av september en stor ökning av posten *Finansdepartementets insättningar*. Ökningen i denna post stannade av under den senare delen av 2008 och i början av 2009 började posten avta i storlek till följd av att förfallna lån inte refinansierades.

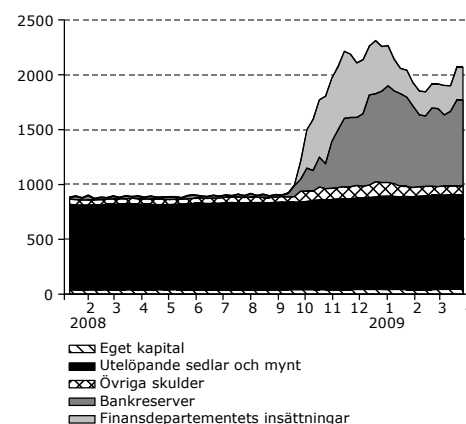
I oktober 2008 infördes en ränta på bankernas reserver hos Fed, vilket möjliggjorde finansiering av utlåningsexpansionen via denna kanal. Möjligheten att erhålla avkastning på tillgångar medförde att bankerna fann det ekonomiskt försvarbart att hålla reserverna på ett konto hos Fed. *Bankreserver* som andel på balansräkningen har därmed ökat sedan mitten av oktober. Räntan på reserver sattes lika med styrräntan – Fed Funds Target Rate. Från och med mitten av december 2008 är den lika med 0,25 procent.

FEDS BALANSRÄKNING EXPANDERAR YTTRELIĞARE FRAMÖVER

I slutet av mars tilltog köpen av säkerställda kreditinstrument (se diagram 84). Fed har även annonserat att tillgångsköpen kommer att öka ytterligare i omfattning och 2009 omfatta 1 450 miljarder dollar. Köpen koncentreras till kreditinstrument säkerställda med bostadslån, men Fed kommer även att köpa kreditinstrument säkerställda med andra typer av konsumentlån inom ramen för faciliteten Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF).

Fed annonserade också att man 2009 avser köpa statsobligationer för 300 miljarder dollar. Denna typ av åtgärd kallas ibland för *quantitative easing*. Till skillnad från de köp av värdepapper som riktas till specifika marknader och som avser att pressa ner räntor på specifika tillgångsslag är syftet med köpen av statsobligationer att driva ner räntenivån på alla tillgångsslag med längre löptider. Denna typ av åtgärd är kopplad till behovet att ytterligare stimulera ekonomin när den korta räntan är nära noll och inte kan sänkas mer. Givet balansräkningens omslutning i slutet

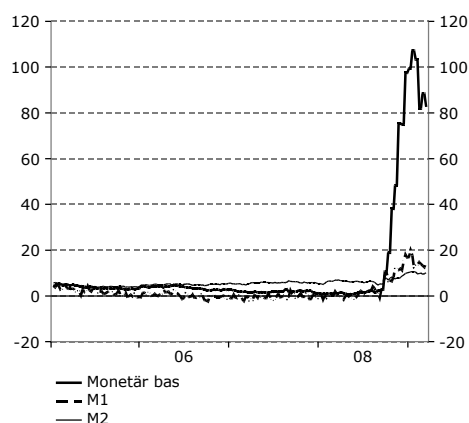
Diagram 85 Feds skulder
Miljarder dollar, veckovärden



Källa: Federal Reserve.

Diagram 86 Penningmängd i USA

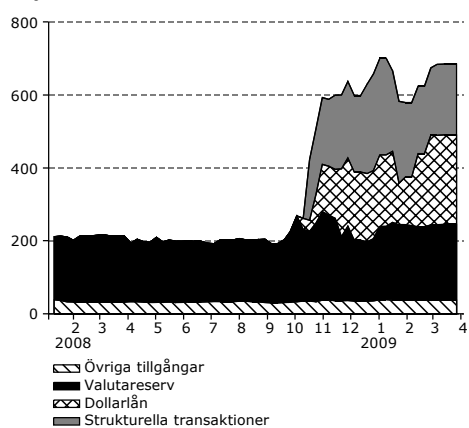
Årlig procentuell förändring, veckovärden



Källa: Federal Reserve.

Diagram 87 Riksbankens tillgångar

Miljarder kronor, veckovärden



Källa: Riksbanken.

av mars 2009 kan Feds tillgångsköp innebära en ökning av balansomslutningen med upptill 85 procent. *Statspapper* och *Säkerställda kreditinstrument* ökar på tillgångssidan medan vissa andra tillgångsposter möjligen minskar i viss utsträckning. På skuldsidan ökar posten *Bankreserver*.

Feds uppblåsta balansräkning har lett till att det i vissa fall uttrycks en oro för en kommande hög inflation, om inte balansomslutningen kan minskas i snabb takt då väl den aggregerade efterfrågan i amerikanska ekonomin stiger igen. För närvarande är denna risk liten. Detta beror på att de reserver som Fed hittills krediterat banksystemet inte tillförts ekonomin i övrigt. Den monetära basen ökade kraftigt under hösten 2008 men penningmängden, som till exempel M1 och M2, ökade bara måttligt (se diagram 86).²⁹

Riksbankens balansräkning under finanskrisen

TILLGÅNGARNA HAR ÖKAT SNABBT

I kölvattnet av den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers fall drabbades det svenska finansiella systemet av likviditetsproblem. Riksbanken bidrog till att underlätta svenska bankers finansiering genom att erbjuda lån med längre löptider än normalt, främst tre och sex månader. Dessa lån erbjöds mot bostadsobligationer som säkerhet. Vidare ansågs den svenska marknaden för företagscertifikat behöva likviditetsstöd. Riksbanken erbjöd därför även lån till banksystemet mot företagscertifikat som säkerhet.³⁰ Båda typerna av lån sorterar under posten *Strukturella transaktioner* på Riksbankens balansräkning (sediagram 87).

Tillgångssidan på Riksbankens balansräkning har också ökat som en följd av de dollarlån som erbjudits det svenska banksystemet samt via lån i euro till Islands och Lettlands centralbank.³¹ I diagram 87 kan vi se valutalånens omfattning som en ökning i posten *Dollarlån* samt posten *Valutareserv*, där eurolånen till Island och Lettland bokförts.

²⁹ Den monetära basen definieras normalt som de fordringar som ekonomins aktörer har på centralbanken, det vill säga utelöpande sedlar och mynt samt reserver. M1 är ett annat mått på penningmängden och definieras som pengar i cirkulation i ekonomin plus checkkonton. M2 inbegriper utöver de delar som ingår i M1 även medel på sparkonton.

³⁰ Lånen med företagscertifikat som säkerhet har inte rönt något större intresse bland de tilltänkta låntagarna. Den 20 februari 2009 hade 250 miljarder kronor i lån auktionerats ut. Totalt hade det lagts bud på 8,3 miljarder av dessa.

³¹ Eurolånen har genomförts som valutaswappar (se fotnot 27). Riksbanken har swappat euro mot isländska kronor respektive lettiska lats.

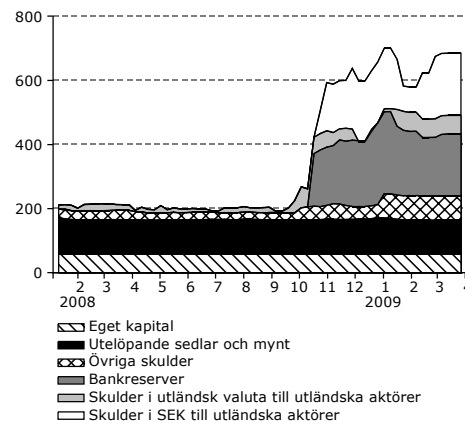
TILLGÅNGARNA MOTSVARAS AV EN ÖKNING AV SKULDSIDAN

Lånen i euro till Islands och Lettlands centralbanker har finansierats genom att Riksbanken belånat valutareserven, vilket i diagram 88 motsvaras av en ökning i posten *Skulder i utländsk valuta till utländska aktörer*. Lånen i dollar till det svenska banksystemet finansierades genom lån av dollar från Fed mot svenska kronor och motsvaras i diagram 88 av en ökning i posten *Skulder i SEK till utländska aktörer*.

Utlåningsexpansionen har också finansierats genom inlåning från banksystemet. I diagram 88 ser vi detta som en ökning av posten *Bankreserver*. Inlåningen har tekniskt skett via två typer av åtgärder: finjusterande transaktioner och emission av Riksbankscertifikat. De finjusterande transaktionerna genomförs dagligen och har som syfte att stabilisera dagslåneräntan genom att överskottslikviditet lånas in till en ränta som är 0,1 procentenheter lägre än reporäntan. Emission av riksbankscertifikat ingår som en öppen marknadsoperation och vidtas på veckobasis för att råda bot på likviditetsöverskott av mer strukturell karaktär. Certifikaten köps av banksystemet och erbjuder en ränta lika med reporäntan.

Inte heller i Sverige har den uppblåsta balansräkningen medfört någon större ökning i penningmängdsmått såsom till exempel M2.

Diagram 88 Riksbankens skulder
Miljarder kronor, veckovärden



Källa: Riksbanken.