



ANFÖRANDE

DATUM: 2013-06-12
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Nationalekonomiska föreningen, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Centralbankens roll efter den finansiella krisen – utmaningar framöver

De senaste fem åren har varit en extraordinär period för världsekonomin med krishantering och stora svängningar i tillväxt och ekonomisk utveckling. För politiker och myndigheter i många länder har det varit, och är fortfarande, en komplex och svårnavigerad värld. Fem år efter att finanskrisen bröt ut håller många länder fortfarande på med att städa upp efter krisen. Man kan konstatera att finansiella kriser är dyra och tidskrävande processer och att det tidigare har gjorts alldeles för lite för att förhindra att de inträffar.

Den finansiella krisen har gjort det tydligt att det inte räcker med prisstabilitet för att säkra finansiell stabilitet och en stabil ekonomisk utveckling. Det penningpolitiska ramverket behöver därför utvecklas så att det tar större hänsyn till vikten av finansiell stabilitet.

Den finansiella krisen har också visat på brister i den finansiella stabilitetspolitiken, nämligen att mikrotillsyn inte är någon garanti för finansiell stabilitet. Den finansiella stabilitetspolitiken behöver därför också utvecklas och få tydligare mandat och verktyg för att hantera systemrisker. Som ett svar på detta växer nu makrotillsynen fram som ett nytt politikområde.

Slutligen har den finansiella krisen visat att penningpolitiken och den finansiella stabilitetspolitiken måste samordnas i ännu högre grad än tidigare. Det råder därför en stor samsyn internationellt om att centralbankernas och andra myndigheters roller och ansvar behöver omprövas. Idag tänkte jag diskutera hur jag ser på Riksbankens framtida roll. Jag tänkte fokusera på beröringspunkterna mellan penningpolitik och finansiell stabilitetspolitik och det nya politikområdet makrotillsyn.

Centralbankens uppgifter och mål kan komma i konflikt med varandra

I de flesta länder har centralbanken ett ansvar för prisstabilitet samtidigt som den ska verka för en hållbar ekonomisk utveckling vilket i praktiken innebär

■ stabilisering av inflationen och något mått på resursutnyttjandet. Dessutom har centralbanker vanligtvis även ett ansvar för den finansiella stabiliteten.

Det innebär att centralbanker ofta ställs inför olika målkonflikter eller avvägningar mellan olika alternativ. Det kan till exempel vara en avvägning mellan att uppnå inflationsmålet och en hållbar utveckling för resursutnyttjandet när inflationen och resursutnyttjandet rör sig i olika riktningar. När produktiviteten ökar faller inflationen normalt sett medan resursutnyttjandet stiger. Det innebär att det på kort sikt inte är möjligt att samtidigt stabilisera inflationen runt sitt mål och resursutnyttjandet runt sin hållbara eller långsiktiga nivå.

Det kan också röra sig om en avvägning mellan ett stabilt finansiellt system och en lämplig nivå på resursutnyttjandet. Alltför strikta regleringar leder normalt sett till att de finansiella tjänsterna blir dyrare, vilket påverkar resursutnyttjandet. De hårda regleringarna av de finansiella marknaderna på 1960- och 1970-talen gav oss ett relativt stabilt finansiellt system, men på bekostnad av effektiviteten. Å andra sidan medförde avregleringarna en utveckling på de finansiella marknaderna som skapade ett till "synes effektivt" system, men som skapade stora risker för stabiliteten.

De senaste årens utveckling har visat hur nära sammankopplade centralbankernas uppdrag är. När det exempelvis uppstår en situation med finansiell instabilitet får det återverkningar också på både inflationsutvecklingen och resursutnyttjandet. Det illustrerar att det inte går att bedriva penningpolitik och finansiell stabilitetspolitik helt separat.

Skillnader i tidsperspektiv kräver avvägningar

Vi kan också beskriva centralbankernas målkonflikter i termer av olika tidsperspektiv. För penningpolitiken är tidsperspektivet normalt sett två till tre år, vilket är rimligt med tanke på hur konjunkturen vanligtvis brukar variera. Vi vet emellertid av erfarenhet att finansiella obalanser och risker i det finansiella systemet byggs upp under en betydligt längre tid som kan inkludera flera konjunkturcykler. Dessa längre perioder brukar beskrivas i termer av så kallade finansiella cykler. Det finns inget vedertaget sätt att mäta den finansiella cykeln på, men utlåningsräntor, kreditvillkor och tillgångspriser är vanliga indikatorer.¹

Den finansiella cykeln har sina upp- och nedgångar precis som den vanliga konjunkturcykeln, men de är alltså ofta mer långvariga. I uppgångsfasen är det lätt och billigt att få finansiering medan det i nedgångsfasen är betydligt svårare och dyrare. Ibland resulterar uppgången i den finansiella cykeln i en finansiell kris, men inte alltid.

Skillnaden i tidsperspektiv mellan den vanliga konjunkturcykeln och den finansiella cykeln ger upphov till en målkonflikt för centralbanken. När cyklerna går i olika riktningar kan man bli tvungen att göra en avvägning mellan prisstabilitet och resursutnyttjande på kort sikt och finansiell stabilitet på längre sikt.

¹ Detta resonemang bygger på Drehmann, M., C. Borio and K. Tsatsaronis (2012) *Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!* BIS Working Papers No 380

■ Om en finansiell kris väl inträffar får det förstås konsekvenser för både inflationen och resursutnyttjandet. Avvägningen blir särskilt svår om centralbanken bara har styrräntan att tillgå.

I den svenska ekonomin har vi för närvarande en låg inflationstakt och ett relativt svagt resursutnyttjande samtidigt som kreditvolymen under en lång tid har ökat relativt kraftigt. Det uppstår därmed en avvägning mellan prisstabilitet och ett normalt resursutnyttjande på kort sikt och finansiell stabilitet på lite längre sikt. För en centralbank som enbart har penningpolitiken som styrmedel handlar det om att väga sämre utfall för inflation och resursutnyttjande på kort sikt mot osäkra men väldigt dåliga utfall på längre sikt. I ett sådant läge kan en mer expansiv penningpolitik ge bättre måluppfyllelse för inflation och resursutnyttjande på kort sikt. Men en mer expansiv penningpolitik kan också öka risken för en finansiell kris och därmed väldigt dåliga utfall på längre sikt.

Centralbankernas sätt att arbeta förändras

Centralbankernas syn på hur man bör förhålla sig till avvägningen mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet har förändrats i och med den finansiella krisen. Före krisen var den allmänna uppfattningen att styrräntan skulle användas för att uppnå prisstabilitet och för att stödja den ekonomiska utvecklingen. Om en kris ändå inträffade skulle man relativt smärtfritt kunna städa upp efteråt. Med detta synsätt var det ganska enkelt att hantera avvägningen mellan penningpolitikens mål på kort sikt och riskerna för den finansiella stabiliteten på lite längre sikt eftersom den knappt existerade.

Pendeln har den senaste tiden svängt över till förmån för åsikten att penningpolitiken i större utsträckning bör luta sig mot vinden och ta större hänsyn till finansiell stabilitet.² Hösten 2007 deltog jag i en paneldebatt i Jackson Hole och jag påpekade då att det är bättre att försöka förebygga risken för en finansiell kris än att städa upp efteråt. Huvudargumentet som jag ser det, då som nu, är att det är oerhört kostsamt och tar lång tid att städa upp. De svenska erfarenheterna från 1990-talskrisen är ett exempel på hur smärtsamt det kan vara. Att beta av stora skulder tar nämligen ofta lång tid och under den tiden är möjligheterna att stimulera efterfrågan med penningpolitik begränsade. Det spelar mindre roll om skulderna finns i den privata sektorn, det vill säga hos hushåll och företag, eller i den offentliga sektorn. I båda fallen är en trendmässig uppbyggnad av skulderna i förhållande till inkomsterna alltid ohållbar i längden.

En fråga är då hur centralbanker mer konkret kan arbeta för att luta sig mot vinden. Styrräntan är ett verktyg som kan användas. Därför behöver vi utveckla det penningpolitiska ramverket så att det i större utsträckning tar hänsyn till finansiell stabilitet. Samtidigt så är den finansiella stabilitetspolitiken i förändring och ett nytt politikområde, makrotillsyn växer fram som också syftar till att luta sig mot vinden. Vi står alltså inför två förändringar inom centralbankernas ansvarsområden som båda skapar nya möjligheter att hantera avvägningarna mellan prisstabilitet, resursutnyttjande och finansiell stabilitet. Jag tänkte börja med att diskutera penningpolitiken och därefter gå över till makrotillsynen.

² Se exempelvis King, M. (2012) *Twenty years of inflation targeting*, The Stamp Memorial Lecture, London School of Economics, 9 October 2012 och Eichengren, B. et al. (2011) *Rethinking Central Banking*, Committee on International Economic Policy Reform, September 2011.

■ **Det penningpolitiska ramverket behöver ses över**

Som jag sagt betraktades penningpolitiken under 1990-talet och fram till den finansiella krisen av många som lyckad. Den ansågs spela en viktig roll för både den relativt låga och stabila inflationen och den relativt stabila BNP-tillväxten under dessa år.

Under den globala finansiella krisen visade det sig emellertid att det hade byggts upp stora finansiella obalanser trots att många av de makroekonomiska indikatorerna såg stabila ut. En viktig lärdom av den finansiella krisen är därför att en låg och stabil inflation inte alltid garanterar finansiell stabilitet och alltså inte heller en hållbar ekonomisk tillväxt.

De stora realekonomiska kostnaderna för finanskrisen har inneburit att centralbanker runt om i världen har börjat fundera över det nuvarande ramverket för penningpolitiken. Utmaningen framöver är att skapa ett ramverk som fortsatt värnar stabila priser men samtidigt är förenligt med en hållbar utveckling i det finansiella systemet. Finansiella förhållanden behöver alltså spela en roll även i det penningpolitiska beslutsfattandet.

Att ta hänsyn till finansiella faktorer i de penningpolitiska besluten

Man kan använda olika modeller för att formellt sett ta större hänsyn till finansiell stabilitet i de penningpolitiska besluten. Man kan exempelvis beräkna hur mycket en förändring av styrräntan påverkar sannolikheten för en finansiell kris. Därefter gör man en avvägning mellan måluppfyllelsen i termer av inflation och resursutnyttjande under prognosperioden och risken för en väldigt dålig måluppfyllelse längre fram till följd av en finansiell kris. En konsekvens av denna modell är att man behöver utgå från längre tidshorisonter än vad vi gör idag eftersom uppbyggnaden av finansiella obalanser sker över långa tidsperioder. Norges bank har valt en annan modell där man för in en explicit term i den teoretiska penningpolitiska förlustfunktionen som syftar till att visa att man ska ta hänsyn till finansiell stabilitet, utöver målen om prisstabilitet och stabilt resursutnyttjande.

Oavsett på vilket sätt man väljer att ge den finansiella stabiliteten ett större utrymme i de penningpolitiska besluten kommer användningen av finansiella variabler som indikatorer i det penningpolitiska beslutsfattandet att öka.

Att mäta den finansiella stabiliteten är ofta svårt

För att mäta graden av finansiell stabilitet på ett tillförlitligt sätt krävs en väldigt bred ansats som ofta kan liknas vid ett detektivarbete. Stabilitetsrapporten som vi publicerar två gånger om året är ett exempel på den typ av omfattande analys som görs. Där redovisas en rad indikatorer, exempelvis kreditväxt, riskpremier och utvecklingen på olika tillgångsmarknader. Vi har i år också börjat publicera en separat årlig rapport om vår övervakning av den finansiella infrastrukturen. Sammantaget ger dessa indikatorer ofta en bra bild av det finansiella läget. Graden av finansiell stabilitet kan alltså inte sammanfattas i en enda enkel finansiell variabel.

Den här typen av mätproblem finns egentligen även för målen för inflation och resursutnyttjande. Det formella inflationsmålet för Riksbanken mäts med KPI

men vi använder oss också av olika mått på underliggande inflation. För att mäta resursutnyttjandet tittar vi på en rad olika mått som till exempel BNP-gap, arbetslöshetsgap och sysselsättningsgap. För inflation och resursutnyttjande har vi sedan länge lärt oss att använda olika mått trots att vi vet att de är behäftade med osäkerhet. Den erfarenheten är viktig att ta med sig när vi nu utvärderar olika mått på finansiell stabilitet.

För att bedöma den finansiella stabiliteten kan man dock inte enbart förlita sig på olika indikatorer. Man måste också förstå orsakerna bakom utvecklingen. Det kan jämföras med hur centralbanker resonerar när de bedömer inflationsutvecklingen. En ökning av inflationen är i sig inte ett skäl till att höja reporäntan. Vad som är en lämplig penningpolitik beror på orsaken bakom förändringen. Om ökningen beror på att pristrycket kommer från ökad efterfrågan blir penningpolitiken annorlunda än om ökningen skulle bero på lägre produktivitet. På samma sätt är en snabb kreditillväxt inte nödvändigtvis alltid ett tecken på att kreditgivningens är ohållbar och hotar den finansiella stabiliteten.

En aktuell fråga på det temat är i vilken grad bostadspriser och hushållens skulduppbyggnad ska få särskild vikt i den penningpolitiska bedömningen. Centralbanker har i allmänhet inga mål för vare sig bostadspriserna eller hushållens skulder. En snabb prisuppgång på bostadsmarknaden eller en ökande utlåning kan dock vara signaler om en stundande finansiell kris, som kan komma att påverka framtida inflation och resursutnyttjande. Under vissa förutsättningar är det därför nödvändigt att också beakta bostadspriserna och hushållens skuldsättning i de penningpolitiska besluten. I vilken mån man vill göra det är förstas en bedömningsfråga som påverkas av flera faktorer. Det beror exempelvis på vilka andra variabler man för tillfället beaktar och vilka störningar man ser framför sig. Bostadsmarknaden är också en viktig del av den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Utvecklingen av bostadspriserna bidrar därför också med viktig information om vilka störningar som driver den ekonomiska utvecklingen.

Sammantaget anser jag alltså inte att den flexibla inflationsmålpolitiken som Riksbanken bedrivit sedan mitten av 1990-talet, med prisstabilitet som det överordnade målet, behöver ändras. Penningpolitiken bör dock i större utsträckning luta sig mot vinden och ta större hänsyn till finansiell stabilitet.

Makrotillsyn ger den finansiella stabilitetspolitiken ett nytt fokus

Framväxten av makrotillsyn som ett nytt politikområde innebär en djupgående förändring av det förebyggande arbetet i den finansiella stabilitetspolitiken.³ Makrotillsyn handlar om att begränsa systemriskerna utifrån ett systemperspektiv. Det handlar om att analysera länkarna mellan de olika aktörerna i det finansiella systemet och sambandet över tid mellan det finansiella systemet och makroekonomin. Makrotillsynen påverkar det finansiella systemets motståndskraft, men en, mer eller mindre uttalad, effekt av detta är också att utlåningsräntorna påverkas, vilket får konsekvenser för

³ Det bör också nämnas att makrotillsyn inte är den enda förändringen för att bättre förebygga framtida kriser. Flera av de brister i regelverket som fanns före krisen åtgärdas med de nya kapital- och likviditetsreglerna i Basel III-överenskommelsen. Arbetet med att förbättra regelverken är dock långt ifrån avslutat och ett intensivt arbete pågår i olika internationella fora.

■ avvägningen mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet. För att närmare belysa detta tänker jag teckna en generell bild av hur jag ser på makrotillsyn. Som utgångspunkt tänkte jag ta den ränta som hushåll och företag betalar för lån ($i_t^{\text{utlåning}}$). Lite förenklat kan den definieras som centralbankens styrränta (i_t) plus en räntemarginal (δ_t):

$$i_t^{\text{utlåning}} = i_t + \delta_t.$$

Räntemarginalen beror på bankernas kompensation för administrativa kostnader och kapital- och finansieringskostnader, riskpremier och bankernas vinstmarginal. Kreditvillkor som belåningsgrad och amorteringskrav syns inte direkt i den ränta som kunden möter, men för att illustrera deras effekt på en aggregerad nivå kan man räkna om dem i räntetermer. För att få en enkel formel så inkluderar jag därför kreditvillkoren i "räntemarginalen".

Räntemarginaler och lånevillkor tenderar att variera över tid med den finansiella cykeln. När framtidsutsikterna ser ljusa ut och såväl finansiella aktörer som hushåll och företag är optimistiska brukar riskpremierna vara låga, vilket leder till lägre utlåningsränta och generösa kreditvillkor. Detta bidrar till att kredittillväxten ökar och att tillgångspriserna stiger. När utsikterna försämras blir bankernas utlåning mer riskfylld, eller åtminstone upplevs den så, vilket märks i både högre riskpremier och hårdare kreditvillkor. Bankerna blir helt enkelt mer restriktiva i sin utlåning i dåliga tider och vi får en nedgång i den finansiella cykeln.

Varför ska då centralbanker ta hänsyn till svängningar i räntemarginaler och kreditvillkor? Jo, det beror på att det finns en rad så kallade externa effekter förknippade med finansiell verksamhet som leder till att bankerna (och andra finansiella aktörer) förstärker dessa svängningar. Merparten av de externa effekterna beror på att de samhällsekonomiska kostnaderna för finansiell instabilitet är större än de kostnader som bärs av bankerna.

Lite förenklat kan man jämföra finansiell stabilitet med stabila räntemarginaler och kreditvillkor över tiden.⁴ Med andra ord, räntemarginaler som inte är för låga i goda tider eller för höga i dåliga tider och kreditvillkor som inte är för generösa i goda tider eller för åtstramande i dåliga tider. Kreditgivningen och uppbyggnaden av buffertar hos såväl långivare som låntagare stabiliseras då över tiden. Jag vill betona att detta är en kraftigt förenklad beskrivning av finansiell stabilitet som i viss mån bortser från dels strukturella aspekter av systemrisk som exempelvis motståndskraften och riskerna i den finansiella infrastrukturen, dels sådana faktorer som utlöser finansiella kriser. Även den förenklade bilden leder dock till viktiga insikter.

För att makrotillsynen ska lyckas är både de nya verktygen som håller på att tas fram och de gamla verktygen som kan användas i ett nytt syfte avgörande. Låt mig därför diskutera makrotillsynens verktyg och hur de är tänkta att fungera.

⁴ En mer fullständig definition av finansiell stabilitet är att det finansiella systemet ska tillhandahålla sina grundläggande funktioner och ha motståndskraft mot olika störningar som inträffar, se Riksbanken (2013) *Riksbanken och finansiell stabilitet*, Stockholm februari 2013.

■ **Makrotillsynens verktyg och hur de hänger ihop med penningpolitiken**

Typiska makrotillsynsverktyg är kapital- och likviditetskrav som framför allt är riktade mot bankerna och utbudet av krediter. Men det handlar också om åtgärder för att begränsa efterfrågan, som exempelvis bolånetak, eller om reglering av exponeringar och värderingsavdrag i syfte att begränsa spridningsriskerna inom den finansiella infrastrukturen. De olika verktygen kan delas upp i statiska respektive tidsvarierande verktyg. Med hjälp av min enkla formel för utlåningsräntan tänker jag illustrera hur dessa verktyg, på lite olika sätt, påverkar utlåningsräntor och kreditvillkor. Det är ju delvis syftet med dem. Men detta har också konsekvenser för penningpolitiken.

De statiska verktygen kan illustreras genom att vi lägger till en variabel (\bar{z}) som betecknar hur regleringar påverkar räntemarginaler och kreditvillkor i den enkla definitionen av utlåningsräntan:

$$i_t^{\text{utlåning}} = i_t + \delta_t(\bar{z}).$$

Statiske regleringar syftar i första hand till att anpassa motståndskraften efter de strukturella faktorer som skapar systemrisk som exempelvis banksystemets storlek, koncentration och grad av löptidstransformation. Införandet av en statisk reglering innebär ett engångskift i räntemarginalen. Något som man kan behöva ta hänsyn till i penningpolitiken. Självklart behöver man också i penningpolitiken ta hänsyn till i vilken utsträckning som åtgärden påverkar riskerna för finansiell instabilitet framöver.

Men variationer i synen på risktagande och kredittillväxt innebär också att systemrisken varierar över tid. Det behövs därför även tidsvarierande makrotillsynsverktyg. Detta är också ett sätt att försöka göra regleringen lite billigare, det vill säga att hantera avvägningen mellan stabilitet och effektivitet. Ett exempel på en tidsvarierande reglering är den kontracykliska kapitalbufferten. Den syftar till att förmå banker och andra finansiella institut att bygga upp kapitalbuffertar i goda tider, vilka de sedan kan dra ned i dåliga tider. Men sådana tidsvarierande regleringar bidrar också till stabiliteten genom att höja kostnaderna för att låna när kredittillväxten och andra finansiella variabler tyder på att systemrisken har ökat och att minska räntemarginalen i finansiella krissituationer då bufferten kan användas. Vi kan illustrera den tidsvarierande delen genom att lägga till ett index för tiden även för regleringsvariabeln (z):

$$i_t^{\text{utlåning}} = i_t + \delta_t(z_t).$$

Om man inför tidsvarierande regleringar innebär det att räntemarginalens variationer över tiden blir annorlunda, vilket kan påverka penningpolitikens transmissionsmekanism. Dock måste en centralbank, alldeles oavsett makrotillsynen, förstå hur den finansiella sektorn bestämmer olika finansiella priser för att förstå hur penningpolitiken påverkar ekonomin via utlåningsräntan.

Kreditmarknader är ofta inte helt homogena, utan de består av flera olika segment eller sektorer. Utvecklingen inom olika sektorer kan variera stort. Även

om många faktorer som påverkar utlåningsräntan och andra kreditvillkor är av aggregerad natur så är ofta också sektorspecifika faktorer viktiga. Det är därför viktigt att ha makrotillsynsverktyg som riktar sig mot enskilda sektorer. Detta är inte minst viktigt för att försöka minska kostnaderna med att luta sig mot vinden. Om exempelvis utlåningen till hushållen är svag medan utlåningen till företagen är stark och vi endast har ett brett verkande verktyg som styrräntan eller de kontracykliska kapitalkraven blir det svårt att uppnå en styrränta respektive räntemarginal som är optimal för båda sektorerna. Med sektorsvisa kapitalkrav skulle det vara möjligt att höja räntemarginalen endast för företagssektorn och därmed undvika en åtstramning för hushållen. Vi kan illustrera sektorspecifika verktyg genom att lägga till ett index (S) för sektorsvisa verktyg:

$$i_{t,S}^{utlåning} = i_t + \delta_{t,S}(z_{t,S}).$$

Nu kan man tycka att med makrotillsynen så borde behovet av att luta sig mot vinden med penningpolitiken minska. Till viss del stämmer detta. Makrotillsynen är viktig för att avlasta penningpolitiken. Om man med makrotillsynsverktygen kan höja räntemarginalen kan styrräntan sättas lägre än vad man annars skulle ha kunnat göra utan att kredittillväxten tar fart. Penningpolitiken kan därmed stimulera en snabbare konjunkturåterhämtning och inflationsutvecklingen via andra kanaler, såsom växelkursen, utan att den finansiella stabiliteten hotas. Det finns dock i praktiken en gräns för hur mycket man med regleringar kan påverka priserna på olika kreditmarknader och hur mycket utlåningsräntor därmed kan avvika från den penningpolitiska styrräntan. Om avvikelsen blir stor så är incitamenten att ta sig runt regleringen också stora, det vill säga att göra regelarbitarge. Vi har genom historien sett åtskilliga exempel på regelarbitrage som har urholkat effektiviteten i de finansiella regleringarna. Det gällde inte minst Sverige på 1970- och 1980-talen då kombinationen av lånetak och negativ realränta skapade stora incitament för regelarbitrage, vilket ledde till framväxten av en "grå" kreditmarknad.

Makrotillsynen och mikrotillsynen behöver också samordnas

Makrotillsynen har också kopplingar till andra politikområden och inte minst då till mikrotillsynen. Till skillnad från makrotillsynen som är inriktad på stabiliteten i det finansiella systemet som helhet fokuserar mikrotillsynen på stabiliteten i enskilda finansiella institut och på konsumentskyddsfrågor. Det innebär att besluten inom mikro- respektive makrotillsynen skiljer sig åt; de baseras på olika motiv och utgår från olika typer av analys.

Men i viss utsträckning kan verktygen inom mikro- och makrotillsynen komplettera varandra. Mikrotillsynen sätter upp vissa minimikrav som syftar till att säkerställa att de enskilda instituten har tillräcklig motståndskraft mot de risker de möter. Ovanpå dessa läggs sedan makrotillsynskraven som syftar till att motverka risker på systemnivå och som dessutom kan vara tidsvarierande. Ofta används samma verktyg i båda syftena och det är då ganska klart att verktygen kan komplettera varandra. Men det finns också situationer då mikro- och makrotillsynen kan hamna i konflikt med varandra. Ett typexempel är en finansiell krissituation då en makrotillsynsmyndighet skulle vilja dra ner på bankernas kapitalbuffertar för att stimulera kreditgivningen medan man från ett mikrotillsynsperspektiv i stället skulle vilja se att bankerna stärkte sina

■ balansräkningar med mer eget kapital. Detta innebär att det finns ett behov av att samordna också dessa politikområden. Dessutom är den kunskap om individuella institut som genereras i makrotillsynsarbetet viktig för att förstå riskupbyggnaden på systemnivå.

Vindstyrkan påverkas också av andra politikområden

Inte nog med att det finns en stark koppling mellan penningpolitik och makrotillsyn och ett samordningsbehov mellan makro- och makrotillsyn utan behovet av att luta sig mot vinden påverkas också av andra politikområden. Finanspolitiken har en betydande inverkan på incitamenten att låna och låna ut. Men andra politikområden kan också spela in, som exempelvis bostadspolitik när det gäller hushållens skuldsättning. Det finns alltså en gräns för vad man kan åstadkomma med makrotillsyn, eller för den delen med penningpolitik, som beror på andra politikområden.

Makrotillsynens möjligheter och begränsningar – exemplet den svenska hushållssektorn

Jag tänker nu bli betydligt mer konkret om makrotillsynens möjligheter och begränsningar genom att fokusera på ett exempel. Det är välbekant vid det här laget att Riksbanken sedan ett antal år tillbaka ser betydande risker förknippade med hushållens skuldsättning. Också en rad externa bedömare har pekat ut bostadsmarknaden och den privata skuldsättningen som en riskfaktor.⁵ Detta är med andra ord en frågeställning som är synnerligen lämplig för att diskutera vad man kan, och inte kan göra, med makrotillsynen, eller om man så vill hur makrotillsynen kan bidra till att hantera de avvägningar kring prisstabilitet och finansiell stabilitet som vi ställs inför.

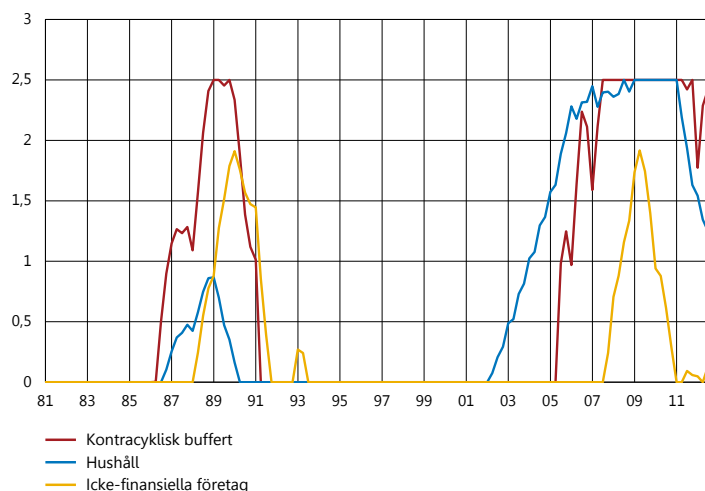
Det kontracykliska kapitalkravet skulle ha varit aktiverat

Ett sätt att illustrera makrotillsynens möjligheter att begränsa riskerna till följd av hushållssektorns skulduppbyggnad är att fundera kring hur det kontracykliska kapitalkravet skulle ha använts om det hade funnits på plats. Detta krav innebär att bankerna ska bygga en extra kapitalbuffert när den aggregerade kreditgivningen är hög. I en kris ska bankerna sedan kunna använda denna buffert för att stimulera kreditgivningen. Trots att detta verktyg ännu inte finns på plats så kan vi ha en ganska bra uppfattning om hur det skulle ha använts historiskt. Detta eftersom Baselkommittén har angett vägledande riktlinjer för när det är lämpligt att aktivera kravet. Den viktigaste indikatorn i denna bedömning är kreditgapet, som är ett mått på hur mycket kredittillväxten avviker från sin långsiktiga trend. Anledningen till att kreditgapet har fått en central roll i bedömningen är att den har visat sig vara den indikator som bäst och tillräckligt tidigt varnar för en annalkande kris. Med

⁵ Se OECD (2012) *OECD Economic Surveys: Sweden*, OECD Publishing, doi:org/10.1787/eco_surveys-swe-2012-en, IMF (2013) *Sweden—2013 Article IV Consultation: Concluding Statement of the Mission*, Stockholm: 2013-05-31, och Europeiska kommissionen (2013) *Rekommendation till RÅDETS REKOMMENDATION om Sveriges nationella reformprogram för 2013, med avgivande av rådets yttrande om Sveriges konvergensprogram för 2012–2016*, Bryssel: 2013-05-29.

en rent mekanisk tillämpning av kreditgapet kan man få en viss vägledning för när kapitalkravet skulle ha aktiverats (se figur 1).⁶

Figur 1. Tidsperioder när kontracykliska kapitalbuffertar skulle ha aktiverats utifrån historiska mått på kreditgapet (procent).



Anm. Beräkningarna baseras på en mekanisk tillämpning av kreditgapsmetoden.

Vi kan se att kravet skulle ha aktiverats vid två tillfällen. En första gång några år innan bankkrisen på 1990-talet och en andra gång runt år 2005, det vill säga strax före den globala finanskrisen. Vi kan också se vilken utlåning det är som får kreditgapet att växa genom att tillämpa metoden separat för olika sektorer. Det som driver aktiveringen av kapitalkraven på 2000-talet är huvudsakligen hushållssektorn. Kreditgapet under denna period var alltså inte en förvarning om den globala finanskrisen eller recessionen i de baltiska länderna. Det varnade i stället för är en ohållbar utveckling i Sverige, vilken i första hand berodde på kredittillväxten i den svenska hushållssektorn.

Riktade kapitalkrav och åtgärder för att stärka hushållens buffertar

Ett antal åtgärder har redan vidtagits till följd av hushållens ökade skuldsättning. Utöver att Riksbanken har tagit hänsyn till riskerna med hushållens skuldsättning i penningpolitiken, har Finansinspektionen nyligen beslutat att införa ett riskviktsgränsvärde på 15 procent för svenska bolån, vilket kan ses som ett sektorsspecifikt kapitalkrav. Det har även vidtagits åtgärder riktade mer direkt mot bolånemarknadens efterfrågesida. I oktober 2010 införde Finansinspektionen ett bolånetak som innebär att det enbart är möjligt att belåna bostaden upp till 85 procent av bostadens värde. Bankföreningen har också fastslagit principer som innebär att nya bolån som överstiger 75 procent av bostadens värde bör amorteras.

⁶ Den mekaniska tillämpningen kallas för BIS standardmetod och finns beskriven i Bank for International Settlements, 2010, *Guidance for national authorities operating the countercyclical buffer*, december. Se även Juks, R. & Melander O. (2012), *Kontracykliska kapitalbuffertar som ett makrotillsynsverktyg*, Riksbanksstudier, december.

Men hushållens skuldsättning är fortfarande hög i både ett historiskt och internationellt perspektiv och mer behöver göras. Riskviktsgolvet på 15 procent är ett välkommet första steg för att till viss del kompensera för hushållens högre belåningsgrader i förhållande till disponibel inkomst och minskade amorteringar, vilka kan leda till högre kreditförluster framöver. Men min åsikt är att riskvikterna för bolån behöver höjas ytterligare. Inte minst för att bättre internalisera de externa effekter som är förknippade med denna utlåning exempelvis de risker för den finansiella stabiliteten som kan uppstå till följd av högt skuldsatta hushålls minskade konsumtion vid ett bostadsprisfall.

Vi behöver även åtgärder som stärker hushållens buffertar och som bidrar till att mer varaktigt dämpa kredittillväxten i hushållssektorn. Det bästa vore om bankerna själva tog på sig ansvaret för en sundare kreditgivning. Men om detta inte sker snarast och tillräckligt kraftfullt så behövs det åtgärder från myndigheterna. Det finns flera så kallade kvantitativa regleringar som kan användas för detta. Man kan justera det bolånetak som Finansinspektionen tidigare har infört och man kan införa begränsningar för hur stort lånet får vara i förhållande till hushållets inkomst. Ett annat verktyg är att införa ett amorteringskrav, vilket direkt minskar hushållens skuldsättning. Jag anser att i nuvarande läge bör särskilt amorteringskrav övervägas för att komplettera de befintliga åtgärderna.

Skärpta kreditvillkor kan också åstadkommas med så kallade kvalitativa åtgärder som påverkar låneutrymmet. Det handlar då om att strama upp bankernas kreditprovning, vilket kan göras på flera sätt. Man kan till exempel se över hur bankerna beräknar en bolånetagares låneutrymme med hjälp av så kallade "kvar att leva på"-kalkyler och vilka scenarion som en kredittagare ska klara av. Som en del av kreditprovningen bör bankerna dessutom säkerställa att alla bolånekunder klarar av att amortera sina lån i en viss takt. Ett sätt att påverka amorteringsbeteendet kan också vara att kunderna tydligt informeras om de långsiktiga konsekvenserna av olika amorteringstakter. Att regeringen gett Finansinspektionen i uppdrag att pröva förutsättningarna för att ställa krav på bankerna att ge bolånekunder individuellt anpassade råd om lämplig amorteringstakt är ett steg i denna riktning.

När det gäller makrotillsynens möjligheter så kan vi med kapitalkrav i olika former öka bankernas buffertar och med olika kompletterande åtgärder öka låntagarnas, i detta fall hushållens, buffertar. De ökade buffertkraven kommer att påverka kostnaderna för att låna och därmed kan de också bidra till att dämpa kredittillväxten. Eftersom i slutändan alla dessa åtgärder på ett eller annat sätt påverkar kostnaden för att låna så kan det vara lämpligt att använda lite av flera verktyg än mycket av ett. Detta eftersom olika verktyg påverkar olika grupper i samhället lite olika och dessutom kan användningen av flera verktyg minska möjligheterna till regelarbiterage.

Makrotillsynen löser inte strukturella problem på bostadsmarknaden

Det är viktigt att understryka att makrotillsynsverktygen inte kommer att kunna förebygga alla sorters risker som är förknippade med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden. De strukturella problemen med lågt bostadsbyggande och en ineffektiv hyresmarknad som leder till bostadsbrist i storstads- och högskoleregioner är en viktig orsak till de stigande priserna på bostäder och därmed också till kredittillväxten. Men dessa strukturella problem

■ ligger utanför makrotillsynens område och måste hanteras av andra politikområden. Bostadsbristen är ju i sig också ett samhällsproblem med fler dimensioner än hushållens skuldsättning. Bostadsbristen riskerar till exempel också att påverka den geografiska rörligheten, vilken är en förutsättning för bland annat en effektiv matchning mellan lediga jobb och arbetsökande. En effektiv matchning är viktig för att nå en låg arbetslöshet.

Det är därför önskvärt i ett bredare samhällsekonomiskt perspektiv att få till stånd en bättre fungerande bostads- och bolånemarknad. För detta ändamål behövs åtgärder som främjar ett flexiblare utbud av bostäder som bättre svarar på prisförändringar och sänker byggkostnaderna. Det behövs alltså reformer som leder till en ytterligare uppmjukning av hyresregleringen och ökar konkurrensen inom byggsektorn. Inom det finanspolitiska området kan man fasa ut möjligheterna till skatteavdrag för räntor och återinföra fastighetsskatten. Dessa åtgärder skulle öka neutraliteten mellan olika investeringsalternativ och göra det mindre skattepolitiskt lönsamt att bygga upp skulder. Både IMF och Europeiska kommissionen föreslår liknande åtgärder i sina rekommendationer för Sverige.⁷

Organisatorisk struktur för makrotillsynen i Sverige

Med utvecklingen av verktyg som kan användas i makrotillsynen så stärks möjligheterna att förebygga systemrisk. Men minst lika viktigt är att det skapas en organisatorisk struktur för makrotillsynen som gör att rätt verktyg används vid rätt tillfälle. Här måste finnas både handlingskraft och god analyskapacitet.

Handlingskraften är viktig då det generellt är svårt och impopulärt att agera mot systemrisk. Därför måste det vara tydligt var ansvaret för att motverka systemrisk ligger, vilket i sin tur kräver ett tydligt mandat.

Analyskapaciteten är viktig eftersom samspelet mellan det finansiella systemet och den reala sektorn samt de risker som genereras i detta samspel är komplexa frågor. Det är inte heller lätt att avgöra vilka effekter som kan uppnås med olika verktyg. Detta kräver expertkunskaper. Men det är också viktigt att denna analyskapacitet är varaktig. I de ofta ganska långa perioderna av lugn kan frestelsen att skära ned eller omfördela resurserna till andra områden vara stor.

Många länder har den senaste tiden skapat organisationsformer för makrotillsyn och mer övergripande effektiviserat arbetet med finansiell stabilitet. Nya strukturer har växt fram i exempelvis Storbritannien, Tyskland och Danmark. För svensk del har Finanskriskommittén i sitt första delbetänkande föreslagit att Riksbanken och Finansinspektionen tillsammans ska få ansvaret för makrotillsynen i Sverige.⁸ Detta ska ske genom bildandet av ett makrotillsynsråd där de båda myndigheterna samverkar tillsammans med fristående experter, vilket i princip innebär att det befintliga Samverkansrådet mellan Riksbanken och Finansinspektionen lagfästs. Rådet ska verka för ökad

⁷ Se IMF (2013) *Sweden–2013 Article IV Consultation: Concluding Statement of the Mission*, Stockholm: 2013-05-31 och Europeiska kommissionen (2013) *Rekommendation till RÅDETS REKOMMENDATION om Sveriges nationella reformprogram för 2013, med avgivande av rådets yttrande om Sveriges konvergensprogram för 2012–2016*, Bryssel: 2013-05-29.

⁸ SOU 2013:6 Att förebygga och hantera finansiella kriser, Delbetänkande av Finanskriskommittén, Stockholm: 2013.

■ kunskap om systemrisker och utveckling av makrotillsynsverktyg samt diskutera lämpliga åtgärder.

I vårt remissvar har vi gett vår syn på utredningen och även kommit med egna förslag.⁹ Vi anser att Finanskriskommitténs förslag där två myndigheter delar på ansvaret riskerar att skapa osäkerhet kring vem som ska agera. Denna otydlighet kan medföra att handlingskraften blir svag. För att säkerställa handlingskraft bör ansvaret för makrotillsynen i stället läggas på *ett* organ. Att ge ett organ ansvaret ligger väl i linje med de internationella rekommendationer och förslag som börjar ta form i övriga EU-länder.¹⁰

Riksbanken bör få en tung roll i makrotillsynen

Jag anser att Riksbanken har goda förutsättningar att axla ansvaret för makrotillsynen i Sverige. Vi har under de senaste 15 åren byggt upp en omfattande kapacitet när det gäller analys av systemrisker. Som jag berättat tidigare har vi dessutom djupgående kunskaper när det gäller att studera sambanden mellan finansiell och real sektor, bland annat genom den penningpolitiska analysapparaten. Om ansvaret för makrotillsynen läggs på Riksbanken skulle det också innebära samordningsvinster med penningpolitiken. Eftersom det samtidigt är viktigt att få en samordning med makrotillsynen föreslår vi i remissvaret att det etableras tydliga samarbetsformer mellan Riksbanken och Finansinspektionen. Att centralbanken får en central roll i makrotillsynen är också något som den Europeiska systemrisknämnden (ESRB) rekommenderar.

Eftersom Riksbanken är en myndighet med en hög grad av självständighet reser det frågor om hur självständig makrotillsynen ska vara. En hög grad av självständighet kan vara till nytta när det gäller att förebygga finansiell instabilitet, av ungefär samma skäl som inom penningpolitiken. Dels kan besluten vara politiskt impopulära, dels är expertkunskaper viktiga.

Det finns dock en avgörande skillnad mellan penningpolitiken och makrotillsynen i ett avseende. Medan penningpolitiken vägleds av ett kvantifierat inflationsmål inbegriper makrotillsynens mål flera olika dimensioner. Makrotillsyn kan exempelvis handla om att minska och förebygga överdriven kredittillväxt, att minska likviditetsrisker och löptidsobalanser i banksystemet och att öka den finansiella infrastrukturens motståndskraft mot störningar. I alla de fallen är det svårt att formulera ett enkelt och tydligt mål. Det blir därmed svårare att utvärdera makrotillsynsbesluten och att utkräva ansvar av beslutsfattarna. Det är därför väsentligt att det demokratiska inflytandet av makrotillsynen garanteras och löpande kan tryggas. Detta kan dock ske genom att man utvecklar de former för demokratisk uppföljning och kontroll av Riksbanken som redan finns, främst via riksbanksfullmäktige. Vi kan också ta till vara på lärdomar från hur granskningen av penningpolitiken görs, exempelvis genom publicering av rapporter, protokoll och regelbundna utfrågningar i finansutskottet.

⁹ Riksbanken (2013) *Remissyttrande om betänkandet Att förebygga och hantera finansiella kriser (SOU 2013:6)*, DNR 2013-234-STA.

¹⁰ Den rekommendation om nationella mandat för makrotillsyn som Europeiska systemrisknämnden (ESRB) utfärdade i december 2011 anger att EU-länderna bör ge en myndighet eller ett råd ansvaret för att genomföra makrotillsynen.

■ Centralbankens framtida roll tar form

Låt mig avrunda med att lyfta fram några aspekter som är viktiga för centralbankerna när det gäller att skapa ett ramverk som fortsatt värnar stabila priser men samtidigt är förenligt med en hållbar utveckling i det finansiella systemet.

För det första bör penningpolitiken även fortsättningsvis bedrivas inom ramen för den flexibla inflationsmålspolitiken med prisstabilitet som det överordnade målet. Den finansiella krisen har dock visat på vikten av att penningpolitiken tar större hänsyn till den finansiella stabiliteten. Det kan handla om att förlänga tidsperspektivet i den penningpolitiska analysen och fokusera på prisstabilitet på längre sikt än bara de närmaste åren.

För det andra krävs ett nytt fokus för den finansiella stabilitetspolitiken där makrotillsynen växer fram som ett nytt politikområde. Makrotillsynen innebär bättre möjligheter att stärka bankernas och andra finansinstituts motståndskraft mot olika störningar. Den innebär även ökade möjligheter att påverka bankernas utlåningsräntor och därmed blir den nära sammankopplad med penningpolitiken. Sammantaget gör detta att man i större utsträckning kan verka för att både kreditgivningen och den ekonomiska tillväxten utvecklas på ett hållbart sätt. Införandet av fler verktyg gör det dessutom lättare att hantera de målkonflikter som en centralbank möter, även om svåra avvägningar alltid kommer att finnas.

Det finns alltså goda skäl att ge centralbanker en tung roll i makrotillsynen. Det kommer att ge centralbankerna bättre förutsättningar att bidra till prisstabilitet samtidigt som finansiell stabilitet och en stabil ekonomisk utveckling tryggas. Samtidigt bör det framhållas att makrotillsynen inte löser alla problem som är förknippade med den finansiella sektorn. Vi vet förstås inte heller hur effektiva de nya makrotillsynsverktygen kommer att vara, utan detta är något vi kommer att behöva analysera och utvärdera efter hand.