



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: 2011-12-21
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg
PLATS: Danske Bank, Stockholm

■ Penningpolitik och finansiella kriser - några reflektioner

Den första januari 1999, för tretton år sedan, fick Sverige en ny riksbankslag. Sex personer fick förtroendet att i fortsättningen självständigt besluta om något som intresserar nästan alla svenskar, nämligen räntan. De sex förbjöds att ta instruktioner från någon – läs politiker – och det blev också förbjudet för utomstående att ge dem instruktioner. Jag hade privilegiet att vara en av de sex som började 1999 och jag har alltså blivit kvar sedan dess. Det innebär att jag har suttit i direktionen mer än dubbelt så lång tid som någon av de andra nuvarande ledamöterna och mer än fyra år längre än någon annan ledamot över huvud taget. Om denna längre erfarenhet sedan avspeglas i en motsvarande större centralbanksrelaterad visdom är naturligtvis mer tveksamt. Det får jag under alla omständigheter överlåta till andra att bedöma.

En händelserik period

Men att det har varit tretton synnerligen händelserika år råder det däremot ingen tvekan om. Det har handlat om vanliga upp- och nedgångar i konjunkturen, men också om ett antal kriser i olika delar av världen och, förstås, den globala finanskrisen och den efterföljande statsfinansiella skuldcrisis som vi nu befinner oss mitt uppe i.

Sättet att bedriva penningpolitik har givetvis också ändrats en del under de här tretton åren. Den inflationsmålspolitik som introducerades 1993 har visserligen hela tiden varit grundstommen, men den har utvecklats på olika sätt. Också arbetet inom mitt särskilda intresseområde, finansiell stabilitet, har förändrats och förfinats på många sätt. Av uppenbara skäl är det ett område som dessutom hamnat i särskilt fokus de senaste åren. Lite tillspetsat skulle man kunna säga att om uppgiften att upprätthålla finansiell stabilitet tidigare tenderade att hamna i skuggan av den vanligtvis mer uppmärksammade uppgiften att upprätthålla prisstabilitet, så har det under krisen i det närmaste blivit tvärtom. I alla fall har det finansiella stabilitetsarbetet fått en mer framträdande position och hamnat på mer jämställd fot med penningpolitiken.

Nu tänker jag inte ägna mitt sista anförande som direktionsledamot åt att skissa på några centralbanksmemoarer. Jag har alltid varit mera intresserad av

■ att blicka framåt än bakåt, och det tänkte jag göra också här idag. Det jag mer specifikt tänkte göra är att plocka upp några områden som jag tror kommer att präglade diskussionen om centralbankerna och deras verksamhet under de kommande åren. De hänger alla på det ena eller andra sättet samman med finanskrisen, som ju är svår att runda i sammanhanget. I korthet kommer jag att prata om två teman: Vikten av att inte låta alltför mycket skuld byggas upp och vikten av att ha mekanismer för krishantering på plats om det ändå smäller.

Den viktigaste lärdomen: Låt inte för mycket skuld byggas upp!

Finanskrisen berodde givetvis på många samverkande faktorer. Men en av de viktigaste lärdomarna är att man bör akta sig för att låta skulderna växa alltför mycket. Det gäller för hushåll, företag och stater i lika hög grad. Det är i sig varken en särskilt anmärkningsvärd eller särskilt ny lärdom; under flera hundra år har finansiella kriser ofta föregåtts av perioder där inställningen till kreditgivning och upplåning varit alltför bekymmerslös. Men det verkar som om det är en lärdom som vi måste dra gång på gång – åtminstone en gång per generation, och kanske oftare än så.

En snabb och kraftig kreditexpansion kan ställa till med många olika problem. Om expansionen kännetecknats av en överdriven optimism och en underskattning och underprissättning av risk, så kan det uppstå stora kreditförluster i bankerna när stämningläget vänder. Detta kan leda till att banker går omkull och i förlängningen till en finansiell kris. Vi genomlevde detta på 1990-talet och Spanien och Irland gör det idag.

När ekonomin väl hamnat i en recession efter en period med snabbt ökande skuldsättning och stigande tillgångspriser så kan återhämtningen därifrån dessutom gå mycket långsamt. Skälet är att ekonomin då ofta hamnar i en så kallad balansräkningsrecession.¹ Med detta menas i korthet att ekonomins aktörer behöver tid på sig att anpassa sina balansräkningar om till exempel fastighetspriserna har fallit. Deras inkomster kommer under en tid framöver att gå till amorteringar snarare än till konsumtion och investeringar. Penningpolitiska stimulanser får mindre effekt än normalt och utvecklingen i hela ekonomin blir svag. Studier tyder på att det är den här typen av mekanismer som har gjort att återhämtningen i bland annat USA gått, och fortfarande går, så långsamt.²

En finansiell kris kan också få andra följder. Man kan exempelvis hävda att den statsfinansiella skuldkris vi befinner oss mitt uppe i idag på många sätt är en följd av finanskrisen, och därmed av den kreditexpansion som föregick den. Bankkriser och statsfinansiella kriser hänger ofta ihop. Statsfinanserna i många länder har försvagats kraftigt därför att efterfrågan fallit och i vissa fall också för att man behövt stödja ett vacklande banksystem. Kreditexpansionen dolde dessutom i många länder behovet av strukturella reformer på arbetsmarknaden och i offentlig förvaltning, vilket gjorde dem dåligt rustade när utvecklingen väl vände nedåt. Så sammantaget finns det alltså många goda skäl att försöka undvika en utveckling där krediter och upplåning skenar iväg.

¹ Begreppet "balance sheet recession" introducerades för några år sedan som en förklaring till utvecklingen i Japan och dess "förlorade decennium"; se Koo, R.C., *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Unchartered Economics and its Global Implications*, Wiley, 2003.

² Se till exempel Eggertsson, G. och P. Krugman, "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap", Federal Reserve Bank of New York Working Paper, februari 2011 och Mian, A., K. Rao och A. Sufi, "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump", Chicago Booth Working paper, november 2011.

Olika uppfattningar om sambandet penningpolitik – politik för finansiell stabilitet

Hur ska vi då bära oss åt för att förhindra, eller i varje fall minska risken för, den här typen av utveckling i framtiden? Det råder idag delade meningar i den frågan. Särskilt omdebatterat är vilken roll centralbankerna ska spela, och i synnerhet hur deras räntesättning kan bidra till att dämpa kreditexpansionen.

I ena änden på spektrumet finns de som menar att krisen gjort att gränsen mellan penningpolitik och politik för finansiell stabilitet på många sätt suddats ut eller i varje fall blivit betydligt mindre uppenbar. Om centralbanken inte redan har som tydlig och uttrycklig uppgift att upprätthålla finansiell stabilitet bör den få det – utöver den naturliga uppgiften att verka som "lender of last resort" i kristider. Då, menar man, bör penningpolitiken också börja betraktas som ett legitimt verktyg i den finansiella stabilitets-verktygslådan.³

I andra änden på spektrumet finns de som menar att penningpolitik och politik för finansiell stabilitet bör hållas helt åtskilda och inte blandas ihop. Penningpolitik och politik för finansiell stabilitet skiljer sig åt på samma sätt som penningpolitik och finanspolitik, menar man, och de har olika mål och olika medel. Styrrentan bör därför inte ses som ett instrument i politiken för finansiell stabilitet. De båda typerna av politik bör visserligen reagera på varandra, men de bör inte integreras och bedrivas tillsammans eftersom båda då riskerar att bli mer otydliga. Utfallet kan också bli sämre och det blir svårare att utkräva ansvar.⁴

Problemen överdrivs av de som tycker att de båda typerna av politik måste samordnas...

Jag har förståelse för båda synsätten, men jag tycker nog att båda har spetsat till sina argument lite i överkant. De som menar att penningpolitik och politik för finansiell stabilitet bör integreras i större utsträckning ger ibland intrycket att de tänker sig att centralbanken mer eller mindre vid varje beslutstillfälle dels ska bestämma nivån på styrrentan, dels dra i en rad olika makrotillsyns-spakar för att hitta en policymix som är lämplig för både penningpolitiken och den finansiella stabiliteten.

Så tror jag nu inte att det kommer att gå till – jag tror att den uppfattningen är alltför färgad av vad vi nyss gått igenom. När allt kommer omkring är det långtifrån vid varje konjunkturcykel som det uppkommer problem med alltför vidlyftig kreditgivning. De allra flesta konjunkturcykler är "vanliga" konjunkturcykler, med små risker för finansiella obalanser eller balansräkningsproblem. Man måste givetvis vara på sin vakt och kontinuerligt göra bedömningar av hur stora riskerna är – och försöka minska dem om det behövs. Men sannolikt är det ganska sällan som man faktiskt kommer att behöva använda makrotillsynsverktyg, eller styrrentan, för att dämpa en låneboom och därigenom minska risken för en kris. Tillväxt i utlåningen är ju i

³ Se till exempel Eichengreen, B., R. Rajan och E. Prasad, "Central banks need a bigger and bolder mandate", Financial Times, 24 oktober 2011.

⁴ Se till exempel Svensson, L., "Penningpolitiken efter krisen", anförande vid Federal Reserve Bank of San Francisco, 29 november 2011, Sveriges riksbank.

allmänhet något positivt. Det är givetvis svårt att säga hur ofta problem kan uppkomma, men man kan till exempel konstatera att vi i Sverige har genomlevt två finansiella kriser med knappt tjugo års mellanrum och det brukar anses vara ovanligt tätt på givnen. Under den absolut största delen av tiden kommer centralbanken alltså att kunna bedriva penningpolitik på vanligt sätt. Penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet har, så att säga, lite olika tidsdimensioner.

...och av de som menar att de bör vara helt åtskilda

Men jag tror också att problemen överdrivs av de som varnar för att integrera penningpolitik och politik för finansiell stabilitet. Exempelvis tror jag mycket väl att man samtidigt och samordnat skulle kunna besluta om både styrräntan och makrotillsynsåtgärder utan att vare sig penningpolitiken eller politiken för finansiell stabilitet för den skull upplevs som mer otydlig. Jag tror till exempel att det vore fullt möjligt för Riksbanken att, tillsammans med Finansinspektionen, förklara att bolånetaket sänks för att motverka en alltför kraftig kreditexpansion och prisuppgång på bostadsmarknaden, samtidigt som Riksbanken håller styrräntan oförändrad därför att detta är motiverat av utvecklingen i ekonomin som helhet. Det ställer visserligen stora krav på myndigheternas kommunikation, men jag tror att det är fullt möjligt att nå fram med, och få förståelse för, ett sådant budskap.

Jag kan också tänka mig att det under vissa omständigheter kan vara svårt rent praktiskt att *undvika* ett visst mått av samordning mellan penningpolitiken och politiken för finansiell stabilitet. I vissa länder har man valt att lägga huvudansvaret för att upprätthålla den finansiella stabiliteten på centralbanken. I andra länder har man skapat någon form av samarbete mellan centralbanken och tillsynsmyndigheten och det tror jag vore en bra modell också för Sverige. Makrotillsyn är ju i stor utsträckning att använda traditionella tillsynsinstrument med hela det finansiella systemet i fokus istället för enskilda finansiella institut.

Hur som helst blir centralbanken starkt involverad också i makrotillsynen. Jag tror att det i praktiken blir svårt att fatta de penningpolitiska besluten under förutsättningen att politiken för finansiell stabilitet betraktas som fullständigt given, och vice versa.⁵

Låt mig i det här sammanhanget också säga något generellt om huruvida penningpolitik och politik för finansiell stabilitet bör ses som olika typer av politik med olika mål och olika medel. På ett principiellt och konceptuellt plan är det givetvis så att finansiell stabilitet är något annat än stabilitet i inflationen och realekonomin, det vill säga det centralbanker som bedriver en flexibel inflationsmålspolitik strävar efter att uppnå. Rent logisk kan man därför argumentera för att penningpolitik och politik för finansiell stabilitet är två olika typer av politik som bör bedrivas helt åtskilda.

Men jag är inte säker på hur meningsfull den distinktionen är i praktiken. För egen del har jag sett finansiell stabilitet inte bara som ett mål, utan lika mycket som ett medel, eller en förutsättning, för att uppnå en stabil realekonomisk utveckling och stabil inflation. Bedömningar av den finansiella sektorns utveckling måste, så gott det går, bakas in i de makroekonomiska

⁵ Jämförelsen med finanspolitiken, som ju betraktas som given i penningpolitiska diskussioner, håltar en aning, som jag ser det. Finanspolitiken utformas av politiker med varierande mål och den gör vi nog klokt att betrakta som given. Att på motsvarande sätt behandla relationen mellan penningpolitik och makrotillsyn kanske kan fungera som en tankemodell, men knappast i praktiken.

bedömningarna. Finansiell oro och instabilitet leder ju ofta till alltför låg efterfrågan i ekonomin och alltför låg inflation. Om man tänker sig att det finns dels "vanliga" konjunkturcykler, dels mer lågfrekventa kredit- och skuldsättningscykler, så är uppgångarna i de båda cyklerna inte nödvändigtvis synkroniserade. Däremot är det oftast så att en snabb nedgång i en kredit- och skuldsättningscykel innebär en motsvarande nedgång i den vanliga konjunkturcykeln – och inte sällan en balansräkningsrecession.⁶ Att hålla koll på kredit- och skuldsättningscykeln blir därigenom ett sätt att stabilisera den vanliga konjunkturcykeln. Med det synsättet är det mindre uppenbart att politik för finansiell stabilitet och penningpolitik bör bedrivas helt åtskilda. Men, återigen, det är förmodligen ganska sällan som det kommer att finnas *skäl* att samordna dem.

Styrräntan kommer sannolikt att behöva ge stöd till politiken för finansiell stabilitet

När det gäller frågan om styrräntans roll i en politik för finansiell stabilitet är min personliga uppfattning att man nog alltid måste vara *beredd* att använda den för att dämpa en alltför kraftig kreditexpansion, eller för att "luta sig mot vinden" som det brukar heta. Förhoppningsvis kommer man att kunna hitta en uppsättning makrotillsynsverktyg som är tillräckligt effektiva för att styrräntan inte ska behöva användas i det syftet. Förhoppningsvis kommer man också att hitta lämpliga former för när de ska användas och av vem.

Men min känsla är att även när ett ramverk för makrotillsynen är på plats så kommer det att uppstå lägen där makrotillsynen kan behöva stöd från en penningpolitik som "lutar sig mot vinden". Ett skäl är att erfarenheten visar att det är svårt att konstruera regler som inte förr eller senare kan kringgå. Räntan är visserligen ett trubbigt instrument eftersom den slår brett i ekonomin. Men samtidigt kan detta vara en styrka jämfört med makrotillsynsverktyg just eftersom det är svårt att "komma undan" en räntehöjning.

Jag är också övertygad om att alldeles oavsett vilket *formellt* ansvar centralbanken har för den finansiella stabiliteten, så kommer den alltid att få en stor del av skulden om det väl uppkommer en finansiell kris. När allt kommer omkring är räntan priset på krediter och eftersom centralbanken styr detta pris, i varje fall för kortare löptider, tror jag att allmänheten knappast kommer att låta centralbanken svära sig fri om det uppstår en finansiell kris efter en period med billiga krediter. Det kommer därför förmodligen att i praktiken vara svårt, även från det perspektivet, att föra en penningpolitik som inte väger in den finansiella stabiliteten.

Vi bör fortsätta att utveckla den flexibla inflationsmålspolitiken

Så, vilka slutsatser ska man då dra av utvecklingen de senaste åren? Hur mycket måste vi tänka om och hur mycket måste vi modifiera det penningpolitiska ramverket? Jag skulle nog svara: En del, men kanske mindre än man ibland får intryck av. Jag är ganska övertygad om att den flexibla inflationsmålspolitik som bedrivs på många håll i världen i grunden har varit rätt väg att gå, även

⁶ För en nyligen publicerad studie av betydelsen av krediter och skuldsättning för konjunkturcykeln, se Jordà, Ö. M. Schularick och A.M. Taylor, "When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises", NBER Working Paper No. 17621.

■ om den inte löst alla problem. Den verkar lösa de problem den är avsedd att lösa, utan allvarliga biverkningar.

Speciellt för Sveriges del tror jag att det är svårt att överskatta den roll som inflationsmålpolitiken spelat för att uppnå en bättre makroekonomisk stabilitet – tillsammans, givetvis, med genomgripande förändringar inte minst på det finanspolitiska området. Det har helt enkelt blivit betydligt mer ordning och reda i den ekonomiska politiken och den stadga och trovärdighet som det har gett har vi haft stor nytta av under den senaste krisen.

Men klart är också att finanskrisen satt fingret på en del svaga punkter och att arbetet med att vidareutveckla inflationsmålpolitiken måste fortsätta, både inom forskarvärlden och bland centralbanker. Det är till exempel uppenbart att det finns skäl att på ett bättre sätt än hittills försöka få grepp om och modellera interaktionen mellan finansmarknaden och makroekonomin. Finansiella faktorer och i synnerhet krediter och skuldsättning bör få en större roll än hittills i våra modeller och vårt tänkande.

Med tanke på den imponerande mängd studier som produceras varje månad inom de här områdena sedan finanskrisen bröt ut hyser jag ganska gott hopp om att man så småningom på ett fruktbart sätt ska kunna införliva de här aspekterna i en praktiskt fungerande inflationsmålpolitik.⁷ Men helt klart är att mycket ännu återstår att göra.

Men det viktiga är att bygga vidare på och fortsätta att utveckla den flexibla inflationsmålpolitiken. Finanskrisen ska inte, som vissa verkar hävda, ses som ett tecken på att inflationsmålpolitiken som sådan varit ett misslyckat penningpolitiskt "experiment" och en återvändsgränd – så är det helt enkelt inte.

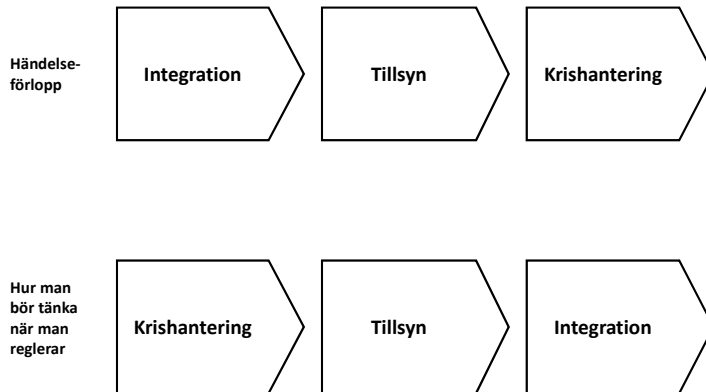
Viktigt att planera krishantering på förhand, men så blir det sällan

Jag har så här långt huvudsakligen uppehållit mig vid *förebyggandet* av kriser och i synnerhet vilken roll penningpolitiken bör spela. Låt mig nu gå över till att fokusera på utmaningar när det gäller att hantera läget när en kris väl *inträffat*. Hur man hanterar – eller inte hanterar – gränsöverskridande finansiella kriser är en fråga som är synnerligen aktuell idag och som sannolikt kommer att vara det under en lång tid framöver.

Min första tes här är att när man låter ett finansiellt system växa och beroendet mellan aktörer i olika länder ökar, så bör man i god tid fundera över vilket regelverk och vilka institutioner man behöver för att hantera olika krissituationer. Förutom att det då blir lättare att lösa krisen i sig påverkar tydlighet i det avseendet också hur banker och andra finansiella institut utvecklar sin verksamhet och dessutom hur tillsynen över dem lämpligen utformas. I stället för att tänka i termer av sekvensen integration – tillsyn – krishantering ska man tänka tvärtom, det vill säga krishantering – tillsyn – integration (figur 1). Min andra tes är att det dessvärre är väldigt sällan som man i praktiken gör detta.

⁷ För ett exempel på en teoretisk analys av hur hänsyn till finansiell stabilitet kan byggas in i en modell för inflationsmålpolitik, se Woodford, M., "Inflation Targeting and Financial Stability", under publicering i Penning- och valutapolitik.

Figur 1. Bankreglering bör baseras på baklänges induktion

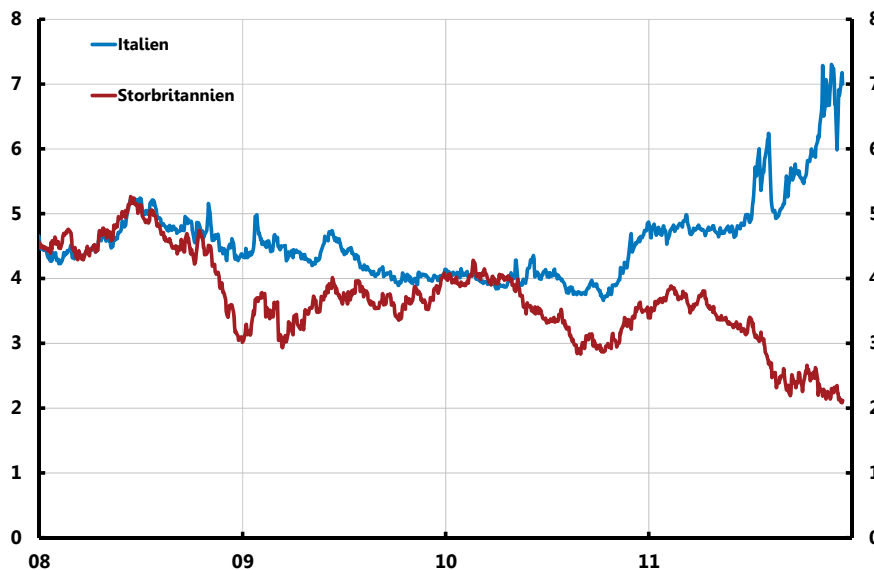


Bristande planering för krishantering i den monetära unionen

Det här resonemanget kan tillämpas också på nationer, inte bara på deras finansiella system. Vi har under hösten sett räntorna på statspapper stiga kraftigt i ett antal euroländer med framförallt statsfinansiella problem. Det är alldeles uppenbart att euroområdet saknar institutioner för att hantera en sådan krissituation. I Storbritannien däremot har räntorna inte stigit på samma sätt, trots att statsfinanserna varit svaga där också (figur 2). Det kan ha flera förklaringar, till exempel att investerarna har stort förtroende för att Storbritannien ska klara en budgetkonsolidering på ett bra sätt. Men jag tror att det framförallt har att göra med att euroländerna saknar en försvarsmekanism som Storbritannien har.⁸

Figur 2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid

Procent



Källa: Reuters EcoWin

⁸ Se till exempel De Grauwe, P., "The Governance of a Fragile Eurozone", CEPS Working Document No. 346, May 2011.

Resonemanget är i enkelhet följande: När investerare i till exempel italienska statspapper blir oroliga för Italiens kreditvärdighet säljer de sina papper och köper något annat, till exempel tyska statsobligationer. Då stiger de italienska räntorna samtidigt som likviditet försvinner ur landet. Andra investerare blir oroliga för att räntorna ska stiga ytterligare – vilket är liktydigt med att värdet på deras obligationer faller – och säljer därför också sina innehav, vilket gör att räntorna fortsätter att stiga. Av detta blir det en spiral av fallande likviditet och stigande räntor, som är svår att stoppa. Den italienska centralbanken kan inte göra särskilt mycket, eftersom den inte kan skapa likviditet i euro. Det kan bara den Europeiska Centralbanken, ECB, i Frankfurt göra. Italienarna kan be om hjälp, men de kan inte göra mycket själva – i alla fall inte på kort sikt. Och detta vet naturligtvis investerarna.

Den här situationen liknar mycket den som till exempel Argentina upplevt, när de haft en "sedelfond" som strikt bundit den inhemska valutan till den amerikanska dollarn. I händelse av kris har det saknats en centralbank som kan skapa valuta – i andra länder med motsvarande problem har det hänt att den fysiskt tagit slut och enda lösningen har blivit att flyga in dollarsedlar från Federal Reserve.

Nu är naturligtvis det grundläggande problemet att Italien, liksom Argentina, tappat i konkurrenskraft, haft negativ bytesbalans och byggt upp skulder till dess marknaden gradvis förlorat förtroendet och begärt allt högre räntor. Konkurrenskraften måste då återställas via någon form av intern devalvering. Detta är oundvikligt, men det tar lång tid och hjälper inte i den akuta likviditetskrisen.

I Storbritannien ser det annorlunda ut. Om investerare blir oroliga för den engelska kreditvärdigheten säljer de sina statspapper på samma sätt som i exemplet ovan. Då får de pund och punden säljer de rimligen också om de vill bli av med den engelska kreditrisken. Men likviditeten i England påverkas inte på samma sätt som i Italien – det finns lika många pund i England som tidigare. Vad som händer är att pundet faller i värde i relation till andra valutor till dess de engelska statsobligationerna åter anses prisvärda. Bank of England kan dessutom skapa likviditet genom att köpa engelska statspapper om det skulle behövas. Risker för en spiral av fallande likviditet och stigande räntor finns inte på samma sätt som i det italienska exemplet. Dessutom får engelsmännen hjälp i att återställa konkurrenskraften genom att pundet deprecierar. Och även detta vet investerarna. Därför stiger inte de engelska räntorna på samma sätt som de italienska.

Utifrån dessa exempel ligger det nära till hands att dra slutsatsen att det är lättare att hantera den finansiella krisen om man står utanför valutaunionen än om man befinner sig inom den. Det är sant, men det är ganska trivialt och man ska akta sig för den närliggande konklusionen att valutaunioner är skadliga. Eurosamarbetet har ju erbjudit stora fördelar för sina medlemmar, även om det inte talas så mycket om dessa just nu. När det gäller krishanteringen i en valutaunion finns det emellertid viktiga slutsatser att dra.

En första slutsats är att man naturligtvis måste ha regler i en valutaunion som gör att man kan undvika en kris av den storlek och utbredning som vi ser idag. Det var också vad unionens skapare tänkte på när de initierade stabilitets- och tillväxtpakten. Men den pakten fungerade som bekant dåligt, och därför diskuteras för närvarande intensivt hur den kan kompletteras med nya regler som i framtiden kan garantera att inga medlemmar får för stora budgetunderskott och kan bygga upp en för stor skuldbörda. Förhoppningsvis

kan de diskussionerna ledas i hamn. Det är dock långtifrån säkert att den utveckling vi ser idag hade kunnat undvikas ens om stabilitets- och tillväxtpakten hade upprätthållits. Låga räntor har ju lett till att inte bara stater, utan också företag och hushåll, har byggt upp sina skulder. Men ett fungerande regelsystem hade sannolikt gjort krisen långt mer hanterbar.

En andra slutsats är att man, när man avstår från den krislösningsmekanism som finns i en nationell valuta, måste ersätta den med något annat. För kriser som innebär oro för ett medlemslands kreditvärdighet kan alltid uppkomma. Man måste ha en institutionell ram för att hantera investerarnas oro för stigande räntor i exempelvis Italien, när man nu inte kan låta den italienska valutan falla och Banca d'Italia skapa den likviditet som behövs. Om en sådan institutionell ram finns och är trovärdig redan från början behöver den i de allra flesta fall inte användas. Till en del är det just ett sådant ramverk man försökt skapa i the European Financial Stability Facility, EFSF, som ska kunna köpa statspapper utgivna av euro-länderna. Men det är svårt att återställa marknadsförtroende när det redan är allvarligt skadat. Den institutionella ramen måste finnas och vara trovärdig redan innan krisen bryter ut. Krisen blir då lättare att hantera och man kan kanske till och med hindra att den över huvud taget uppkommer.

Nu hör det väl till saken när det gäller den nuvarande situationen att politikerna i EU genom sitt sätt att hantera krisen själva hjälpt till att öka marknadsmissstroende. Det är till exempel förklarligt ur en politisk synvinkel att man velat tvinga privata långgivare att skriva ned sina fordringar på Grekland. Men ur ekonomisk synvinkel – och på längre sikt sannolikt även politisk – har det inte varit så välbetänkt. Det har ju medfört att Italien och Spanien fått betala väsentligt högre räntor än tidigare – inte i första hand för att det upplevs som en risk att Italien och Spanien ska bli oförmögna att betala sina skulder, utan för att marknaden blivit osäker på om politikerna tänker sig att vidta liknande tvångsåtgärder som i det grekiska fallet.

Hur som helst, om man hamnar i en akut kris, vare sig man skapat den själv eller inte, så måste man ha tänkt igenom hur den ska hanteras. Och om man nu inte skapat en trovärdig krislösningsmekanism i god tid och inte lyckas göra det under pågående kris, så finns det i slutändan bara en utväg kvar, och det är ECB. ECB är ju valutaunionens centralbank och kan i en kris göra vad unionens nationella centralbanker inte kan. ECB kan alltid skapa likviditet och köpa statspapper i den utsträckning som behövs och därför i princip också åstadkomma samma trovärdighet som Bank of England kan i Storbritannien. Problemet är att ECB inte har ett odiskutabelt mandat att göra detta, och att medlemsländerna har olika syn på om den ska få det. ECB ska inte rädda länder från att göra nödvändiga anpassningar av lagstiftning och statsfinanser, menar många med rätta. Men då riskerar också följden att bli att man avstår från den enda återstående mekanismen som kan hantera den akuta krisen.

Hinder för att få krishanteringsmekanismer på plats

En anledning till att det verkar vara svårt att i förväg sätta upp tydliga ramar för hur en kris ska hanteras är det jag var inne på tidigare, nämligen att kriser inträffar så pass sällan. "Det blir ingen mer kris under min mandatperiod" sade en ansvarig politiker till mig efter den svenska 1990-talskrisen, när vi skulle diskutera en ny krislagstiftning. Och han fick naturligtvis rätt. Det tog nästan 20 år till nästa kris, och då var han sedan länge ute ur politiken.

I synnerhet när flera länder är inblandade finns det också ett annat viktigt skäl. Ska man skapa ett ramverk för att hantera kriser kommer man oundvikligen in på frågan om hur kostnaderna ska fördelas och att komma överens om detta många år i förväg är nästan, för att inte säga helt, omöjligt. Alla kriser är ju olika. Möjligen kan man komma överens om hur man ska gå tillväga när problemet uppkommer, till exempel om vilka som ska förhandla och på vilket sätt. Man kan alltså bestämma om vad som brukar kallas "ex ante preparations" för ex post burden-sharing", men inte om "ex ante burden-sharing".

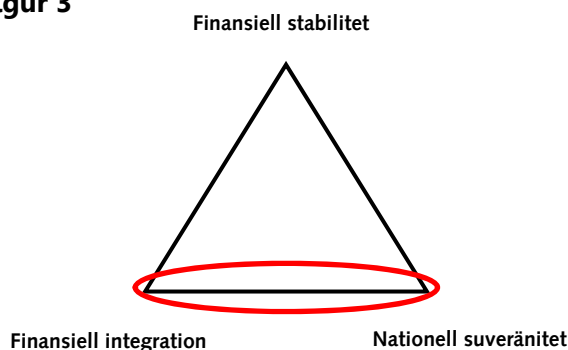
Mot denna bakgrund är det intressant att konstatera att när det gäller ECB så finns det faktiskt en krislösningsmekanism i form av en implicit överenskommelse om just "ex ante burden-sharing". Det finns nämligen inskrivet i EU-fördraget exakt hur de nationella centralbankerna ska rekapitalisera ECB om det skulle bli nödvändigt. Om de statspapper som ECB köpt skulle tappa i värde så att ECB behöver mer kapital finns det alltså tydligt stipulerat i vilka proportioner olika länder ska bidra. Möjligen är det just därför som vissa länder absolut inte vill tillåta ECB att köpa statsobligationer medan andra länder tycker att detta är en lysande idé. Så paradoxalt nog kan det vara så att själva krislösningsmekanismen just i det här fallet bidrar till ett dödläge som riskerar att fördjupa krisen.

Krishanteringsmekanismer lika viktigt i banksystemet

Låt mig nu byta fokus från länder till banksystem. Men de båda teser som jag tog upp tidigare är desamma: När integrationen över gränserna fortskrider är det viktigt – och samhällsekonomiskt lönsamt – att i förväg skapa trovärdiga krislösningsmekanismer. Men det gör man sällan eller aldrig.

Ibland talar man om Europas "finansiella trilemma".⁹ Vi vill i Europa gärna åstadkomma en fortsatt finansiell integration och en ökad finansiell stabilitet, men vi vill samtidigt behålla varje lands nationella suveränitet. Problemet är att det nog går att klara två av målen, men det är svårt att nå alla tre. Vill vi kombinera en finansiell integration med fortsatt nationell suveränitet över till exempel tillsyn och krishantering, som vi ju hittills gjort, så blir det svårt att åstadkomma en finansiell stabilitet värd namnet – den kris vi just genomlever ger goda exempel på det (figur 3).

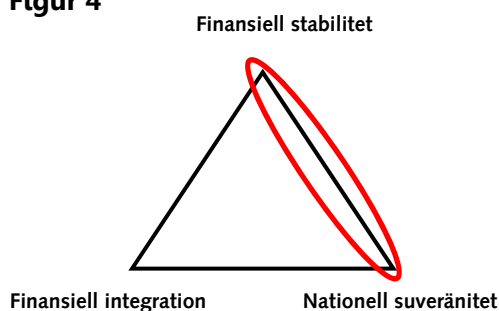
Figur 3



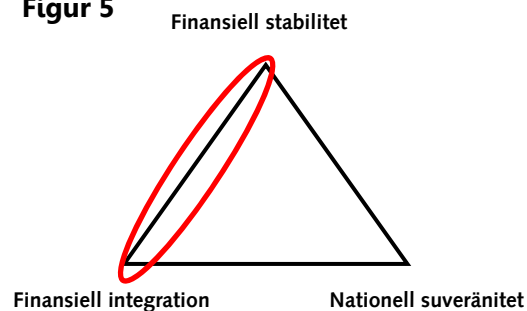
⁹ Schoemaker, D., "The Financial Trilemma", *Economics Letters* 111, 2011, s. 57-59.

Vill vi å andra sidan hindra gränsöverskridande kriser och samtidigt behålla en nationell suveränitet, så får vi nog acceptera en minskad finansiell integration – till exempel striktare regler för hur bankerna kan flytta finansiella tillgångar mellan olika länder (figur 4). Tydliga tendenser i den riktningen kan utan tvekan skönjas i dagens diskussion. Vill man som ett tredje alternativ behålla integrationen men samtidigt minska risken för kriser som sprider sig över nationsgränserna, så får man nog tänka sig att släppa på den nationella suveräniteten och låta mer av tillsyn och krishantering ske på europeisk nivå (figur 5). Det är dock inte en väg som anses särskilt politisk gångbar för närvarande.

Figur 4



Figur 5



Den så kallade de Larosière-gruppen, som efter krisen fick till uppgift att föreslå hur det finansiella systemet i Europa skulle hanteras, försökte med en kompromisslösning: Fortsatt integration, men lite mindre nationell suveränitet och lite mer gemensamt ansvar för tillsynen. Därför omvandlades de tidigare "level 3"-kommittéerna för bank-, försäkrings- och marknadstillsyn till myndigheter. Tanken var att ge dem så mycket kraft som det gick utan att ändra i EU-fördraget. Samtidigt skapades ESRB, det europeiska stabilitetsrådet, som kan ge varningar eller rekommendationer när ledamöterna – centralbankschefer och tillsynschefer – bedömer att finansiella risker håller på att byggas upp i Europa. I såväl myndigheterna som i rådet kan man rösta och majoritetsuppfattningen gäller.¹⁰ Detta har visat sig viktigt för att hindra de låsningar som det annars vanliga sättet att besluta i konsensus för med sig. Både kraften och snabbheten i agerandet har ökat avsevärt. Men allt detta handlar om hur man ska kunna undvika kriser, inte om hur de ska hanteras när de väl uppkommer.

Inte heller de Larosière-gruppen behandlade, annat än mycket marginellt, vare sig krishantering eller avveckling av banker som kommit på obestånd. Det gör däremot europakommissionens förslag som just publicerats och det gör också den engelska och den amerikanska lagstiftning som tillkommit efter krisen. Detta är naturligtvis ett viktigt steg i rätt riktning. En ökad tydlighet när det gäller hur banker ska avvecklas kommer i hög grad att påverka både hur

¹⁰ I rådet har tillsynscheferna ingen rösträtt. För rekommendationer och beslut om offentliggörande av varningar och rekommendationer krävs 2/3 majoritet.

tillsynen utformas och hur bankerna agerar. Det är som sagt klokt att börja bakifrån.¹¹

...men svårt med gränsöverskridande överenskommelser

Fokus i lagstiftningen, naturligt nog i den engelska och amerikanska, men även i den föreslagna europeiska, är emellertid på hur man ska hantera *nationella* banker i kris. De gränsöverskridande problemen väjer man i stor utsträckning för, även i kommissionens rapport. Det faktum att ett integrerat finansiellt system i Europa också kräver metoder för att lösa gränsöverskridande kriser återstår alltså att hantera. Och det har naturligtvis att göra med det som jag tidigare berörde, nämligen att det är alltför känsligt att diskutera hur kostnaderna ska fördelas.

Men om man nu inte kan hantera ens förberedelser och procedurer kring kostnadsfördelningen vid en kris – det som kallas "ex ante preparations for ex post burden sharing" – så har det också sina konsekvenser. Om inget är diskuterat i förväg blir nämligen den naturliga följderna – det som kallas "default option" – att en gränsöverskridande bank som hamnar på obestånd delas längs nationsgränserna, alldeles oberoende av hur den är organiserad. Kontorsnätet i ett land kan till exempel plötsligt vara utan IT-system och andra centrala administrativa funktioner, som är mycket kostsamma att bygga upp. Att detta blir irrationellt och kraftigt kan öka den totala kostnaden för avvecklingen blir helt enkelt ett problem som man inte kan hantera. Fortis och Dexia, vid den senaste rekonstruktionen i höstas, kan väl sägas vara goda exempel på detta från den senaste krisen. Båda delades upp efter nationsgränserna, och åtminstone när det gäller Fortis förefaller de flesta i efterhand vara överens om att detta inte var någon bra lösning. I varje fall blev det en lösning som kostade skattebetalarna onödigt mycket pengar.

Vad kan man dra för slutsatser av detta? Jag tror att om man inte kan komma överens mellan olika nationer om hur man ska hantera gränsöverskridande banker i kris så är det nog lika bra att inse att det mest sannolika är att det blir en uppbyggnad av banken längs nationsgränserna i händelse av en kris. En sådan insikt påverkar nämligen i hög utsträckning tänkandet i tillsynen, vilket i sin tur påverkar vilka krav man ska ställa på bankerna. Kanske ska man i slutändan kräva att varje bank är organiserad så att de nationella enheterna kan verka helt oberoende av varandra? Detta är naturligtvis inte i linje med vad man hittills varit överens om i Europa när det gäller bankernas möjlighet att verka över gränserna, men det är en naturlig konsekvens av att man inte i förväg kan diskutera mer rationella lösningar.

De här resonemangen är naturligtvis i hög grad relevanta även för oss i Sverige. I de nordiska och baltiska länderna har vi ett antal banker med betydande och viktig gränsöverskridande verksamhet. Jag tycker man kan kräva av både myndigheter och politiskt ansvariga – i alla berörda länder – att de ska kunna komma överens om något bättre sätt att avveckla en krisbank än att skära den längs nationsgränserna. Men om detta blir en alltför tung politisk

¹¹ Krislagstiftningen relaterar även till en annan aktuell fråga, nämligen hur mycket riskkapital en bank ska anses behöva. Om både myndigheter och banker vet vad som kommer att ske vid en kris borde det också påverka behovet av riskbärande kapital i bankerna. Önskan att kunna hantera osäkerheten vid en kris är ju ett viktigt motiv bakom de ökade kapitalkraven i Basel III-regelverket. Om osäkerheten minskar så minskar också kapitalbehovet. Men den kopplingen har man inte gjort i Baselkommittén.

■ börda ska vi nog räkna med att berörda länder i en kris helt enkelt tar över den del av banken som ligger i det egna landet – även om en sådan lösning blir väsentligt dyrare för skattebetalarna totalt sett.

Nu finns det emellertid hopp. Bara för några veckor sedan publicerade Financial Stability Board, som består av finansdepartement, centralbanker och tillsynsmyndigheter i G20-länderna, nya normer för hur kriser i gränsöverskridande banker ska hanteras. Bland annat diskuteras hur man ska få obligationsinnehavarna att ta sin del av kostnaden vid ett haveri. När allt detta omsatts i lagstiftning som tillämpas av alla länder så har man hanterat viktiga problem med att avveckla stora gränsöverskridande banker. Om man verkligen hittar principer för hur kostnaden ska fördelas mellan olika länder återstår att se.

Det kan i dagens debatt om hur mycket kapital bankerna behöver också vara värt att komma ihåg att ju bättre lagstiftning man har för att avveckla banker i kris desto mindre kapital behöver de ha. Kapitalet kan ju ses som den buffert som är nödvändig för att inte skattebetalarna ska tvingas stå för kostnaderna vis en kris. Har man på annat sätt reglerat hur olika kreditgivare ska bidra så minskar behovet av bufferten.

Med dessa reflektioner har det blivit dags att runda av. Inte bara mitt anförande här idag utan om bara några dagar även min tid i Riksbankens direktion. Det har som sagt varit tretton synnerligen händelserika år. Just nu är ju den internationella debatten intensiv och det finns många knepiga frågor att lösa – inte minst inom krishantering och tillsynen av de finansiella marknaderna. Jobbet är fortfarande intressant. Men allt har sin tid, och det är som bekant bäst att sluta när det är som roligast.