



# ANFÖRANDE

DATUM: 2012-05-04  
TALARE: Förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnick  
PLATS: SEB

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

## ■ Mina tankar om penningpolitik och finansiell stabilitet

Eftersom detta är mitt första offentliga tal som direktionsledamot i Riksbanken vill jag passa på att – med startpunkt i min bakgrund – framhålla några faktorer som är viktiga för min syn på penningpolitik och finansiell stabilitet.

För det första: Sverige har blivit alltmer beroende av vad som händer i omvärlden. Hur skuldkrisen i Europa hanteras är den viktigaste faktorn för konjunkturen och penningpolitiken framöver. För det andra: Det finns samband mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Vi måste vara medvetna om att obalanser och risker för den finansiella stabiliteten kan skapas om räntorna är låga under alltför lång tid. För det tredje: En av de viktigaste lärdomarna av den finansiella krisen är behovet av ett vidgat perspektiv på finansiell stabilitet – det nya policyområdet makrotillsyn. Riksbanken bör spela en stor roll i arbetet med makrotillsyn.

### Hur min bakgrund präglar min bild av Riksbankens arbete

Som de flesta känner till är jag ny i direktionen sedan årsskiftet. Vad de flesta antagligen inte känner till är att det här inte är min första sejour på Riksbanken. Jag arbetade där också under en period på nästan 15 år, från slutet av 1970-talet och hela 1980-talet (se bild 1). När jag började på Riksbanken 1977 var det en helt annan tid, något som avspeglades i både ekonomin och arbetsmiljön. Ekonomin präglades bland annat av den fasta växelkursregimen, och det fanns omfattande regleringar av bank- och valutamarknaden – långt ifrån den ekonomi vi har idag. När jag började på Riksbanken var det också en mycket liten grupp personer som beredde och fattade de viktiga besluten. Idag är Riksbanken en "platt" organisation, och vår personal är djupt involverad i våra huvuduppgifter.

Det var i 1990-talets början som jag lämnade Riksbanken för att börja på den dåvarande Bankinspektionen, nuvarande Finansinspektionen, och där stannade jag ända till 2007 (se bild 1).

Eftersom de finansiella marknaderna blivit alltmer sammanlänkade, och Sverige sedan 1995 är medlem i EU, har det internationella perspektivet blivit allt viktigare. Detta har lett mig till flera internationella uppdrag.<sup>1</sup>

De två sista åren innan jag återvände till Riksbanken var jag VD i Svenska Bankföreningen, en branschorganisation för banker i Sverige. Detta innebar en omställning genom att perspektivet nu var inifrån branschen. I min roll som Bankföreningens VD drev jag bland annat frågan att svenska banker ska vara konkurrenskraftiga i ett europeiskt sammanhang.

Hur har då min bakgrund präglat mig i mitt nya arbete som direktionsledamot i Riksbanken? En påfallande förändring som skett sedan jag senast arbetade på Riksbanken är Sveriges ökade beroende av utvecklingen i omvärlden. Man kan också säga att det jag främst "tar med mig" från de övriga erfarenheternas olika perspektiv – tillsynsperspektivet, det internationella perspektivet och branschperspektivet – är just Sveriges ökade omvärldsberoende.

## Penningpolitik – min bild

Sverige är vad vi brukar kalla en liten öppen ekonomi. Det innebär att vår ekonomi inte kan ses som isolerad utan vi är starkt beroende av omvärlden – något som är viktigt att beakta, inte minst i penningpolitiken.

### *Sverige – en liten öppen ekonomi*

Utvecklingen i Sverige de senaste åren avspeglar vårt stora beroende av omvärlden; exporten som andel av BNP är ungefär 50 procent.<sup>2</sup> Den globala finanskrisen 2008–2009 påverkade oss därför mycket kraftigt och bidrog till det största BNP-fallet i Sverige sedan andra världskriget. När världskonjunkturen vände 2010 blev istället tillväxten den högsta på 40 år (se bild 2). Men detta är historia nu. Under framförallt det senaste året har skuldskrisen i Europa präglat mycket av den ekonomiska utvecklingen. Och Sverige är en del av Europa – inte bara geografiskt utan även ekonomiskt.

Av vår varuexport går en majoritet till Europa, och över 35 procent går till euroområdet (se bild 3). Den svaga utvecklingen i Sverige under fjärde kvartalet i fjol avspeglar också ett kraftigt fall i exporten. Låt mig därför kommentera utvecklingen i Europa, eftersom den har så stor påverkan på Sveriges ekonomi och i förlängningen penningpolitiken.

### *Skuldskrisen i Europa – mycket arbete återstår men man är på rätt väg*

En av de viktigaste pusselbitarna när det gäller den ekonomiska utvecklingen framöver är hur man hanterar skuldproblemen i Europa (se bild 4). Jag tror till och med att man kan säga att hela världsekonomin är beroende av att skuldskrisen i Europa hanteras på ett förnuftigt sätt de kommande åren. För att den globala tillväxten ska ta fart krävs att problemen i Europa löses så att de finansiella marknaderna fungerar och den reala ekonomin växer.

<sup>1</sup> Jag var bland annat ledamot i Basel-kommittén 2003–2009 och ordförande i Committee of European Banking Supervisors (CEBS) – som var föregångaren till European Banking Authority (EBA) – 2008–2009.

<sup>2</sup> Siffran kan variera lite beroende på hur man räknar.

Min bedömning är att vi har några år framför oss med svag tillväxt i euroområdet. Flera länder har gigantiska problem att hantera, dels i form av stora statsskulder, dels i form av kraftigt försvagad konkurrenskraft. Svåra avvägningsproblem finns genom att budgettätstramningar, som är nödvändiga för att återställa förtroendet för hållbara statsfinanser, inte får hämma tillväxten för mycket på kort sikt. Dessutom krävs strukturella reformer för att stärka konkurrenskraften.

Samtidigt har under det senaste året flera viktiga steg tagits inom eurosamarbetet för att råda bot på de brister som bidrog till att skuldskrisen blev så omfattande: obalanser i utvecklingen mellan länder, bristande finanspolitisk disciplin och otillräcklig finansiell tillsyn.<sup>3</sup> Ett exempel på detta är finanspakten, som undertecknades i mars i år. ECB har dessutom genom kortsiktiga krishanteringsåtgärder bidragit till att förtroendet på marknaderna har förbättrats sedan slutet av förra året. Jag tänker här främst på de så kallade treårslånen. För att förtroendet också långsiktigt ska stärkas krävs reella förändringar och trovärdigt genomförande av krav på hållbara statsfinanser. Situationen ser ändå klart bättre ut nu än den gjorde i höstas.

Om vi blickar utanför Europa kan en viss vändning skönjas i den amerikanska ekonomin, och exempelvis visar Kina fortfarande god tillväxt. Trots det får vi nog ändå räkna med att draghjälpen från omvärlden till Sveriges ekonomi blir begränsad de kommande åren, främst på grund av den svaga utvecklingen i Europa.

### ***Inflations- och tillväxtutsikterna motiverar fortsatt låg ränta***

Utvecklingen i omvärlden, och framför allt Europa, är alltså mycket viktig för Sveriges ekonomi. Men även den inhemska efterfrågan, till exempel hushållens konsumtion, utvecklades svagt under andra halvåret 2011.

Sedan dess har dock lite mer positiva tecken kommit in. Aktiekurserna har stigit en del sedan slutet av förra året, och förtroendeindikatorer pekar helt klart i rätt riktning, om än från relativt låga nivåer. Det finns alltså förutsättningar för hushållen att så småningom öka sin efterfrågan. Tillväxten kan öka efter hand.

Penningpolitikens främsta uppgift är att hålla inflationen kring målet. Utan att åsidosätta detta ska den även främja en stabil realekonomisk utveckling, eller stabilisera resursutnyttjandet om man så vill. Vad kan vi då säga om inflationen i Sverige? I dagsläget är inflationen låg, och en inte alltför vågad slutsats är att den kommer att förbli så under en tid. Resursutnyttjandet är svårt att mäta, men det är troligen under normalt i dagsläget och en tid framöver. Efterhand förbättras konjunkturen, vilket bidrar till inflationen stiger och resursutnyttjandet normaliseras. Men det kommer att ta tid. Först under nästa år kan tillväxten öka mer påtagligt i Sverige.

Mot denna bakgrund gjorde jag bedömningen att räntan behövde sänkas till 1,50 procent i februari och vara kvar på denna nivå i april. Jag har också uttryckt mitt stöd åt prognosen för reporäntan i den penningpolitiska rapporten och uppföljningen, som innebär oförändrad ränta under det närmaste året. Prognosen innebär också att räntan så småningom behöver höjas, när konjunkturen återhämtar sig och inflationstrycket stiger. Låt mig

<sup>3</sup> Se även fördjupningen "Eurosamarbetet och skuldskrisen" i Penningpolitisk rapport, februari 2012.

■ säga att det är ett genuint osäkert läge för närvarande. Den största osäkerhetsfaktorn rör utvecklingen i Europa.

Sedan det penningpolitiska mötet den 18 april har det inkommit en del ny statistik för Sverige, bland annat siffror över arbetslöshet, detaljhandel och utrikeshandel för mars och Konjunkturinstitutets barometerindikator för april. I stort sett tyder inte statistiken på någon väsentligt annorlunda utveckling än den vi såg framför oss i den penningpolitiska uppföljningen i april. Jag tycker samtidigt att man ska vara försiktig med penningpolitiska tolkningar av enstaka månads-siffror. En samlad bedömning av nyinkommen statistik avvaktar jag därför med till vårt nästa penningpolitiska möte i juli.

En faktor som jag tycker är viktig att lyfta fram – även om den inte var direkt avgörande för mitt ställningstagande vid de senaste penningpolitiska besluten – är sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Låt mig utveckla detta närmare.

## **Samband mellan penningpolitik och finansiell stabilitet**

Det finns enligt min bedömning kopplingar mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Vi bör vara vaksamma på vilka incitament som dagens låga styrräntor kan skapa över tiden (se bild 5). Såväl bostadspriserna som hushållens skulder har ökat kraftigt under en längre tid i Sverige. Detta har bland annat uppmärksammats av EU-kommissionen i en så kallad Alert Mechanism Report.<sup>4</sup> Under det senaste året har utvecklingen bromsats upp.

Om kreditexpansionen åter tar kraftig fart kan det leda till problem på längre sikt.<sup>5</sup> Det är därför viktigt att noga följa utvecklingen så att det inte uppstår risker för den finansiella stabiliteten. Dessutom är finansiell stabilitet en förutsättning för att penningpolitiken ska få önskad effekt på inflationen och den reala ekonomin. Jag ser det därför som naturligt att aspekter på den finansiella stabiliteten kan behöva vägas in i penningpolitiska beslut.

Samtidigt ska man inte överdriva styrräntans betydelse som verktyg för att främja finansiell stabilitet. Den är ett relativt trubbigt vapen som slår på bred front. Jag är övertygad om att det finns andra verktyg som är mer effektiva för att hantera finansiell stabilitet. Detta leder oss osökt in på hur man kan se finansiell stabilitet ur ett nytt perspektiv mot bakgrund av den finansiella krisen – och det nya policyområdet makrotillsyn.

## **Makrotillsyn – finansiell stabilitet ur ett nytt perspektiv**

Trots att det fanns gott om historiska exempel, inte minst vår egen bankkris i början av nittiotalet, tror jag att många blev överraskade av den senaste globala finanskrisen och dess omfattning. Det var nog få som hade trott att problem i den amerikanska bostadsmarknaden skulle kunna leda till en skuld-kris i Europa. Trots enorma stödinsatser har återhämtningen gått trögt både i Europa och i USA, och vad slutnotan för krisen kommer att bli är det få som vågar gissa. Vi behöver med andra ord göra allt vi kan för att inte hamna i

<sup>4</sup> Se EU-kommissionen (2012): *Alert Mechanism Report*, publicerad den 14 februari.

<sup>5</sup> Se till exempel IMF(2012): *World Economic Outlook*, april, där det framgår att recessioner som föregås av snabb ökning av skuldsättningen tenderar att bli både längre och djupare än andra recessioner.

en liknande situation igen. Detta innebär dels att stärka motståndskraften i det finansiella systemet, dels att motverka uppbyggnad av risker.

Den senaste krisen visade också tydligt att vi lever i en värld med ett mycket integrerat finansiellt system. De finansiella instituten har stora exponeringar mot varandra, vilket betyder att problem i ett institut riskerar att sprida sig som en löpeld genom hela det finansiella systemet och även mellan länder. Med facit i hand är det lätt att konstatera att det saknades institutioner och regelverk som hade förmåga att både förutse och hantera en global finansiell kris. Denna lärdom har lett till att ett helt nytt policyområde – makrotillsyn – vuxit fram.

### ***Fokus på hela det finansiella systemet – och dess koppling till makroekonomin***

Makrotillsynen kan ses som ett komplement till både det traditionella tillsynsarbetet och penningpolitiken när det gäller att främja finansiell stabilitet (se bild 6). Fokus är flyttat från att övervaka enskilda institut till att analysera systemriskerna i den finansiella sektorn och länkarna mellan de olika aktörerna i det finansiella systemet. Makrotillsynen syftar också till att analysera sambandet över tid mellan det finansiella systemet och makroekonomin.

En förutsättning för att makrotillsyn ska bli ett fungerande och effektivt policyområde är att det finns ett tydligt definierat mål med arbetet. Vi måste vara på det klara med vad vi vill uppnå och varför. Det finns annars en risk vi ser makrotillsyn som den nya universallösningen mot framtida kriser, snarare än ett välbehövt komplement till penningpolitik och mikrotillsyn.

### ***Vikten av ökade säkerhetsmarginaler***

Ett sätt att minska systemriskerna är att öka säkerhetsmarginalerna i den finansiella sektorn. De internationella kapitalströmmarna och de sammanflätade finansiella systemen kräver dock att vi når en internationell samsyn om hur detta ska ske. Jag vill också poängtera vikten av en transparent process så att investerare och marknad förstår hur nationella myndigheter resonerar.

En stor del av arbetet med att få till stånd en säkrare och mer robust banksektor sker inom ramen för det så kallade Basel III-regelverket. En prioriterad fråga för Baselkommittén har varit att säkerställa att de finansiella marknaderna aldrig igen ska drabbas av en så kraftig "likviditetsfrossa" som den vi såg under finanskrisens inledande skede. Man har därför ställt krav på att bankerna dels ska ha tillräckligt med likviditet för att under 30 dagar klara en mycket påfrestande marknadssituation, dels ska bli bättre på att matcha löptiden på skulder och tillgångar.

En annan hörnsten i Basel III-regelverket är ökade kapitalkrav på bankerna. Tanken bakom detta är enkel: med mer och bättre kapital ökar bankernas motståndskraft. Detta ökar i sin tur förtroendet för bankerna och för systemet som helhet. Att ha en stor kapitalbas har visat sig allt viktigare, inte minst för att ha tillgång till kapitalmarknaderna. De exakta kapitalnivåerna för en enskild bank bör däremot vara föremål för nationella beslut. Så länge ansvaret för att ta hand om systemviktiga banker ligger på nationell nivå bör även rättigheten att fastställa storleken på "riskpåslagen" göra det.

■ Ett intressant verktyg som förts fram inom ramen för Basel III är kontracykliska kapitalbuffertar, som innebär att bankerna ska hålla extra kapital i goda tider som de kan använda när tiderna blir sämre. Det blir med andra ord dyrare för banker att öka kreditgivningen i goda tider samtidigt som man har skapat ett visst skydd mot förluster när tiderna vänder. Som jag nämnde tidigare är styrräntan ett verktyg som slår brett på ekonomin, och då kan till exempel kontracykliska kapitalbuffertar ses som ett verktyg mer specifikt riktat mot "kreditykeln". Sådana typer av verktyg skulle samtidigt kunna minska behovet av att använda styrräntan för att främja finansiell stabilitet.

### ***Särdragen på den svenska bankmarknaden – vilka krav ställer de?***

Jag vill nu rikta er uppmärksamhet mot de förhållanden på den svenska bankmarknaden som talar för att väl tilltagna säkerhetsmarginaler är befogade. Sverige har en stor banksektor i förhållande till ekonomins storlek, och bankerna har en betydande verksamhet utomlands (se bild 7). Samtidigt dominerar marknaden av ett fåtal stora aktörer. Dessa banker har också låga riskvikter på bland annat bolån. Ytterligare en riskfaktor är att svenska banker har ett stort beroende av marknadsfinansiering, i synnerhet i utländsk valuta (se bild 8). Till detta kommer effekten av att marknadsaktörer räknar med att staten i slutändan står som garant för bankernas verksamhet och inte låter dem gå omkull – så kallade implicita statsgarantier.

Det finns med andra ord en betydande risk för att ett fallissemang i en svensk bank kan få mycket stora och negativa konsekvenser för hela det svenska banksystemet och för samhällsekonomin i stort. För en centralbank är det av största betydelse att hantera dessa risker på ett sådant sätt att de aldrig kan utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten. En rimlig konsekvens av detta är att ställa extra höga kapitalkrav på en systemviktig bank. Den studie som Riksbanken publicerade i slutet av förra året visar att ökade kapitalnivåer är ett effektivt sätt att säkra den finansiella stabiliteten, samtidigt som de samhällsekonomiska kostnaderna för detta – i termer av lägre BNP – inte behöver vara särskilt stora.<sup>6</sup> De historiska erfarenheterna i Sverige av låga kapitalnivåer är dessutom dåliga, vilket inte minst bankkrisen i början av 1990-talet visade, och det har lett till en gradvis förbättring.

Riksbanken, Finansdepartementet och Finansinspektionen presenterade i slutet av november förra året ett gemensamt pressmeddelande där man förordade hur mycket kapital som de fyra svenska storbankerna ska ha. Kapitalnivån ska uppgå till minst 10 procent senast den 1 januari 2013, och till minst 12 procent senast den 1 januari 2015.<sup>7</sup> Jag vill understryka att det är mycket viktigt att bankerna når upp till dessa nivåer. Samtidigt ska man inte överdriva dramatiken i detta. De svenska bankerna är redan idag välkapitaliserade (se bild 9). Jag tror därför inte att de nya kapitalkraven kommer att vara särskilt besvärande för de svenska bankerna.

Vi har idag kommit en bit på väg med att klargöra vilka regler som ska gälla för bankerna framöver. Det är bra. Mycket av den kritik som har framförts, av bland annat svenska banker, bottnade i en stor osäkerhet kring de nya reglernas

<sup>6</sup> Se Sveriges riksbank (2011): "Lämplig kapitalnivå i svenska storbanker – en samhällsekonomisk analys".

<sup>7</sup> Dessa krav gäller den så kallade kärnprimärkapitalrelationen, alltså förhållandet mellan eget kapital och riskvägda tillgångar. Se <http://www.riksbank.se/sv/Press-och-publicerat/Press-och-debatt/Pressmeddelanden/2011/Nya-kapitalkrav-pa-svenska-banker>.

■ utformning och hur de skulle påverka den framtida "spelplanen". Personligen är jag dessutom övertygad om att svenska välkapitaliserade banker kommer att hävda sig väl i den internationella konkurrensen framöver.

### ***Centralbanker bör spela en viktig roll i makrotillsynen***

I Sverige har både Riksbanken och Finansinspektionen ett ansvar för att upprätthålla finansiell stabilitet. Även om målet är detsamma ser ansvarsområdena olika ut. Finansinspektionen har ett ansvar för att övervaka enskilda institut, i synnerhet de som kan påverka stabiliteten i hela det finansiella systemet. Man ska också verka för välordnade finansiella marknader genom att övervaka värdepappershandeln. Riksbanken har ett bredare uppdrag och ska följa utvecklingen av det finansiella systemet i dess helhet.

Hur ansvarsfördelningen för makrotillsynen ska se ut utreds just nu av den så kallade Finanskriskommittén. Viss vägledning kan man hämta från Europeiska systemrisknämnden (ESRB). ESRB etablerades i början av 2011 för att hantera makrotillsynen på EU-nivå. Man förfogar dock inte över några egna bindande instrument; istället utfärdas varningar och rekommendationer till olika aktörer. Sedan starten har ESRB utfärdat tre offentliga rekommendationer.<sup>8</sup> En av dessa behandlar hur makrotillsynen bör organiseras på nationell nivå. ESRB föreslår att man i nationell lagstiftning utser ett ansvarigt organ som i sin tur kan bestå av en eller flera institutioner. Man betonar samtidigt att centralbanker bör ha en ledande roll i makrotillsynen. Jag tycker att det finns mycket som talar för detta, även beträffande svenska förhållanden. Dels bedrivs mycket av analysen kring frågor som rör makrotillsyn redan idag på Riksbanken. Dels finns klara samband mellan penningpolitik och makrotillsyn.

I väntan på ytterligare vägledning om hur arbetet med makrotillsynen ska organiseras i Sverige har Riksbanken och Finansinspektionen bildat ett tillfälligt samverkansråd. Tanken är att rådet ska vara ett forum för diskussioner och utbyte av information som rör det förebyggande arbetet med finansiell stabilitet. Rådet ska ses som ett första steg i att skapa en robust makrotillsyn. Men att bara prata räcker inte; vi måste också visa att vi kan sätta kraft bakom orden. Jag ser mycket fram emot att ha en roll i detta arbete tillsammans med mina kollegor på Riksbanken.

### **Avslutande reflektioner**

Jag har de senaste 35 åren arbetat i den finansiella sektorn, och huvuddelen av tiden med finansiell reglering, tillsyn och krishantering. Genom olika perspektiv – övervakningsperspektivet, det internationella perspektivet och branschperspektivet – har jag upplevt utvecklingen inom bank- och finansvärlden. Den kanske viktigaste lärdomen av mina tidigare erfarenheter är att Sverige blivit alltmer beroende av omvärlden, ur såväl ett realekonomiskt som finansiellt perspektiv.

Inom penningpolitiken är utvecklingen i skuldans Europa den viktigaste – och mest osäkra – faktorn att ta hänsyn till. För att uppnå inflationsmålet och stabilisera resursutnyttjandet behövs låg styrränta under en tid framöver. Samtidigt måste penningpolitik och finansiell stabilitet också ses i ett gemensamt sammanhang. Låga räntenivåer kan på sikt skapa obalanser som vi

<sup>8</sup> Se <http://www.esrb.europa.eu/recommendations/html/index.en.html>.

- måste vara vaksamma för. Därför kan aspekter på finansiell stabilitet behöva vägas in i penningpolitiska beslut.

En av de viktigaste lärdomarna från finanskrisen är behovet av makrotillsyn. Här ligger ett viktigt arbete framför oss, både på europeisk nivå och i Sverige. Några viktiga steg har redan tagits. Riksbankens möjligheter att påverka faktorer som är väsentliga för finansiell stabilitet måste utvecklas, och jag tycker att det finns goda argument för att Riksbanken bör spela en stor roll i arbetet med makrotillsynen. Nya verktyg inom ramen för makrotillsynen kan komplettera penningpolitiken och den traditionella mikrotillsynen för att främja finansiell stabilitet.

Jag ser mycket fram emot det fortsatta arbetet på Riksbanken med penningpolitik och finansiell stabilitet.