



ANFÖRANDE

DATUM: 2016-04-06
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Nationalekonomiska föreningen, Handelshögskolan

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

■ Tid för omprövning - i huvudet på en centralbankschef*

Nya utmaningar – nya vägval

Riksbanken är – liksom andra centralbanker – i ett läge där strategier och regelverk nu granskas och ifrågasätts mer intensivt än under de senaste tjugo åren. Erfarenheterna av den senaste finansiella krisen talar för att politiker och centralbanksekonomer måste vara beredda att pröva nya vägar. Idag tänker jag diskutera de utmaningar och frågeställningar som centralbanker världen över brottas med.

Hur bör penningpolitiken bedrivas? Vilken hänsyn ska tas till reala och finansiella variabler, utöver inflationsmålet? Vilken roll ska centralbanker ha när det gäller finansiell stabilitet och tillsyn? Hur förändras rollen till följd av nya innovationer på betalningsområdet och i det finansiella systemet mera allmänt? Vilka faktorer påverkar hur självständiga centralbanker bör vara och hur den politiska övervakningen och inflytandet bör se ut?

Centralbanker världen över står i många fall inför en likartad problematik. Det beror delvis på globaliseringen, inte minst den finansiella globaliseringen. Den påverkar länders och därmed centralbankers möjligheter att bedriva en egen ekonomisk politik utifrån nationella förutsättningar. Sverige är en liten öppen ekonomi med en stor finansiell sektor. Det ekonomisk-politiska handlingsutrymmet när det gäller både penningpolitiken och den finansiella stabiliteten är enligt min mening betydligt mindre idag än för säg 15-20 år sedan. Enligt läroboken, med en rörlig växelkurs, borde vi kunna bedriva en oberoende penningpolitik. Det kan vi också, men i hur stor utsträckning? Den låga inflationen är exempelvis i hög grad ett globalt fenomen.

Även stabiliteten i det finansiella systemet påverkas av den finansiella globaliseringen. Som en följd av de allt starkare kopplingarna mellan olika länders finansiella system utformas regelverken allt oftare utanför nationsgränserna. Förstärkningen av de globala finansiella regelverken är förstås också ett resultat av den finansiella kris som bröt ut 2008 - och som världsekonomin fortfarande kämpar med sviterna av.

Samtidigt vill jag understryka att vi i Sverige klarade den finansiella krisen och dess efterverkningar relativt väl. Vi hade robusta ramverk och handlingskraft,

* Jag vill tacka flera medarbetare som bidragit till detta tal: Mikael Apel, Maria Bergsten Charlotta Edler, Pernilla Meyersson, Johan Molin, Christina Nordh-Berntsson, Cecilia Roos-Isaksson, Marianne Sterner, Gabriel Söderberg, Anders Vredin och Anna-Lena Wretman.

■ både när det gällde finanspolitiken och penningpolitiken. Vi hade också flexibilitet nog att kunna hantera det svenska banksystemets behov av likviditet och bistå andra länder i vårt närområde för att bidra till att stabilisera det finansiella systemet. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige har på många sätt varit gynnsam. Ekonomin växte med över 4 procent i fjol. Läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och arbetslösheten sjunker. Inflationen har också börjat stiga om än från låga nivåer. Den mycket expansiva penningpolitiken de senaste åren har bidragit till den här goda utvecklingen. Samtidigt har det byggts upp risker i den svenska ekonomin – finansiella obalanser – som till exempel utvecklingen av hushållens skulder.

När det gäller penningpolitiken är mina slutsatser att den flexibla inflationsmålpolitiken i stort sett fungerat väl. Nya erfarenheter och forskning tyder på att det finns några saker som man kanske ska ändra på för att få det hela att fungera ännu bättre. Jag kommer att gå in på vilka jag avser.

När det gäller finansiell stabilitet behövs ett betydligt större "omtag". I Sverige finns det betydande brister med oklara mandat, otydliga processer och en ineffektivitet i arbetet med att skapa ett mer robust finansiellt system och detta hotar på sikt den finansiella stabiliteten. Frågor som rör både penningpolitik och finansiell stabilitet har varit och förblir hörnstenar i centralbanksverksamhet.

För att förklara detta, och samtidigt beskriva vidden av de utmaningar centralbanker brottas med idag vill jag börja min presentation med det som historiskt varit centralbankers grundläggande funktion, nämligen att förse ett land med en standardiserad produkt för utbyte av varor och tjänster - pengar. Finansiell globalisering och digitalisering utmanar nämligen också föreställningen att centralbanker har monopol på att ge ut betalningsmedel.

Riksbankens ansvar för kontanthantering har förändrats

Riksbanken ska enligt lagen försörja landet med sedlar och mynt och har ensamrätt på att ge ut dem. Lagen säger också att dessa sedlar och mynt är lagliga betalningsmedel. Att ge centralbanker monopol på utgivningen av sedlar och mynt, och en viss grad av självständighet, har uppfattats som ett effektivt och trovärdigt sätt att sköta försörjningen av betalningsmedel på.

Utvecklingen inom betalningsområdet har en lång historia. Från byteshandeln och de första silvermynten i Sverige år 995, till de första standardiserade och kollektiva betalningsmedlen i form av transportsedlar som infördes under 1700-talet. Förutom att kontanterna idag är betydligt modernare än när Riksbanken grundades för snart 350 år sedan har vi dessutom tillgång till flera olika elektroniska betalningsalternativ.

Riksbankens ansvar för betalningsmedel har förändrats över tiden i takt med att behoven har förändrats. Riksbanken hade som mest över 20 kontor runt om i landet, i stort sett ett i varje län, där banker ofta lämnade in och hämtade ut kontanter. Under en period tog Riksbanken även emot dagskassor direkt från företag. Riksbanken räknade, kvalitetssorterade, makulerade och lagrade kontanterna. Över tiden har Riksbanken effektiviserat och anpassat kontantförsörjningen. Idag är det banker och andra privata aktörer som ansvarar för distributionen av kontanter. Riksbankens verksamhet med sedlar och mynt är koncentrerad till ett toppmodernt kontor norr om Stockholm.

■ Och Riksbankens roll fortsätter att förändras. En utredning har föreslagit att Riksbanken ska få ett övergripande ansvar för att följa och analysera kontanthantering. ¹ Detta ansvar är Riksbanken beredd att ta eftersom det faller ganska naturligt inom vårt verksamhetsområde som centralbank. Utredningen har även föreslagit att uppräkningsföretag, som till exempel Loomis och Nokas, bör stå under Riksbankens tillsyn. Det är viktigt att någon får tillsyn över den här verksamheten och företagen. Jag är tveksam till om Riksbanken är den myndighet som är bäst lämpad för detta, men det är förstås upp till riksdagen att avgöra detta.

Ska Riksbanken ge ut elektroniska pengar?

Men utvecklingen har inte bara handlat om att ställa om den mer operativa hanteringen. Den tekniska utvecklingen, globaliseringen och innovationer på de finansiella marknaderna utmanar också föreställningen att det är nödvändigt att centralbanken har monopol på att ge ut kontanter för att kunna säkerställa ett säkert och effektivt betalningsväsende. Sedlar och mynt har sedan länge fått konkurrens från andra betalningsmedel, framför allt olika former av konton med tillhörande betalningstjänster som privata banker och andra finansiella institut erbjuder. Idag genomförs betalningar i stor omfattning på elektronisk väg, till exempel när både hushåll och företag betalar fakturor och överför pengar via internet eller via mobiltelefoner. Och på senare år har virtuella valutor som Bitcoin introducerats. Vilket ansvar centralbanker ska ha för säkerhet och effektivitet i elektroniska betalningsmedel behöver utredas närmare.

Den övergripande frågeställningen är om det är viktigt att det finns ett "statligt betalningsmedel" för att upprätthålla förtroendet för betalningsväsendet. Är svaret ja, behöver man bland annat fråga sig om utgivning av privata betalningsmedel bör bromsas eller regleras i högre grad än idag. Eller bör det kanske i framtiden finnas tillgång till elektroniska riksbankskontanter? Detta är exempel på mycket intressanta frågor som kräver nya sätt att tänka och även en hel del forskning.²

Risk för övertro på marknadsmekanismer

Innovationer på betalningsområdet är i grunden positiva och bra för samhället. De ger oss snabbare och mer lättillgängliga betalningsmetoder som förenklar vår vardag och bidrar till fortsatt tillväxt. Men det finns också risker med dem. Det ligger i samhällets intresse att alla kan genomföra betalningar på ett enkelt och standardiserat sätt. En utredning i frågan, om hur rätten till betalkonto ska införlivas i svensk lag, har just varit ute på remiss.³ Direktivet säger att alla som bor inom EU:s gränser ska ha ett konto med grundläggande betalningsfunktioner. Här pekar man särskilt på möjligheten att ta ut och sätta in kontanter och givetvis att kunna utföra betalningar, både fysiskt och online. På Riksbanken anser vi att det finns en risk för en övertro på att marknaden tar sitt ansvar för kontantförsörjningen, både nu och i framtiden. Vi föreslår därför i vårt remissvar att myndighetens ansvar för att kunderna har tillgång till betalkonton och tillhörande kontanttjänster tydligare regleras; alternativt att det införs en

¹ Se SOU 2014:61.

² Andra centralbanker funderar också på dessa frågor. Se Broadbent (2016).

³ Fi 2015:02. Tillgång till betalkonto med grundläggande funktioner, Delrapport 2 från 2015 års betaltjänstutredning.

■ möjlighet i lagen för staten att ingripa om marknaden misslyckas, såväl rörande kontanter som elektroniska betalningar. Det är trots allt långt kvar innan Sverige är kontantlöst. Det finns fortfarande 73 miljarder kronor i cirkulation i form av 317 miljoner sedlar och 1,9 miljarder mynt - en betydande summa.

Det svenska betalningssystemet RIX kommer att förändras

Men Riksbankens roll när det gäller betalningar begränsar sig inte till att se till att det finns kontanter. Riksbankens system för betalningar mellan banker och en del andra finansiella institut – RIX-systemet – är navet i det svenska betalningssystemet. Samtliga betalningstransaktioner mellan banker, clearingorganisationer och Riksgälden slussas genom RIX.⁴ Det är därmed en viktig del av den svenska finansiella infrastrukturen med en daglig omsättning på cirka 450 miljarder kronor fördelat på över 15 000 betalningar. Utvecklingen av betaltjänster ställer krav på anpassningar av RIX-systemet. Ett exempel är utvecklingen av betalningar i realtid med till exempel mobiltjänsten Swish. Här har vi på Riksbanken gjort det möjligt för betaltjänsten att fungera även när RIX-systemet är stängt genom att låta en liten summa centralbankspengar i form av en kredit vara utestående under natten.

Vilka finansiella institut som är deltagare i RIX påverkas av utvecklingen på de finansiella marknaderna. Vid en nordisk jämförelse har Sverige hittills haft relativt få aktörer som medlemmar i systemet och en situation där fyra aktörer står för 80 procent av omsättningen. Detta håller nu på att ändras och Riksbanken kommer att få ta ställning till mindre och kanske helt nya aktörer som också vill sköta sina betalningar till och från bankerna, och sinsemellan, via RIX. Inom kort kommer exempelvis Forex Bank och JAK Medlemsbank att delta i RIX. För att upprätthålla god konkurrens och effektivitet i det finansiella systemet är det viktigt att Riksbanken behandlar alla lika, men samtidigt är det viktigt att betalningssystemet är säkert.

På grund av det ansvar Riksbanken har för RIX föreslog en statlig utredning från 2011 att Riksbanken genom en ny lag skulle få ett samordningsansvar för krisberedskapen i betalningssystemet.⁵ Förslaget har ännu inte realiserats. Delar av utredningens förslag genomförs ändå på frivillig grund men vi anser att detta samordningsansvar bör bygga på ett i lag reglerat ansvar och möjligheter att ställa bindande krav på betalningssystemets aktörer. I dagsläget har ingen myndighet ett sådant ansvar och det finns inte heller någon som har ansvar för att ta fram en samlad risk- och sårbarhetsanalys.

Förmåga att skapa obegränsad likviditet i kronor

Bland Riksbankens många uppgifter finns också den viktiga likviditetsstödande rollen i händelse av kris. Det finns förvisso goda skäl att tro att bankernas funktioner i samhället - underlätta betalningar, förmedla krediter, möjliggöra riskspridning – sköts bättre genom konkurrens mellan privata aktörer än i statlig regi. Men bankverksamhet har en inneboende sårbarhet. Bankernas finansiering bygger till stor del på kortfristiga lån, exempelvis insättningar från allmänheten och kortfristig upplåning på kapitalmarknaden. Bankernas tillgångar, å andra sidan, är oftast utlåning i mer långfristig form. Denna

⁴ För en beskrivning av RIX-systemet, se <http://www.riksbank.se/sv/Finansiell-stabilitet/Betalningssystemet-RIX>.

⁵ Se SOU 2011:78.

■ obalans i löptid och likviditet mellan skulder och tillgångar är typisk för traditionell bankverksamhet och utgör inget stort problem så länge det finns förtroende för bankernas betalningsförmåga. Men om tvivel uppstår kan insättarna snabbt försöka ta ut sina pengar – pengar som banken på kort sikt inte kan skaffa fram. Då uppstår likviditetsproblem. Den här typen av inneboende risker är grunden till att det finns särskilda regler för banker, tillsyn och till exempel en insättningsgaranti som skyddar insättare mot förluster.

Dessutom kan en centralbank mildra effekterna av en sådan kris genom att se till att det finns pengar när ingen annan vill låna ut. Denna funktion som 'lender of last resort' är grundad på centralbankens unika förmåga att skapa obegränsat med likvida medel i den egna valutan.⁶ Enligt den klassiska doktrinen kan centralbanken ge frikostiga nödkrediter till hög ränta och mot goda säkerheter.⁷

Centralbankernas förmåga att agera lender of last resort har haft stor betydelse i många finansiella kriser, och blev särskilt viktig under finanskrisen 2007-2009. Krisen ledde till att ett antal finansiella institut drabbades av svårigheter som slutade med att de globala finansiella marknaderna upphörde att fungera. Bristen på likvida medel och krediter hotade hela världsekonomin. Centralbanker runt om i världen tvingades till omfattande åtgärder för att hantera situationen. Till dessa åtgärder hörde till exempel lån i olika valutor och köp av stora mängder av statspapper inklusive andra tillgångar. Flera av dessa åtgärder användes även under den efterföljande statsskuldskrisen i euroområdet. Sverige drabbades också och Riksbanken beslutade att ge likviditetsstöd till svenska institut. Riksbankens balansräkning exploderade, från 212 miljarder kronor i slutet av 2007 till som mest 763 miljarder sommaren 2009. Åtgärderna har enligt min mening överlag varit nödvändiga eftersom det rått extraordinära omständigheter. Men samtidigt har de skapat stora utmaningar som centralbankerna nu måste ta sig an.

Centralbankernas stöd kan öka risktagandet

Samhällets skyddsnet, i form av bland annat möjligheten att ge banker nödkrediter, gör att vi kan motverka risken för att problem i en bank ska utvecklas till en omfattande systemkris. "Lender of last resort"-funktionen skulle därför kunna ses som en form av försäkring. Men liksom alla andra typer av försäkringar kan även denna inverka negativt på förmånstagarnas riskbeteende om man inte inför en tillräcklig självrisk i systemet. Det har funnits en uppenbar risk att den utvidgning av skyddsnetet som skedde under krisen skulle leda till att risktagandet ökar och därmed öka sannolikheten för att skyddsnetet behöver utnyttjas i framtiden.

För att motverka detta har det varit nödvändigt att höja såväl självrisken som motståndskraften i det finansiella systemet. Därför har man bland annat infört ett nytt krishanteringsramverk, där avsikten är att bankernas aktieägare och borgenärer – utom de insättare som skyddas av insättningsgarantin, vill jag tydligt påpeka – ska tvingas ta ett större ansvar för förluster vid ett eventuellt fallissemang. Dessutom har kraven på bankernas kapital- och likviditetsbuffertar skärpts. Enligt min mening kan de här kraven bli ännu tydligare och anpassas efter de förhållanden som råder i det specifika banksystemet. Med tanke på de svenska bankernas beroende av finansiering på

⁶ Se Goodhart (1988) och Capie m.fl. (1994).

⁷ Se Irwin (2013).

de internationella kapitalmarknaderna och omfattande utländska verksamhet bör kraven på bankernas likviditets buffertar – det som ibland kallas Liquidity Coverage Ratio – eller LCR – uttryckas i relevanta valutor, inklusive svenska kronor.⁸ Det är också viktigt att kapitalkraven är höga.

“Lender of last resort” till allt fler aktörer

Systemriskerna har traditionellt i första hand förknippats med stora banker. Men utvecklingen i den finansiella sektorn har gjort det mer komplicerat att bedöma var systemriskerna finns. Det beror på strukturella förändringar till följd av både nya regleringar och finansiella innovationer. I såväl den svenska 1990-talskrisen som den globala finanskrisen växte det fram en grå kreditmarknad och en skuggbanksektor som undandrog sig myndigheternas tillsyn och till en del övertog de traditionella bankernas aktiviteter. De risker som byggdes upp i den oreglerade sektorn låg till grund för de systemomfattande kriser som sedan briserade.⁹ Därför är det viktigt att tillsyn och reglering följer med och anpassas till utvecklingen och de strukturella förändringar som sker i den finansiella sektorn. Även centralbanker kan då och då behöva se över sina riktlinjer och arrangemang för likviditetsstöd så att de är tillräckligt flexibla för att möta nya krav. Bland annat kan det finnas anledning att fundera över under vilka former andra typer av företag än banker kan komma i fråga för likviditetsstöd.

En sådan typ av aktörer är de så kallade centrala motparterna. En central motpart (CCP) går in som motpart till köpare och säljare i en värdepapperstransaktion och tar därmed på sig all motpartsrisk. I syfte att minska systemriskerna globalt, har myndigheter världen över uppmuntrat till användning av centrala motparter vid transaktioner med standardiserade OTC-derivat – så som ränteswappar. Tanken är att detta ska leda till ökad motståndskraft i det finansiella systemet om en bank fallerar. När centrala motparter nu används alltmer innebär det dock även att en del av de risker som enskilda banker tidigare hade mot varandra nu istället koncentreras till centrala motparter, vilket gör dessa aktörer ytterst systemviktiga. Vi står nu därför inför frågan om även de ska ges möjlighet att låna pengar från centralbanken i en annan utsträckning än idag.

Likviditetsstöd från centralbanker kan alltså i framtiden bli aktuellt för en mer komplex uppsättning aktörer. Var vi drar gränsen för vilka typer av institut som kan få likviditetsstöd och vilka villkor som i så fall ska gälla är givetvis frågor som centralbankerna nu ställs inför. Om centralbanker exempelvis i praktiken är villiga att ge lån också till institut som *inte* omfattas av de tidigare nämnda regleringarna, uppmuntrar vi då inte framväxten av nya typer av skuggbanker och nya risker?

Ökat behov av utländsk valuta i händelse av en kris

Den omfattande globaliseringen innebär också att många banker har stora exponeringar i utländska valutor, valutor som den nationella centralbanken inte kan skapa själv.¹⁰ Detta är särskilt aktuellt för Sverige, som har en banksektor

⁸ Att LCR uppgår till 100 procent betyder att bankerna har tillgångar som snabbt och med stor säkerhet kan användas för betalningar - för att kunna täcka sina kassautflöden under ett 30 dagar långt stressat scenario.

⁹ För en tidig studie av den oreglerade kreditmarknadens framväxt, se Ingves (1982).

¹⁰ Se Butier (2008).

med stor aktivitet utomlands. När likviditeten på dollarmarknaderna avtog mot slutet av 2007, inrättades swapavtal mellan Federal Reserve och andra centralbanker, däribland Riksbanken.¹¹ Totalt kunde Riksbanken genom detta arrangemang, och genom belåning av sin valutareserv, låna ut cirka 200 miljarder kronor i amerikanska dollar. Omvänt inrättades också swapavtal mellan Riksbanken och två av de baltiska centralbankerna.¹²

Dessa erfarenheter tyder på att det i framtiden kommer att ställas än större krav på internationellt samarbete mellan centralbanker. Hur ska vi organisera detta på bästa sätt? Kan vi förvänta oss att andra länders centralbanker i en krissituation alltid kan bistå med valuta, eller måste särskilda avtal upprättas? Utvecklingen väcker också frågan om behovet av en internationell "lender of last resort".¹³ För Sverige, som har en liten egen valuta, är dessa frågor särskilt viktiga. Och de kommer att bli ännu mer aktuella om den svenska storbanken Nordea som planerat byter från dotterbolagsstruktur till filialstruktur. Med den nuvarande dotterbolagsstrukturen är centralbankerna i de länder där Nordea har dotterbolag ansvariga för likviditetsstöd till dessa. Efter filialiseringen kommer Riksbanken att överta huvudansvaret om likviditetsstöd skulle behövas. Detta innebär att Riksbanken får större behov av att kunna skaffa utländsk valuta i en krissituation. Även om swapavtal kan ingås proaktivt, vilket inte alls är säkert, finns inga garantier för att de automatiskt kan användas i händelse av kris eller när vi anser att vi skulle behöva göra det. Det är långivaren som bestämmer om den vill låna ut i varje specifik situation.

Riksbanken har ett ansvar för finansiell stabilitet...

De åtgärder och fenomen jag nu har talat om har lett till att banker i svåra tider alltid vänder sig till centralbanken. Oavsett var tillsynen i formell mening är lokaliserad, utövar centralbanker därför de facto en viss tillsyn över banker. Alla vet att "det är på centralbanken pengarna finns" och att den inte är villig att låna ut dem till vem som helst. För att vi på Riksbanken ska kunna sköta vår likviditetsförsörjande roll måste vi ha god tillgång till information om finansiella institut och marknader.

Att bankerna länge varit föremål för Riksbankens löpande analys – både före och efter avregleringarna av de finansiella marknaderna på 1980-talet – är en naturlig konsekvens av deras centrala roll i betalningssystemet och de speciella systemriskerna som deras verksamhet är förknippad med. Analysbehovet förändras dock över tiden och utvecklingen på de finansiella marknaderna innebär att centralbankernas analyser idag måste inbegripa mer än banker.

Det handlar om att analysera centrala motparter, försäkringsbolag, skuggbanker, tillgångspriser, riskpremier, olika marknader eller olika företeelser (marknadslikviditetsrisk, högfrekvenshandel, block chain-teknologi, m.m.) i det finansiella systemet. Det är viktigt att centralbanker löpande "scannar" av finansmarknaden och har koll på riskerna och sårbarheter på olika ställen, hela tiden med systemperspektivet i fokus. För att säkerställa detta är det helt centralt att vi på egen hand kan begära in all den information vi anser oss behöva för att kunna göra våra analyser. Inte minst förmågan att kunna ge likviditetsstöd på ett effektivt sätt – och samtidigt begränsa riskerna för staten, genom att bara ge stöd till institut som har likviditetsproblem men i övrigt är

¹¹ Se Fleming och Klagge (2010).

¹² Se Molin (2009).

¹³ Se Capie (1998), Cechetti (2014).

■ sunda – förutsätter god informationstillgång. Det är Riksbankens och i förlängningen statens medel som står på spel och det kan handla om mycket stora belopp.

...och det behöver förtydligas

Riksbankens uppdrag för att främja den finansiella stabiliteten, inte minst genom ansvaret för betalningssystemet RIX och vår roll som "lender of last resort", förutsätter analys av risker och sårbarheter i det finansiella systemet. Genom denna har vi också goda förutsättningar att identifiera tänkbara åtgärder för att hantera riskerna. Ansvaret för att förebygga finansiella kriser delar Riksbanken med regeringen och andra myndigheter, framför allt Finansinspektionen och Riksgäldskontoret.

Riksbankens ansvar på detta område uttrycks i lagen som uppgiften att "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende". Någon närmare precisering ges inte. Goodfriend och King tog upp denna fråga i sin utvärdering av Riksbanken som presenterades i början av året.¹⁴ De menar att Riksbankens uppdrag bör omfatta finansiell stabilitet och att det bör tydliggöras i riksbankslagen. Jag håller med och välkomnar en diskussion om hur ansvaret bör formuleras. En viktig fråga är vilken formell roll Riksbanken ska ha i det förebyggande arbetet med att minska risker och sårbarheter i det finansiella systemet, inklusive inom politikområdet makrotillsyn, som handlar om att motverka eller minska systemriskerna.

Att identifiera systemriskerna är inget nytt i centralbanksvärlden. Det som är nytt är framväxten av makrotillsyn som politikområde. Det innebär att man, utöver uppgiften att identifiera systemriskerna, också behöver precisera tydliga mandat för den eller de som ska ansvara för makrotillsynen samt utveckla en verktygslåda med olika typer av verktyg som kan användas för att minska systemriskerna. Många av de verktyg som nu diskuteras är inte heller helt nya, utan fanns i centralbankers vapenarsenaler före den stora vågen av avregleringar under 1980-talet.

Brister i det svenska ramverket för makrotillsyn

I Sverige har Finansinspektionen fått det huvudsakliga ansvaret för makrotillsynen. Därutöver finns det ett finansiellt stabilitetsråd – bestående av företrädare för regeringen, Finansinspektionen, Riksgäldskontoret och Riksbanken – som är ett forum för diskussion av frågor om finansiell stabilitet. Jag anser att det på några viktiga punkter finns betydande brister i det svenska ramverket för makrotillsyn.

De hittillsvarande erfarenheterna av det svenska ramverket visar för det första på klara *brister i beslutskraft*. Ett tydligt exempel är de utdragna diskussionerna om införande av ett bindande amorteringskrav. En viktig orsak till problemet är att målformuleringen för makrotillsyn är otydlig och för snäv. Exempelvis bör det tydliggöras att makrotillsynsverktyg ska få användas, inte enbart för att hantera risker mot den finansiella stabiliteten, utan också för att minska risker som den finansiella sektorn skapar i realekonomin. Det måste också vara tydligt att makrotillsynen omfattar hela det finansiella systemet och inte endast kreditmarknaden. En förtydligad och breddad målformulering är lämplig också

¹⁴ Se Goodfriend och King (2016).

■ för att Sveriges ramverk ska hamna i linje med europeisk standard.¹⁵ Det saknas även snabba och tydliga tillvägagångssätt när nya makrotillsynsverktyg ska införas. Här är det angeläget med förbättringar för att vi ska kunna hantera risker i tid och det rekommenderas också av EU:s makrotillsynsorgan, Europeiska systemrisknämnden (ESRB).¹⁶

För det andra brister den svenska strukturen *även ifråga om tydlighet i ansvarsfördelningen*. Finansinspektionen fick via sin instruktion ett ansvar att "vidta åtgärder för att motverka finansiella obalanser i syfte att stabilisera kreditmarknaden". Någon definition av vad Finansinspektionens samlade makrotillsynsuppdrag består i har dock inte formulerats. Detta problem belyses av beslutsprocessen för det kommande amorteringskravet. Regeringen överlämnar visserligen till Finansinspektionen att i föreskrifter precisera amorteringskravet, men kräver samtidigt att dessa godkänns av regeringen innan Finansinspektionen fattar beslut om dem. Detta är *inte* i linje med ESRB:s rekommendation om att makrotillsynsmyndigheten ska vara åtminstone operativt oberoende från politiska organ.¹⁷ Vikten av oberoende vid beslut om makrotillsynsåtgärder betonas också av Goodfriend och King. Det här är snarast en återgång till den ordning som ofta rådde före avregleringarna under 80-talet.

Ett tredje problem med det svenska ramverket för makrotillsyn är att det inte lagfästs. Finansinspektionens mandat på makrotillsynsområdet är enbart en förordning och stabilitetsrådet är i formell mening en kommitté. Detta är olyckligt då makrotillsyn är ett viktigt politikområde och det är *centralt att det skapas en långsiktigt hållbar struktur* för det, så att makrotillsynsanalysen inte prioriteras ned, när andra uppgifter kräver resurser och erfarenheterna från krisen faller i glömska. Så här långt har Stabilitetsrådet i praktiken spelat en obetydlig roll.

Sverige avviker från internationell och europeisk standard

Sverige avviker alltså – i flera avseenden – från europeisk standard när det gäller utformningen av ramverket för makrotillsyn. Vi har även organiserat ansvaret för makrotillsynen annorlunda än merparten av övriga Europa. Inom EU har 13 länder lagt ansvaret på centralbanken, lika många länder har lagt det på ett separat råd och två länder (Sverige och Finland) har lagt det på tillsynsmyndigheten.¹⁸ Härutöver kan nämnas att den europeiska centralbanken, ECB, har fått ett mandat som innebär att den i praktiken delar makrotillsynsansvaret med de nationella makrotillsynsmyndigheterna i de länder som deltar i den gemensamma tillsynen. ECB har ansvaret för så kallad "top-up" av vissa av de makrotillsynsåtgärder som beslutats på nationell nivå – alltså att "ta i" lite mer med verktygen om man anser att det behövs.

Det är generellt ett problem om Sverige väljer att avvika från internationella eller europeiska standarder, då det medför risk för att vi dels förlorar i inflytande, dels får problem med att implementera nytillkommande regler på ett effektivt och konsekvent sätt. Och problemet är särskilt stort med tanke på att vi har en stor banksektor i internationell jämförelse.

¹⁵ Se ESRB (2011).

¹⁶ Se ESRB (2011).

¹⁷ Se ESRB (2011).

¹⁸ Se ESRB (2014).

I ljuset av detta finns det också anledning för oss att ånyo överväga om vi ska ansöka om att delta i EU:s gemensamma tillsyn, den så kallade Single Supervisory Mechanism (SSM). Genom denna har ECB getts ett övergripande ansvar för tillsynen i euro-länderna och i de övriga EU-länder som ansöker om och tillåts delta i SSM. Sedan ett par år tillbaka så ansvarar ECB för tillsynen i 19 av de 28 EU-länderna. ECB kommer att få ett allt starkare inflytande på såväl mikro- som makrotillsynens utformning i Europa. Även om Sverige skulle få begränsade påverkansmöjligheter som deltagare i SSM, eftersom vi inte deltar i euro-samarbetet, så skulle vi få bättre inblick i SSM-diskussionerna och kunna göra vår röst hörd. Som utanförstående land kommer vi i praktiken att få finna oss i att, i stor utsträckning, genomföra de förändringar som ECB/SSM redan kommit överens om. Eftersom Sverige har stora gränsöverskridande banker är det skäl nog att tro att vi får anpassa oss till SSM och inte tvärtom.

Behov av "omtag" – utred på nytt

Det är alltså tydligt att vårt svenska ramverk för makrotillsyn har stora brister i målformuleringen, processerna för tilldelning av verktyg, tydlighet i ansvarsfördelning och i legal status. Detta är problematiskt då det har bidragit till att fördröja åtgärder som kan motverka hushållens höga och växande skuldsättning.

Goodfriend och King pekar i sin utvärdering på att både mandat och ansvarsfördelning för makrotillsynen behöver ses över. Jag håller med. Utan att gå närmare in på deras konkreta rekommendationer, kan jag konstatera att det utifrån ett samhällsekonomiskt effektivitetsperspektiv vore lämpligt att utnyttja kunskaper, erfarenheterna och resurserna inom makrotillsynsområdet som Riksbanken har i egenskap av centralbank på ett bättre sätt än vad som görs idag.

Det finns många olika sätt att göra det på, varav det på sikt mest effektiva, såväl i ett internationellt som från ett nationellt perspektiv, sannolikt vore att slå samman Riksbanken och Finansinspektionen. Det skulle samla vår kompetens och stärka Sveriges röst internationellt. Detta är förvisso en långtgående förändring, vars samlade effekter i så fall skulle behöva analyseras noga. Det är inte i linje med den ordning vi har idag, men när omvärlden förändras behöver ju också myndighetsstrukturen ibland göra detsamma. I början av 1990-talet slogs t.ex. Bankinspektionen och Försäkringsinspektionen samman till Finansinspektionen. I flertalet EU-länder ligger också centralbanken och banktillsynen idag under samma tak.

Det finns förstås även andra mindre långtgående lösningar som vore möjliga om man vill förbättra vår svenska makrotillsynsstruktur. Oavsett vilken lösning man väljer så har den sina specifika utmaningar vad gäller styrning och ansvarsutkrävande. Att vi får en fungerande och effektiv ordning för makrotillsyn är dock ytterst centralt för Sverige. Vad som vore den bästa formen för detta är något jag hoppas riksdagen kommer att reflektera över i samband med den planerade översynen av riksbankslagen. Den tid det här kommer att ta ligger säkert bortom min aktiva tid. Mitt fokus är vad som är bra för Sverige.

Hela Sveriges välstånd bygger på strävan efter ökad produktivitet. Detta gäller tydligt inom den privata sektorn och det vore märkligt om inte denna strävan ledde fram till någon form av strukturomvandling också när det gäller det offentliga reglering och övervakning av det finansiella systemet. I synnerhet

■ mot bakgrund av att våra stora gränsöverskridande banker, den teknologiska utvecklingen och en värld med fria kapitalflöden oundvikligen medför nya risker.

Ny-gamla frågor för penningpolitiken

Som jag beskrivit är centralbankerna "bankernas bank", inte bara i finansiella krisituationer utan även till vardags. Bankerna gör betalningarna sinsemellan via centralbanken och de kan låna eller placera pengar där på kort sikt. De villkor som centralbankerna bestämmer för dessa transaktioner påverkar räntebildningen och kreditströmmarna i ekonomin. Det är detta som brukar kallas "penningpolitik" och som får stort utrymme i medierna och i den ekonomisk-politiska debatten.

Sedan den penningpolitiska regimen att upprätthålla en fast valutakurs övergavs i början på 1990-talet har Riksbanken – i likhet med många andra centralbanker – följt en strategi som kallas för "flexibel inflationsmålspolitik". Med det menas att penningpolitiken är inriktad på att uppfylla ett siffersatt inflationsmål, men att detta görs på ett flexibelt sätt. Avvikelser från målet accepteras medvetet, vanligtvis för att undvika onödigt negativa effekter på produktionen och sysselsättningen, men det skulle också kunna handla om att försöka motverka att finansiella obalanser byggs upp.¹⁹

En flexibel inflationsmålspolitik kan bidra till att underlätta arbetet med att upprätthålla finansiell stabilitet. Finansiell stabiliteten är samtidigt en förutsättning för att penningpolitik ska kunna bedrivas på ett meningsfullt sätt, eftersom penningpolitiken påverkar real ekonomin och inflationen via det finansiella systemet. Finansiell instabilitet försvårar i hög grad en effektiv penningpolitik.

Många delar säkert synen att den flexibla inflationsmålpolitiken gett en gynnsam ekonomisk utveckling i Sverige. Den har också överlag fått mycket gott betyg i de utvärderingar av Riksbanken som riksdagen gett externa experter i uppdrag att göra.²⁰ Mitt intryck är att erfarenheterna är ungefär desamma även i andra länder som följt samma strategi. Jag är därför ganska övertygad om att en flexibel inflationsmålspolitik, i en eller annan form, kommer att vara det bäst lämpade penningpolitiska ramverket även framöver. Erfarenheterna sedan 2008 har dock lett till att strategin i vissa delar börjat ifrågasättas. De frågor som tas upp är dock sällan helt nya utan i de flesta fall sådana som vi har brottats med sedan inflationsmålet infördes 1993, även om den senaste finansiella krisen har satt frågorna i ett delvis annat ljus.

Bör nivån på inflationsmålet ändras?

En fråga som diskuterats är vilken nivå på inflationsmålet som är lämplig och om det mål som de flesta inflationsmåsländer idag har, på omkring 2 procent, bör ändras. En del debattörer har menat att det svenska inflationsmålet borde sänkas.²¹ Huvudargumentet verkar vara att digitaliseringen och globaliseringen har gjort det svårt att nå inflationsmålet på 2 procent och att Riksbankens

¹⁹ För en teoretisk diskussion om vilka konsekvenser finansiella obalanser kan ha för en flexibel inflationsmålspolitik, se Woodford (2012).

²⁰ Se Giavazzi och Mishkin (2006), Goodhart och Rochet (2011) och Goodfriend och King (2016). Se även Bryant, Henderson och Becker (2012).

²¹ Se Mitelman (2013), Schück (2015), Sydsvenskan (2015) och Dagens Industri (2015).

■ försök att nå målet förvärrar problemen med stigande skulder och bostadspriser.

Ett annat förslag som förts fram är att Riksbanken, i stället för att uttryckligen sänka inflationsmålet, bör tillåta att inflationen fortsätter att understiga målet under lång tid framöver. I båda fallen skulle inflationen bli lägre under en ännu längre tid och inflationsförväntningarna skulle sannolikt sjunka ytterligare. Som konsekvens skulle räntorna i Sverige vara kvar på dagens extremt låga nivåer under ännu längre tid.²² Av skäl som jag strax kommer in på skulle det dock bli svårare att i framtiden motverka lågkonjunkturer, om inflationen, inflationsförväntningarna och den genomsnittliga nominella räntan permanentas på mycket låga nivåer.

I den internationella debatten har man inte oroat sig så mycket för att globalisering och digitalisering varaktigt skulle ha pressat ned inflationen. Där har man istället argumenterat för centralbankernas inflationsmål borde höjas.²³ Ett skäl till detta är att reala långsiktiga räntor har fallit med cirka 4,5 procentenheter runt om i världen de senaste 30 åren.²⁴ En konsekvens av att ränteläget idag är betydligt lägre än för ett par decennier sedan är att utrymmet för centralbankerna att sänka sina styrräntor när konjunkturen är svag eller inflationen understiger målet har minskat avsevärt. En möjlighet att hantera detta är att höja inflationsmålet. Med ett högre inflationsmål, säg 3 procent, skulle den nominella räntan i genomsnitt ligga högre, vilken i sin tur skulle skapa större utrymme att stimulera ekonomin vid framtida lågkonjunkturer och förhindra att styrräntans effektiva nedre gräns blir bindande.

Det här är en i hög grad pågående diskussion och hur den slutar återstår att se. Målnivån är inte skriven i sten men en förändring bör inte göras lättvindigt. Det kan finnas skäl att vänta till dess att det etableras en hygglig grad av samsyn bland centralbanker och inom forskarvärlden. Detta skulle sannolikt öka förtroendet för en förändring av målnivån. Det här är ett exempel på att handlingsutrymmet för en enskild centralbank att agera helt på egen hand idag är begränsat. Jag kommer att komma tillbaka till det strax. Men det finns andra parametrar i vårt ramverk än målnivån som det kanske finns ett större behov av att skruva på.

Vilken målvariabel är bäst?

Ända sedan Riksbanken införde inflationsmålspolitik har inflationsmålet varit uttryckt i termer av KPI. Skälet till att KPI valdes som målindex är att det är ett brett prisindex som representerar vanliga inköp, men också att KPI-statistiken har god kvalitet, normalt inte revideras och publiceras kort efter månadens slut. Att använda KPI som målvariabel har emellertid inneburit en del svårigheter, och vi har därför analyserat även andra inflationsindex än KPI i räntebesluten, exempelvis under senare tid KPIF (KPI med fast ränta). Det kan dock bli svårt att utvärdera penningpolitiken om det är stora skillnader mellan utvecklingen av den variabel som Riksbanken styr efter, på senare tid KPIF, och den formella målvariabeln, KPI.

²² Se Flodén (2015).

²³ Se till exempel Williams (2009), Blanchard m.fl. (2010), Ball (2014), Krugman (2014) och Rosengren (2015).

²⁴ Se Rachel och Smith (2015).

■ Ett annat problem är att såväl inhemska som utländska bedömare relativt sällan tar hänsyn till att svensk KPI beräknas på det sätt det gör när de beskriver läget i Sverige. Detta kan bland annat leda till missvisande internationella jämförelser. Under senare år har det exempelvis med jämna mellanrum dykt upp braskande rubriker i medierna om att Sverige befinner sig i deflation, trots att detta i hög grad beror på att bostadskostnaderna i KPI gått ned när Riksbanken sänkt reporäntan. Detta kan ge intryck av att läget i Sverige är sämre och inflationen betydligt lägre än i andra länder, trots att skillnaden är att svensk KPI är speciellt känsligt för förändringar i styrräntan.

Därför kan det vara dags att ta upp en diskussion om målvariabeln. I utvärderingen av Goodfriend och King föreslås att målet utformas i termer av KPIF. Ett alternativt index som inte heller påverkas direkt av förändringar av styrräntan är HIKP (harmoniserat index för konsumentpriser) som bland annat den Europeiska centralbanken har som målvariabel. För det senare indexet talar att det är ett mått som ofta används vid internationella jämförelser av inflationen, men skillnaderna jämfört med KPIF är rent siffermässigt inte särskilt stora.

Intervall kring målet?

En annan fråga är om målet bör omgärdas av någon form av intervall. Det är ganska vanligt internationellt att så är fallet och även kring det svenska inflationsmålet fanns tidigare ett så kallat toleransintervall på 1 procentenhet uppåt och nedåt. Det introducerades samtidigt som inflationsmålet 1993 och hade som främsta syfte att förklara att Riksbanken inte har möjlighet att kontrollera inflationen exakt på kort sikt, men att den samtidigt har en ambition att begränsa avvikelserna från målet.

Det skulle dock visa sig att intervallet var alltför snävt i förhållande till hur KPI-inflationen i praktiken kom att variera. När intervallet avskaffades 2010 hade KPI-inflationen oftare legat utanför toleransintervallet än inom det. I det underlags-PM som publicerades i samband med beslutet menade Riksbanken att intervallet hade spelat ut sin roll eftersom målavvikelser större än 1 procentenhet hade blivit en naturlig del av den flexibla inflationsmålspolitiken och att inflationsmålets trovärdighet inte ifrågasattes även då inflationen hamnade utanför toleransintervallet.²⁵

Sett i efterhand är det rimligt att fråga sig om inte problemet var just att det intervall som valdes var illa anpassat. Idén som sådan med ett intervall kring målet behöver för den skull inte vara dålig. Ett bättre anpassat intervall skulle kunna ha de fördelar man tänkte sig från början. Det skulle signalera att penningpolitik bedrivs under betydande osäkerhet och att Riksbanken inte kan finjustera ekonomin och inflationen. Detta är något som är bra att påminna om mer eller mindre kontinuerligt. På samma sätt som det finns skäl att diskutera ett byte av målvariabel kan det mot den här bakgrunden finnas anledning att fundera på om ett toleransintervall bör återinföras.

Jag har dock svårt att se att ett intervall normalt skulle ändra de praktiska förutsättningarna för penningpolitiken särskilt mycket. Riksbanken har inte haft någon stelbent fixering vid att i alla lägen pricka inflationsmålet på 2 procent,

²⁵ Se PM Beslutsunderlag. Sveriges riksbank.
http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Pressmeddelanden/2010/nr27_beslutsunderlag.pdf.

men ett explicit mål är ändå nödvändigt som vägledning för penningpolitiken och inflationsförväntningarna. Även med ett intervall skulle penningpolitiken oftast sikta på att nå mittpunkten av intervallet. Men det skulle kunna underlätta om det tar ganska lång tid att uppnå målet. Och ett intervall kan som sagt vara ett bra sätt att kommunicera osäkerheten om framtiden och om penningpolitikens effekter.

Andra mål utöver inflationsmålet?

En fråga som också dykt upp då och då i den svenska debatten är om det i lagtexten ska skrivas in att Riksbanken, utöver målet om prisstabilitet, också ska ha ett mål för den realekonomiska utvecklingen. Vanligtvis är det ett mål för sysselsättningen man då har i åtanke. Man brukar tala om att centralbanken kan ha ett så kallat dualt mandat, där både inflationen och realekonomin finns med. I praktiken agerar och resonerar centralbanker som bedriver en flexibel inflationsmålpolitik väldigt snarlikt, oavsett om de har ett lagfäst dualt mandat eller inte när det reala målet inte är explicit uttryckt i siffror.²⁶

Det finns en risk att många av dem som förespråkar ett lagfäst dualt mandat föreställer sig att penningpolitiken då skulle komma att bedrivas på ett helt annat sätt än tidigare, och att den därmed på något sätt skulle kunna bidra till att sysselsättningen höjs varaktigt. Riksbanken skulle med andra ord inte bara hålla inflationen låg och stabil, den skulle också hjälpa till att lösa arbetslöshetsproblemet. Men det är idag allmänt accepterat att en centralbank inte kan höja tillväxt och sysselsättning på ett bestående sätt genom att bedriva en systematiskt expansiv politik. En risk med ett lagfäst siffersatt dualt mandat är dessutom att politiskt obekväma reformer, som faktiskt *skulle* kunna öka sysselsättningen varaktigt, inte genomförs med motiveringen att sysselsättningen är Riksbankens ansvar. Det duala mandatet skulle i så fall göra mer skada än nytta.

De utvärderingar av Riksbankens som gjorts på riksdagens uppdrag har hittills argumenterat mot införandet av ett explicit siffersatt sysselsättningsmål för penningpolitiken. Samtidigt har det uppfattats som självklart att politiken bör vara flexibel i så måtto att den, utöver inflationsmålet, även ska försöka stabilisera *svängningarna* i sysselsättningen.²⁷ Nuvarande ordning med ett inflationsmål och övriga resonemang i förarbetena känns ganska lagom för mig.

Ökad samsyn om hänsyn till finansiell stabilitet

En annan fråga är om det i den flexibla inflationsmålspolitiken även bör ingå att ta hänsyn till graden av finansiell stabilitet.²⁸ Denna fråga har ibland uppfattats som väldigt kontroversiell, men här tycker jag mig se en ökad samsyn bland experterna. Jag tycker det är uppenbart att det finns nära kopplingar mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Graden av finansiell

²⁶ I förarbetena till riksbankslagen angavs att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

²⁷ Exempelvis skriver Goodfriend och King (2016), s. 98: "Vi anser inte att det är rimligt att utvidga centralbankens mål till att omfatta siffersatta mål för sysselsättning och produktion. Erfarenheterna av vägledning om penningpolitiken (forward guidance) i både USA och Storbritannien tyder på att försöken att använda siffersatta värden för dessa variabler riskerar att snabbt gå om intet i beslutsfattarnas händer."

²⁸ Se Woodford (2012).

stabilitet påverkar hur penningpolitiska åtgärder sprids till inflation och sysselsättning (den så kallade transmissionsmekanismen). Samtidigt bidrar prisstabilitet till ett "säkert och effektivt betalningsväsende" och underlättar för stabilitet i det finansiella systemet i stort. Den fråga som har diskuterats är ifall centralbankens ansvar för finansiell stabilitet också innebär att finansiell stabilitet bör vara ett *mål för penningpolitiken*.

Jag tolkar litteraturen som att mycket talar för att finansiell stabilitet *i princip* bör vara ett mål inte bara för makrotillsynen utan även för penningpolitiken, men att det blir en praktisk och kvantitativ fråga att i varje givet läge avgöra hur mycket hänsyn man ska ta till finansiell stabilitet i de penningpolitiska besluten.²⁹ I princip vore det bästa om penningpolitik och makrotillsyn kunde koordineras, men det finns också relevanta argument mot en sådan koordinering.³⁰ Det hävdas att makrotillsyn och mikrotillsyn bör vara "första försvarslinjen" mot finansiella stabilitetsrisker och att penningpolitiken bör fokusera på att stabilisera inflationen och den realekonomiska utvecklingen. Men givet de starka sambanden mellan finansiell stabilitet, prisstabilitet och realekonomisk stabilitet kan det inte uteslutas att penningpolitiken ibland behöver användas för att motverka finansiella stabilitetsrisker. Hur mycket beror bland annat på hur väl målet om prisstabilitet är uppfyllt och på hur effektiv makro- och mikrotillsynen är när det gäller att främja den finansiella stabiliteten.

Flexibel inflationsmålspolitik innebär, som jag tidigare konstaterade, att centralbanken kan tillåta vissa avvikelser från målet för att ta mer hänsyn till exempelvis produktionen, sysselsättningen eller finansiella obalanser. Men den här flexibiliteten är inte något som bara finns där, man måste tjäna ihop till den. En förutsättning för att styrräntan ska kunna användas till annat än att stabilisera inflationen är att förtroendet för inflationsmålet är grundmurat och att det fungerar som ett nominellt ankare i ekonomin. Ju högre förtroende för inflationsmålet, desto mer hänsyn kan centralbanken ta till annat än inflationen – desto mer flexibel kan penningpolitiken vara.

Det var sådana tankar som låg bakom penningpolitiken i början av 1990-talet, när vi kom från ett par decennier med hög och varierande inflation och förtroendet för den nya låginflationsregimen behövde etableras. I såväl kommunikationen som politiken prioriterade Riksbanken ganska tydligt inflationsmålet framför andra hänsyn – det var helt enkelt nödvändigt att under en anpassningsperiod vara vad Mervyn King kallat en "inflation nutter". Om Riksbanken vid den här tiden hade agerat mindre resolut – och det fanns definitivt en press utifrån att ha en mer avslappnad attityd till inflationen – hade det tagit betydligt längre tid och blivit avsevärt svårare att få inflationsmålet att bli det riktmärke för pris- och lönebildningen som det har varit de senaste decennierna.

Centralbankers självständighet – värd att bevara

Som jag tidigare varit inne på har det historiskt och internationellt varit en vanlig syn att centralbanker bör vara relativt självständiga offentliga institutioner. Det har delvis att göra med att det annars kan var frestande för regeringar att finansiera budgetunderskott genom att trycka mera pengar. Men det har också haft att göra med att det ansetts finnas risker med att använda

²⁹ Se Stein (2014), Billi och Vredin (2014) och IMF (2015).

³⁰ Se Bryant, Henderson och Becker (2012) och Acharya (2015) för olika argument.

penningpolitiken alltför aktivt i konjunkturpolitiken. Erfarenheterna har tytt på att det kan leda till varaktigt hög och volatil inflation utan några positiva effekter på realekonomin. Av dessa skäl har många länder valt att delegera penningpolitiska beslut till en centralbank med hög självständighet.

Att centralbanken har en hög grad av självständighet innebär dock inte att den är "oberoende" av politiska beslut. Det är politiker som fattar beslut om hur självständig centralbanken ska vara. Graden av självständighet avspeglas i flera olika förhållanden: hur centralbankernas ledningar utses, vilka personer utses, vilka mandat de får, hur centralbankens verksamhet finansieras. Graden av självständighet kan vara olika i olika dimensioner. Det kan också vara skillnad mellan hur självständigheten ser ut i formell mening enligt lagen och hur det ser ut i praktiken. En centralbank kan till exempel ha ett stort formellt oberoende vid penningpolitiska beslut, samtidigt som den är starkt beroende av politiska beslut för sin finansiering.

Det finns också ett samband mellan centralbankens mandat och dess självständighet. Ju snävare mandat centralbanken har, desto enklare blir det för politikerna att ge den en hög grad av självständighet – och enklare att utvärdera centralbanken. Om centralbanken har ett väldigt brett, mandat, kan det kännas mer naturligt att det finns ett större mått av politiskt inflytande. Bara för att ta två exempel: Bank of England och Norges Bank har båda betydligt bredare uppgifter än Riksbanken och de är samtidigt mindre självständiga än Riksbanken, åtminstone enligt de legala ramverken.

Centralbankslagar är inte fixerade för tid och evighet. De ändras då och då, inte sällan efter olika former av kriser eller när man gjort nya ekonomisk-politiska erfarenheter på andra sätt. Den senaste finansiella krisen och de diskussioner som nu pågår runt om i världen om centralbankernas mandat kan leda till reformer som förändrar det politiska inflytandet över centralbankerna. I Sveriges fall begränsas våra möjligheter att förändra riksbankslagen av att Sverige är medlem i EU och förpliktade att följa de regler som lagts fast i Maastricht-fördraget. Men jag tycker inte att det bör förhindra en intellektuell och analytiskt grundad diskussion om fördelar och nackdelar med de sätt vi organiserat penningpolitik och finansiell stabilitet i Sverige.

Sannolikt finns det mycket att lära både av ekonomisk forskning och av vad som fungerat bra och dåligt i andra länder. Här gäller det att inte kasta ut barnet med badvattnet. Erfarenheterna av ökad självständighet har överlag varit goda, så några stora förändringar av regelverken i det avseendet anser jag inte vara befogade. Men jag vill ändå lyfta några frågor där det pågår diskussion med bäring på centralbankers självständighet.

Finanspolitiken och penningpolitiken – ömsesidigt beroende

Sverige och andra länder som klarade sig relativt väl ur den akuta finansiella krisen 2008 – 2009, utmärks inte bara av ett välfungerande regelverk för centralbanksverksamheten utan också av att man under en längre tid genomfört reformer som förbättrat ekonomins sätt att fungera, och inte minst vad gäller hur finanspolitiken bedrivs. Att Sverige de senaste tjugo åren lyckats förena låg och stabil inflation med god ekonomisk tillväxt och sunda statsfinanser beror i hög grad på de reformer av finanspolitiken som gjordes efter 1990-talskrisen.

Men erfarenheterna från den senaste finansiella krisen visar att dessa båda sidor av det ekonomisk-politiska myntet hänger intimt samman och inte går att frikoppla från varandra. Min tolkning av forskningsläget är att det fästs allt större vikt vid hur beroende penning- och finanspolitiken är av varandra.³¹ Det är svårt att tro att det skulle vara möjligt för en centralbank att på egen hand garantera låg och stabil inflation, och finansiell stabilitet, oavsett hur finanspolitiken utformas. På samma sätt blir det lättare att upprätthålla en sund och hållbar finanspolitik om det råder prisstabilitet och finansiell stabilitet.

Svårigheterna för många länder att möta konjunktunedgången efter den finansiella krisen med aktiv finanspolitik har lett till ökad press på centralbankerna att stimulera den ekonomiska aktiviteten. Ambitionerna att begränsa skulduppbyggnaden i den offentliga sektorn har lett till snabbt ökande skulder i den privata sektorn i stället. Detta kan skapa nya risker på längre sikt. Skuldproblematiken är något som regeringar, centralbanker och andra myndigheter gemensamt måste ta sig an.

Den finansiella krisen har också lett till stora förändringar av centralbankernas balansräkningar. Exempelvis köpte Federal Reserve under en period 90 procent av alla nyutgivna bolånebaserade värdepapper.³² Liknande aktioner i flera länder har gjort att centralbankernas riskexponering ökat avsevärt.³³ ECB köpte från 2009 och framåt upp stora mängder statspapper utfärdade av europeiska regeringar. Riksbanken har gjort penningpolitiken mer expansiv genom att köpa svenska statsobligationer när styrräntan redan sänkts kraftigt och utrymmet för ytterligare räntesänkningar inte varit tillräckligt. Idag äger Riksbanken ungefär en tredjedel av den utestående stocken av nominella statspapper.

Den ökade omslutningen av centralbankernas balansräkningar medför risker för framtida ekonomiska förluster, som kan få konsekvenser för penningpolitiken, eller för centralbankernas självständighet. Teoretiskt sett kan en centralbanks förluster bli så stora att den antingen tvingas skapa nya pengar, med de risker för prisstabiliteten detta kan medföra, eller begära finansiering från statskassan, något som skulle kunna påverka graden av självständighet. Dessutom medför den minskade användningen av kontanter att centralbankernas inkomster från utgivningen av kontanter – det så kallade seignoraget – minskar, vilket ytterligare spär på riskerna för att centralbankernas finanser kommer att vara mer ansträngda framöver än tidigare genom åren.

Minskat handlingsutrymme i spåren av finansiell globalisering

Centralbankernas manöverutrymme påverkas inte bara av hur självständiga de är enligt de nationella regelverken. Jag har idag talat om hur centralbankernas verksamhet, på i stort sett alla områden, påverkas av den finansiella globaliseringen. Under de senaste 30 åren har de internationella kapitalflödena ökat dramatiskt.³⁴ Det här speglar den gradvisa liberaliseringen av kapitalflödena som skett under en lång period. Under rätt omständigheter,

³¹ Se Leeper (2011).

³² Se Mehrling (2014)

³³ Se Archer och Moser-Boehm (2013).

³⁴ 1970 uppgick summan av alla kapitalflöden mellan länder till knappa 2 procent av global BNP. Strax före den finansiella krisen, 2007, uppgick det till 20 procent av global BNP. De globala externa skulderna har ökat från 30 procent av global BNP 1980 till idag cirka 200 procent av global BNP, se IMF (2016).

■ särskilt när länder har uppnått en viss nivå av institutionell och finansiell utveckling och när det finns regler och övervakning innebär fria kapitalflöden stora effektivitetsvinster. Men det innebär inte att fullständigt fria kapitalrörelser är bra för alla länder vid alla tidpunkter.

Att många länder har påverkats av den amerikanska kreditykeln är inte nytt men att denna synkronisering nu omfattar även utvecklingsländer såväl som ett stort antal andra länder är ett nyare fenomen. Denna ökade globala finansiella samvariation gäller inte bara krediter i förhållande till BNP utan också inom i stort sett alla finansiella tillgångsslag.³⁵

De finansiella förhållandena i de stora dominerande valutaområdena, till exempel dollar och euro, sprids till resten av världen via de fria kapitalrörelserna oavsett flytande växelkurser. Flytande valutakurser kan inte isolera en ekonomi från den globala finansiella cykeln. Det här kan givetvis leda till problem för vissa länder under vissa perioder. Den kan exempelvis leda till att finansiella tillgångspriser blåses upp eller snabbt faller med stora risker för det finansiella systemet och den makroekonomiska utvecklingen.

Räntorna bestäms idag i stor utsträckning direkt eller indirekt av förhållandena på globala finansiella marknader. Detta gör det svårare för centralbanker i enskilda länder att påverka den inhemska ekonomin. De stora kapitalflödena kan dessutom ha effekter på växelkursen som inte är önskvärda. Det här minskar manöverutrymmet för den inhemska ekonomiska politiken i länder som Sverige - små öppna ekonomier med en stor finansiell sektor.³⁶ Ett aktuellt exempel på att penningpolitiken utomlands lägger vissa restriktioner på politiken här hemma är att i det läge vi har – där inflationen understigit målet i flera års tid så skulle en kraftig och snabb förstärkning av kronan kunna bli problematisk. Därför är det viktigt att Riksbankens politik förhåller sig till den i framför allt euroområdet. Med en betydligt högre ränta i Sverige är riskerna inte bara att inflationen fortsätter ligga under målet och permanentas på en låg nivå utan att också tillväxten i Sverige blir betydligt sämre.

Jag menar inte att vi i Sverige inte kan bedriva en självständig penningpolitik. Men penningpolitiken i vår omvärld begränsar påtagligt vårt handlingsutrymme. Det innebär också att makrotillsynsåtgärder blir än viktigare i situationer när den globala finansiella cykeln inte är anpassad efter svenska förhållanden. Det här är frågor vi måste borra vidare i och förstå bättre.

Finansiella kriser får vi leva med – men vi kan öka motståndskraften

Jag har idag talat om en centralbanks många olika uppgifter: Centralbanker är bankernas bank inte bara i finansiella krissituationer, vår uppgift gäller "24-7". Vi bestämmer priset – räntan - på bankernas betalningar sinsemellan, vi tillhandahåller kontanter och det centrala betalningssystemet. Blir det grus i maskineriet i RIX, Sveriges finansiella blodomlopp, är det Riksbankens uppgift att hantera situationen. Penningpolitik och finansiell stabilitet är två sidor av

³⁵ Se Rey (2015).

³⁶ Samvariationen mellan svensk och utländsk BNP-tillväxt är mycket hög om tillväxten i vår omvärld ökar med 1 procentenhet ökar tillväxten i Sverige med ungefär 1,3 procentenheter (kvartalsdata). För inflationen är samvariationen ungefär 0,5 och om den tyska 10-åriga långräntan stiger med en procentenhet så stiger den svenska långräntan med lika mycket.

■ samma mynt – finansiell stabilitet påverkar hur penningpolitiken sprids till resten av ekonomin och prisstabilitet bidrar till ett stabilt finansiellt system. Både penningpolitik och olika uppgifter för att främja finansiell stabilitet tillhör en centralbanks kärnverksamheter och jag tycker att det egentligen inte går att skilja mellan dessa uppgifter. Allt detta hänger ihop eftersom, som jag tidigare talat om idag, det är i centralbankerna pengarna finns. Det är också där man kan både skapa eller reducera mängden pengar.

Låt mig avslutningsvis illustrera vikten av att förebygga finansiella kriser. Under de senaste 150 åren har den ekonomiska aktiviteten mätt med BNP inte fallit så ofta, men när den gjort det har det oftast varit i samband med en finansiell kris. I sex av nio fall med större nedgångar i BNP har det skett i samband med en finansiell kris. Av de övriga infaller två i samband med de båda världskrigen. Att vi slapp finansiella kriser mellan åren 1945 och 1990 beror i hög grad på att de finansiella marknaderna då var starkt reglerade, men regleringarna förde med sig andra typer av problem. Erfarenheterna talar för att finansiella kriser är någonting vi kommer att få leva med. Men för att minska riskerna för finansiella kriser, med stora samhällsekonomiska kostnader, behöver centralbanker och andra aktörer ha mandat och verktyg för att förebygga finansiella kriser och flexibilitet och likviditet när väl krisen är ett faktum.

De utmaningar Riksbanken och andra centralbanker brottas med, och som jag försökt beskriva i detta tal, är delvis ett resultat av de erfarenheter som gjordes under den senaste krisen. Men de har också att göra med mer långsiktiga strukturella förändringar i det finansiella systemet, som globaliseringen och innovationer i förmedlingen av betalningar och krediter. Utmaningarna gäller bland annat penningpolitiken, och detta är något som ofta får stor uppmärksamhet i debatten. Men som jag förhoppningsvis har visat finns det många andra och kanske till och med viktigare områden där behovet av nytänkande är ännu större. Om man funnits i branschen redan 1668 är det viktigt att då och då tänka nytt.

Referenser

- Acharya, V. (2015), "Financial Stability in the Broader Mandate for Central Banks: A Political Economy Perspective", Hutchins Center Working Paper #11.
- Archer, D. och P. Moser-Boehm (2013), "Central bank finances," *BIS Papers*, No. 71, Bank for International Settlements.
- Ball, Laurence M. (2014), "The case for a long-run inflation target of four percent," *IMF Working Paper*, WP/14/92, International Monetary Fund.
- Billi, R. M. och A. Vredin (2014) "Penningpolitik och finansiell stabilitet – en enkel historia," *Penning- och valutapolitik 2014:2*, Sveriges riksbank.
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia och P. Mauro (2010), "Rethinking macro policy," *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03, International Monetary Fund.
- Broadbent, B. (2016), "Central banks and digital currencies", tal vid London School of Economics, 2 mars 2016, Bank of England.
- 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.
- Buiter, W. (2008), "Can central banks go broke?," *Policy Insight*, No. 24, Centre for Economic Policy Research.
- Capie, F., C. Goodhart och N. Schnadt (1994), *The Future of Central Banking: The Tercentary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press.
- Capie F. (1998), "Can there be an international lender-of-last resort?," *International Finance*, 1:2, s. 311-325.
- Cechetti, S.G. (2014), "Towards an international lender of last resort," *BIS Papers*, No 79, Bank for International Settlements.
- Dagens Industri (2015), *Inflationsmålets fader sågar Riksbankens agerande*, 30 september.
- ESRB (2011), "Europeiska systemrisknämndens rekommendation om de nationella myndigheternas mandat för makrotillsyn" *ESRB/2011/3*, 22 december.
- ESRB (2014), "ESRB Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities - Follow-up Report – Overall assessment," *ESRB/2011/3*, 25 juni.
- Fi 2015:02 "Tillgång till betalkonto med grundläggande funktioner," Delrapport 2 från 2015 års betaltjänstutredning (Fi 2015:02)
- Fleming M.J. och N.J. Klagge (2010), "The Federal Reserve's foreign exchange swap lines," *Current Issues in Economics and Finance*, 16: 4, Federal Reserve Bank of New York.
- Flodén, M. (2015), "Sverige behöver sitt inflationsmål" tal vid Fores, Stockholm, 13 oktober.
- Giavazzi, F. och F. S. Mishkin (2006), "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005," Rapport från riksdagen 2006/2007:RFR1.

Goodfriend, M. och M. King (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010-15," Rapporter från riksdagen 2015/16:RFR6.

Goodhart, C. och J-C. Rochet (2011), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010," Rapporter från riksdagen 2010/11:RFR5.

Goodhart, C. (1988), *The evolution of central banks*, Cambridge, Mass: The MIT Press.

IMF (2015), *Monetary Policy and Financial Stability*, Staff Report, 28 augusti 2015.

IMF (2016), *Strengthening the International Monetary System – A stocktaking*, IMF Policy Papers, mars 2016.

Ingves, S. (1982), *Den oreglerade kreditmarknaden*, Expertrapport till Kreditpolitiska utredningen (SOU 1982:52).

Irwin, N. (2013), *The Alchemists: Three Central Bankers and a World on Fire*, Penguin Books, London.

Krugman, P. (2014), "Inflation Targets Reconsidered," uppsats presenterad vid ECB Sintra conference, maj 2014.

Leeper, E. (2011), "Monetary Science, Fiscal Alchemy", i *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Conference Proceedings*, 2010 Jackson Hole Symposium, s. 361-434.

Mehrling, P. (2014), "Why central banking should be re-imagined," *BIS Papers*, No 79, Bank for International Settlements.

Mitelman, H. (2013), "Dags sänka inflationsmålet," *Dagens Industri*, 4 december.

Molin, J. (2009), "Hur har Riksbanken hanterat den finansiella krisen?," uppsats vid konferensen Riksbanken 10 år som självständig centralbank, Sveriges Riksbank.

Rachel, L. och T. D. Smith (2015), "Secular drivers of the global real interest rate," *Staff Working Paper*, No. 571, Bank of England.

Rey, H. (2015). "Dilemma not Trilemma: the Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," *NBER Working Paper 21162*

Rosengren, E. S. (2015), "Changing Economic Relationships: Implications for Monetary Policy and Simple Monetary Policy Rules," tal vid Federal Reserve Bank of Boston, 16 april 2015.

Schück, J. (2015), "2 procents inflation är ett orealistiskt mål," *Dagens Nyheter*, 8 maj.

Stein, J.C. (2014), "Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework", speech at the International Research Forum on Monetary Policy, Washington D.C., March 21, 2014.

Sveriges Riksbank, <http://www.riksbank.se/sv/Finansiell-stabilitet/Betalningssystemet-RIX/>

Sveriges riksbank (2010), PM Beslutsunderlag http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Pressmeddelanden/2010/nr27_beslutsunderlag.pdf

- SOU 2014:61, *Svensk kontanthantering*, Betänkande av kontanthanteringsutredningen.

SOU 2011:78, *Stärkt krisberedskap i det centrala betalningssystemet*, Betänkande av Utredningen om stärkt krisberedskap i det centrala betalningssystemet.

Sydsvenskan (2015), "*Sikta lägre Ingves*," 4 september.

Williams, J. C. (2009), "Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound," *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 2, s. 1–37.

Woodford, M. (2012) "Inflations Targeting and Financial Stability," *Penning- och valutapolitik 2012:1*, Sveriges riksbank.