



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

ANFÖRANDE

DATUM: 2012-10-05
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak
PLATS: Global Utmaning, Stockholm

■ IMF:s roll – nytänkande i finanskrisens spår*

Nästa vecka samlas Internationella valutafondens (IMF) 188 medlemsländer till årsmöte i Tokyo. När jag började arbeta med IMF-frågor på Riksbanken 2007 var mitt intryck att IMF befann sig i en identitetskris. Fondens utlåning till länder i kris hade till synes spelat ut sin roll och stora nedskärningar i personalstyrkan var på gång. Kort sagt, det var en ganska deppig stämning i korridorerna på IMF.

Finanskrisen kom att abrupt ändra på detta. IMF tvingades att snabbt ställa upp med åtgärdsprogram och finansiering till länder i kris. Före krisen hade IMF en utlåning på cirka 9 miljarder USD varav merparten lånats ut till Turkiet. Idag uppgår IMF:s utlåning till cirka 112 miljarder USD varav den absoluta merparten lånats ut till europeiska länder. Fonden hamnar ofta i fokus i medierna när den rycker ut i den här typen av krishantering. Men det vardagliga, viktiga och enträgna arbete som bedrivs på övervakningsområdet skapar sällan några rubriker.

IMF övervakar kontinuerligt alla sina medlemsländer bland annat genom sina så kallade Artikel IV-konsultationer. De innebär att man gör ingående analyser av ekonomins utveckling, uppmärksammar risker och ger råd om till exempel finanspolitik, arbetsmarknadspolitik och penningpolitik. Den kunskap om enskilda länder som IMF byggt upp under år av regelbunden övervakning är en förutsättning för att man snabbt ska kunna varna för och motverka risker och även kunna sätta in anpassade åtgärdsprogram när länder behöver finansiellt stöd.

Sedan ett antal år tillbaka har IMF utvidgat sin finansiella övervakning, men det finns fortfarande mer att göra. I den nordisk-baltiska IMF-valkretsen¹, där Sverige ingår, har vi varit pådrivande i flera viktiga frågor på detta område. Som en liten öppen ekonomi med en stor finansiell sektor har Sverige all anledning att stötta IMF:s arbete med att utveckla sin övervakning och analys av finansiella risker på global nivå. IMF är i min mening den organisation som

* Jag vill tacka Maria Wallin Fredholm och Emelie Mannefred, båda verksamma på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet, som hjälpt mig att skriva detta tal.

¹ Den nordisk-baltiska valkretsen består av Danmark, Estland, Finland, Island, Lettland, Litauen, Norge och Sverige.

■ bäst lämpar sig för att ta ansvar för att övervaka det globala finansiella systemet.

Fondens roll som övervakare är en av frågorna som kommer att diskuteras i Tokyo nästa vecka. Och det är också vad jag ska belysa i mitt tal här i dag. I krisens kölvatten är ett nytt politikområde, makrotillsyn, i vardande. Hur den här politiken ska genomföras rent praktiskt är en komplicerad fråga och jag tror att IMF kan spela en viktig roll även i det sammanhanget.

Finanskrisen avslöjade stora problem

Den tid då vi ansågs leva i den bästa av världar, populärt kallad "The Great Moderation", tog en ände med förskräckelse 2007. Efter en lång period med jämn tillväxt och stabilt låg inflation hade vi invaggats i tron att detta tillstånd var bestående. Finansmarknaderna bedömdes fungera utmärkt när det gällde att omvandla sparande till krediter och att fördela risker så att dessa hamnade hos aktörer som både ville och hade förmåga att bära dem. Den risk som främst diskuterades var de obalanser som fanns i världsekonomin i form av länder med stora bytesbalansöverskott och länder med motsvarande underskott. Frågor om det globala finansiella systemets stabilitet och risker med en snabb kreditexpansion som restes här och var hade svårt att göra sig gällande i den miljön.

Den finansiella krisen satte fokus på det internationella samfundets oförmåga att förebygga och hantera kriser i det globala finansiella systemet. Problemen var flera. För det första var kunskaperna om länkar och spridningsrisker i det finansiella systemet bristfälliga. För det andra hanterades reglering och krishantering på nationell nivå, trots den snabba internationaliseringen av de finansiella marknaderna. För det tredje var övervakningen koncentrerad på enskilda institut och om dessa ansågs vara stabila var för sig, drog man ofta slutsatsen att hela systemet var stabilt. En viktig anledning till dessa tillkortakommanden var en otydlig rollfördelning och avsaknaden av en organisation med ett uttalat mandat att övervaka, identifiera och analysera risker i det globala finansiella systemet.

Även IMF fick utstå kritik för sitt agerande under upprinnelsen till finanskrisen. IMF:s egna oberoende granskningsorgan, Independent Evaluation Office (IEO), menar att såväl IMF som många andra aktörer före krisen levde i tron att risken för allvarigare kriser var näst intill obefintlig.² Det visade sig bland annat i en övertro på hälsotillståndet och motståndskraften hos de stora finansiella instituten. Risker som generellt är kopplade till byggboomar och finansiella innovationer tonades ner, liksom behovet av en stärkt reglering för att förebygga sådana risker. Inte förrän våren 2008 varnade IMF:s globala finansiella stabilitetsrapport³ för framväxande sårbarheter bland stora finansiella institutioner, men då var krisen redan ett faktum.

Som svar på krisen utvecklas nu tydligare ramverk för övervakning och tillsyn av det finansiella systemet både på nationell och på regional nivå. Exempelvis slöts 2010 en överenskommelse mellan centralbanker, finansdepartement och tillsynsmyndigheter i den nordisk-baltiska regionen om samarbete kring finansiell stabilitet, krishantering och krislösning. Det pågår också ett intensivt

² Se IEO (2011), "IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis, IMF Surveillance 2004-2007".

³ Global Financial Stability Report (GFSR).

■ arbete på europeisk nivå med att få en effektiv tillsynsstruktur på plats. Det är bra och viktigt att sammanflätade regioner driver fram egna lösningar. Men de finansiella systemen är sammanlänkande över hela världen, vilket inte minst den senaste krisen illustrerade. Det är således viktigt att även hantera frågan om finansiell övervakning på den globala nivån.

Legitimitet handlar om inflytande men även om effektivitet

Det finns flera aktörer som på olika sätt arbetar med finansiell stabilitet på global nivå. Financial Stability Board (FSB), Baselkommittén, IMF och G20 är några exempel. Ingen av dessa har emellertid något formellt övergripande ansvar för den globala finansiella stabiliteten.

I samband med krisen blev det som sagt tydligt att de globala offentliga institutionerna inte var tillräckligt starka och brast i handlingskraft. De åtgärder som sattes in, som exempelvis swap- och likviditetslinor⁴, initierades ofta av centralbanker. Och viktiga beslut, som att trefaldiga IMF:s resurser, fattades av G20 ensamt, trots att betydligt fler länder berördes av besluten. För i det ansvarsvakuum som rådde tog G20 på sig en ledande roll i krishanteringen. G20 består av 19 stora länder och en representant för EU. Även om Sverige alltid bidragit finansiellt till IMF när det har behövts, fick vi vid det här tillfället inte vara med och påverka beslutet utan det singlade ner till oss från G20 genom EU. Besluten fattades alltså av en liten krets trots att de berörde alla IMF:s (dåvarande) 186 medlemsländer.

För att beslut som rör den globala ekonomin ska få genomslag och genomföras effektivt krävs att länderna som besluten berör känner delaktighet och att de har möjlighet att påverka besluten. Legitimitet är alltså en förutsättning för effektivitet. Världen kan inte och ska inte styras av bara de största och starkaste länderna. Det samarbete mellan världens länder som krävs för att värna om den globala finansiella stabiliteten bör ske inom starka och välfungerande globala institutioner med brett medlemskap.

Därför är en institution som IMF viktig för små länder som Sverige. Det är en regelbaserad organisation som säkerställer medlemsländernas inflytande och likabehandling. Det är mot den här bakgrunden som jag tycker att IMF är den organisation som bäst lämpar sig att ha ansvaret att övervaka, identifiera och analysera risker i det globala finansiella systemet.

Större fokus på finansiell övervakning

Under de åren jag har följt IMF:s arbete är min uppfattning att fonden har tagit flera steg i rätt riktning i sitt arbete med finansiell övervakning.

IMF har till exempel börjat integrera analysen av finansiell stabilitet med den traditionella makroekonomiska analysen av medlemsländerna. Nu deltar till exempel även IMF:s finansiella ekonomer i vissa av de årliga landöversynerna (Artikel IV-konsultationerna). Det ändamålsenliga i detta har bland annat de baltiska länderna kunnat vittna om. När Lettland fick problem kunde IMF till följd av sin gedigna landkunskap snabbt sätta ihop reform- och stödprogram.

⁴ Swaplinor innebär att två parter enas om att utväxla valuta med varandra. Ett exempel från krisen är Riksbankens swapavtal med den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, där Riksbanken kunde växla till sig 10 miljarder amerikanska dollar mot svenska kronor. Detta syftade till att förstärka Riksbankens möjligheter att erbjuda dollarlån till aktörer i Sverige.

■ Detta visar att det är viktigt att ha kunskap både om makroekonomiska och finansiella skeenden och sett i efterhand var det lettiska programmet ett bra exempel på detta.

Ytterligare ett stort steg framåt är att de så kallade FSAP-programmen (Financial Sector Assessment Programs), som tidigare var frivilliga, genom ett beslut 2010 gjordes obligatoriska för de 25 mest systemviktiga länderna – där inkluderas naturligtvis USA, Storbritannien, Japan och Euroområdet, men också Sverige. Den här typen av översyner är mycket systematiska och innebär att man utvärderar det finansiella systemet utifrån uppställda kriterier för robusthet. Riksbankschef Stefan Ingves var för övrigt under sin tid på IMF en av "arkitekterna" bakom FSAP-programmen. Det kan i detta sammanhang nämnas att USA före krisen inte tyckte sig behöva någon FSAP-översyn men 2010 genomfördes en sådan.

Ett annat exempel på försök att integrera den makroekonomiska och den finansiella analysen är att IMF sedan hösten 2011 publicerar en konsoliderad övervakningsrapport där de huvudsakliga budskapen från samtliga övervakningsrapporter sammanfattas tillsammans med rekommendationer om hur riskerna bör hanteras.⁵

För att ytterligare förbättra och förstärka övervakningen av den finansiella sektorn har IMF nyligen presenterat en mer detaljerad strategi för hur denna övervakning ska bedrivas framöver. Syftet med strategin är att IMF ska förbättra förståelsen för makrofinansiella samband, bli bättre på att identifiera spridningsrisker över nationsgränser och utöka samarbetet med andra organisationer. Det här är ingen lätt uppgift och detta arbete ska inte betraktas som avslutat. Det är något som IMF kommer att behöva utveckla kontinuerligt.

Från vår nordisk-baltiska valkrets har vi drivit frågan att IMF, vid sidan om landövervakningen, regelbundet bör bedriva regional övervakning av länder med nära sammankopplade ekonomier och finansiella system. Det här är givetvis synnerligen aktuellt inte minst för svensk del eftersom våra banker har stora engagemang i de övriga nordiska länderna och i de baltiska staterna. Våra länder har visserligen ökat samarbetet på det finansiella stabilitetsområdet, som jag nämnt, men en återkommande och heltäckande regional analys och genomlysning av dessa frågor skulle vara av stort värde. Viktiga steg har tagits i denna riktning och vi ser fram emot ett ännu tydligare regionalt fokus i fondens fortsatta finansiella övervakning.

Kapitalflöden, ett område som kräver mer analys...

Frågan om huruvida kapitalflöden skulle släppas fria eller inte diskuterades livligt under 1990-talet innan Asienkrisen bröt ut. En del länder ansåg efter krisen att en av dess orsaker var att vissa länder för tidigt ordinerades en liberalisering av kapitalflödena. Sedan dess har frågan därför varit mycket känslig. De flesta länder håller dock i dag med om de positiva effekter fria kapitalflöden medför – alltså att de bidrar till ökad ekonomisk tillväxt genom att resurser utnyttjas på ett mer effektivt sätt.

Frågan om fria kapitalflöden har nu åter hamnat på IMF:s agenda. Den kraftiga minskningen (även kallad "sudden stop") av kapitalflöden under krisens inledningskede och den efterföljande snabba ökningen av kapitalinflöden till

⁵ Tidigare kallad Consolidated Multilateral Surveillance Report (CMSR) men inför årsmötet 2012 döptes denna rapport om till "Global Policy Agenda".

tillväxtmarknadsländer har riktat fokus på problemet med lättörliga kapitalflöden. Massiva inflöden kan leda till överhettning och tillgångsprisbubblor och eftersom det inte finns några tydliga riktlinjer har en del tillväxtmarknadsländer valt att hantera dessa genom att införa kapitalkontroller av olika slag. Därför har IMF fått i uppgift av sina medlemsländer att ta fram riktlinjer för hur länder bör hantera sådana kapitalflöden. Det här arbetet har pågått det senaste året och ett förslag till ett övergripande ramverk ska diskuteras i IMF:s styrelse i slutet av oktober. För att hantera eller motverka stora kapitalflöden ska länder enligt riktlinjerna i första hand se över sin finans- och penningpolitik, och som komplement till det bör de använda sig av olika makrotillsynsverktyg. Som en sista utväg kan de införa kapitalkontroller. Tanken är att IMF ska ge råd om hur dessa verktyg ska utformas för att vara effektiva.

När det gäller liberalisering av kapitalflöden är det ingen organisation som haft någon tydlig roll. Det är en stor skillnad jämfört med liberaliseringen av handeln där Världshandelsorganisationen, WTO, hade och har en framträdande roll. Jag tycker att det är positivt att frågan om kapitalflöden åter kommit på IMF:s agenda eftersom det är en viktig fråga som kräver en omsorgsfull analys eftersom lättörligt kapital kan orsaka stora problem.

... vilket krisen i vårt närområde tydligt visade

Även i vårt närområde blev behovet att analysera kapitalflöden tydligt i och med krisen. Om kapitalflödena hade analyserats systematiskt före krisen hade vi sett att kapitalinflödet till de baltiska länderna dominerades av banklån mellan nordiska moderbanker och deras baltiska döttrar och inte av till exempel mer hållbara direktinvesteringar. Kanske hade det lett till att alarmsignalerna kunnat ljuda tidigare och starkare.

I vår valkrets har vi genomfört en empirisk studie om Islands och de baltiska ländernas erfarenheter av kapitalflöden och kapitalkontroller före och under krisen. Syftet med rapporten är att hjälpa IMF att samla "best practices" men också att få upp ögonen för "bad practices". Enligt studien fanns det tydliga brister i den ekonomiska politiken som fördes i såväl Island som de baltiska länderna och i tillsynen av det finansiella systemet i hela regionen. Men även om länderna hade lyckats föra en klart stramare finanspolitik hade de ändå inte kunnat göra något åt de stora kapitalinflödena. Till detta hade det behövts andra verktyg, förslagsvis olika varianter av makrotillsynsverktyg. Om sådana hade införts i ett tidigt skede hade man möjligen kunnat bromsa den kraftiga kreditexpansion som skulle visa sig få förödande konsekvenser.

IMF kan spela en viktig roll i arbetet med makrotillsyn

I arbetet att hitta sätt att förebygga framtida kriser har diskussionerna om politikområdet makrotillsyn blivit allt mer framträdande. Makrotillsyn är ett *förebyggande* arbete som inriktas på att analysera och motverka risker i det finansiella systemet. I detta ingår bland annat utvecklingen av metoder och samarbetsformer för att upptäcka och bedöma potentiella hot mot stabiliteten i det finansiella systemet. Jag tror att IMF med sin övervaknings- och analyskapacitet kan spela en aktiv roll i detta sammanhang genom att systematiskt samla in, analysera och informera om lärdomar från olika länder

och regioner. Jag tror också att IMF kan bistå i informationsutbytet mellan myndigheter vad gäller metod- och modellutveckling på systemriskområdet.

Inom ramen för makrotillsyn diskuteras nu intensivt olika typer av verktyg och hur ansvarsfördelningen mellan myndigheter och mellan länder ska se ut. Det verktyg som det talas mest om i dagsläget är de så kallade kontracykliska kapitalbuffertar som ingår i det nya Basel-regelverket. De innebär att bankerna ska bli tvungna att hålla mer kapital i tider när en hög kreditexpansion riskerar att utlösa problem i det finansiella systemet. När riskerna sedan minskar kan kapitalkraven dras ner. Ett verktyg som kan ses som ett komplement till kontracykliska kapitalbuffertar är variabla riskvikter för olika typer av lån. Ett annat förslag är att införa lånetak, exempelvis genom att begränsa lånets storlek i förhållande till en bostads marknadsvärde på det sätt som vi gör i Sverige sedan hösten 2010.

Men vilka är de mest ändamålsenliga verktygen i vilka situationer? Detta är svårt att säga. Området är relativt nytt och det finns därför begränsad erfarenhet och forskning på området. Det här innebär att vi under flera år kommer att befinna oss i en process där vi får pröva oss fram. Det finns många rapporter om varför makrotillsyn behövs och vilka verktyg som kan komma i fråga. Men det skrivs inte så mycket om hur själva hantverket ska gå till. Det beror självklart på att politikområdet är nytt och att vi har mycket att lära. Även i dessa avseenden tror jag att IMF kan bidra genom att öka kunskapen om vilka verktyg som är bäst lämpade i olika situationer och ge rekommendationer till länder om hur de faktiskt ska utföra makrotillsyn och implementera olika verktyg.

IMF:s stadgar bör spegla ett tydligare övervakningsmandat

Ett sätt att stärka IMF:s övervakning är att se till att IMF:s stadgar inkluderar det fonden faktiskt gör. Enligt de stadgar som sätter ramarna för IMF:s arbete ska fondens bilaterala finansiella övervakning säkerställa att medlemsländerna inte manipulerar sina växelkurser eller det internationella betalningssystemet eftersom det skulle kunna motverka effektiva justeringar av betalningsbalanserna eller leda till att vissa länder får en orättvis konkurrensfördel gentemot andra länder. Stadgarna skrevs i en annan tid och som framgått genomför IMF sedan flera år en betydligt bredare finansiell övervakning och analys än vad stadgarna föreskriver.

Nu krävs en modernisering och förtydligande av stadgarna för att IMF fullt ut ska kunna axla uppgiften att övervaka det globala finansiella systemet. Det är dock en lång process att komma dithän. Ett första steg på vägen mot ett mer formellt mandat togs dock i juli 2012 då IMF:s styrelse antog något som kallas Integrated Surveillance Decision (ISD). Den här överenskommelsen fastslår bland annat att fondens bilaterala övervakning ska bedrivas utifrån ett bredare perspektiv än det som stadgarna föreskriver. Hur länderna är sammanlänkade och hur deras ekonomiska politik kan påverka den globala ekonomin ska ingå i övervakningen. ISD tydliggör således den multilaterala dimensionen av fondens bilaterala övervakning.

Det är bra att det nu finns ett styrelsebeslut på hur IMF ska arbeta. Men det långsiktiga målet bör alltså vara att stadgarna ändras så att de avspeglar vad IMF faktiskt gör. Det här är också en fråga som vi i valkretsen driver. Så länge det här arbetsområdet inte omfattas av stadgarna har inte medlemsländerna någon skyldighet att diskutera finansiella stabilitetsfrågor med IMF, än mindre

■ att förklara varför man eventuellt väljer att inte följa eventuella rekommendationer.

Sammanfattning och avslutande reflektion

Det är, som jag har diskuterat tidigare, viktigt att klargöra IMF:s roll i övervakningen av det globala finansiella systemet. Min syn är att IMF är en institution som har goda förutsättningar att bedriva en oberoende och stringent analys av det internationella finansiella systemet. En viktig aspekt att diskutera i detta sammanhang är hur fondens riskanalyser, råd och rekommendationer ska tas tillvara på ett bra sätt.

För det första är det viktigt att IMF presenterar tydliga och fokuserade rekommendationer om global finansiell stabilitet som samtidigt inte är för generella. IMF:s konsoliderade övervakningsrapport har detta syfte. Rapporten är omfattande och riskerar lätt att bli tandlös, men den har potential att spela en större roll i detta sammanhang.

För det andra riskerar IMF:s råd och rekommendationer att bli verkningslösa om de inte efterlevs av medlemsländerna. Därför måste de följas upp bättre. IMF har nu sagt att uppföljning av råd och rekommendationer ska bli en stående punkt i de årliga landöversynerna. Sverige välkomnar detta initiativ och ser fram emot att det implementeras fullt ut. Uppföljningen skulle också kunna innefatta rekommendationer om makrotillsyn, vilket skulle bidra ytterligare till målet om global finansiell stabilitet.

För det tredje, det enda verktyg som IMF kan använda för att påverka är de goda argumenten – det som brukar kallas "moral suasion". Det är kanske också logiskt att det är så. Internationella organisationer har sällan några andra påtryckningsmekanismer. Men det är då viktigt att fonden, för att den överhuvudtaget ska ha någon som helst chans att påverka, kan tala klarspråk även gentemot stora länder.⁶

Föreställningen att det globala finansiella systemet i stort sett var osårbart blev som sagt starkt motbevisad i och med finanskrisens utbrott. Krisen visade tydligt att övervakningen av det globala finansiella systemet var bristfällig och en anledning till detta var en otydlig rollfördelning mellan olika internationella aktörer.

Detta ledde till att G20 tog på sig en ledarroll och många viktiga och nödvändiga beslut fattades, men det skedde ad hoc av ett begränsat antal länder. Det är ett problem, sådana beslut bör fattas på ett legitimt sätt för att få ett effektivt genomslag. Det här har lett till tankar om att skapa någon form av i förväg fastlagd struktur för hur man ska agera när man ser risk för att en kris är under uppsegling. IMF:s stab gjorde för en tid sedan ett försök till att konkretisera hur en sådan struktur skulle kunna se ut. Detta presenterades som en global stabiliseringsmekanism där IMF skulle fungera som ett slags "whistle blower" genom att med hjälp av sin övervakning identifiera händelser som riskerar att utlösa marknadsoro vilket i sin tur kan leda till problem. Därtill skulle IMF bland annat föreslå åtgärder med syfte att minska risken för att problemen skulle sprida sig mellan länder, förmedla kontakter mellan länder och centralbanker vad gäller att ställa upp med swaplinor, involvera regionala

⁶ Detta lyftes också fram som en rekommendation i IEO:s rapport, se IEO (2011), "IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis, IMF Surveillance 2004-2007".

■ stödfaciliteter och givetvis också bidra med egen utlåning.⁷ Den här typen av förslag har dock svårt att "flyga". Det beror på att trots att ekonomin är globaliserad är politiken i stor utsträckning nationell. Regeringar vill behålla sin nationella suveränitet och centralbanker sitt oberoende.

Sammanfattningsvis, det finns många bra förslag som nu diskuteras och vi behöver fortsätta att tydligt driva våra frågor här. Men att bygga övernationella strukturer är komplicerat, det påminner euroområdet oss om i sitt pågående institutionsbygge. Där handlar det om "bara" 17 länder och regeringar som ska kompromissa och komma överens. Detta blir naturligtvis ännu svårare om kretsen är betydligt större. Men jag tror att den här typen av frågor kommer att dyka upp även framöver om inte globaliseringen avtar och vi skulle gå mot en trend av mer protektionism. Varje ny kris kommer att ge ny skjuts åt debatten och kanske vattnet så småningom urholkar stenen.

⁷ Förslag på att bygga upp en internationell struktur för det finansiella systemet finns också i Palais Royal-rapporten som publicerades i början av 2011. Rapporten är skriven av 18 före detta centralbankschefer och finansministrar, se Palais-Royal Initiative (2011), "Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century".