

Martin Flodén
27 april 2017

Särskilt yttrande till Riksbankens remissyttrande över finansdepartementets utkast till lagrådsremissen Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning

I utkastet till lagrådsremiss lämnar finansdepartementet förslag på en ny vinstdispositionsmodell och struktur för Riksbankens egna kapital samt nya bestämmelser för Riksbankens möjligheter till upplåning till valutareserven. Jag instämmer i de synpunkter Riksbanken lämnar på dessa förslag. En synpunkt, som jag alltså delar, är att Riksbankens direktion måste kunna fatta beslut om valutareservens storlek för att kunna bedriva en självständig penningpolitik. Storleken på valutareserven ska alltså inte begränsas av lagstiftningen.

I Riksbankens yttrande diskuteras dock inte endast beslutsprocessen kring valutareserven utan även vilken storlek på reserven som är lämplig. Jag vill påpeka att utgångspunkten när den lämpliga storleken på valutareserven analyseras i Riksbankens yttrande kan ifrågasättas. Utgångspunkten i yttrandet är att Riksbanken ska ha en tillräcklig valutareserv för att kunna fullgöra sin roll som "lender of last resort" (LOLR) i såväl svenska kronor som utländsk valuta.

En allmänt accepterad princip är att centralbanker ska agera som LOLR när det uppstår brist på likviditet på de finansiella marknaderna. Den principen bygger dock på förutsättningen att centralbanker, trots att de inte har vidtagit särskilda förberedande åtgärder, har en bättre tillgång till likvida medel än marknadsaktörerna. Eftersom Riksbanken kan skapa obegränsad likviditet i svenska kronor har Riksbanken stora möjligheter att agera LOLR i kronor. Riksbanken kan däremot inte skapa obegränsad likviditet i andra valutor och har därför inte samma självklara roll som LOLR i utländsk valuta. Den rollen begränsas av Riksbankens tillgång till valuta i en krissituation, något som i sin tur kan påverkas av förberedande åtgärder innan krisen inträffar. Hur omfattande roll Riksbanken ska ha som LOLR i utländsk valuta, och i bredare bemärkelse för att hantera likviditetsrisker i utländsk valuta, är därför ett val som man behöver ta ställning till.

Många har konstaterat att det bästa sättet att hantera likviditetsrisker i utländsk valuta är att centralbanker samarbetar för att tillhandahålla likviditet i relevanta valutor om behov uppstår.¹ I länder där svenska banker är stora aktörer kommer det vanligen att ligga i värdlandets intresse att hjälpa Riksbanken att förse svenska banker med nödkrediter om ett sådant behov uppstår. Men det finns inga garantier för att så sker, och man kan också måla upp scenarier där utländska centralbanker inte ser skäl att hjälpa Riksbanken att få tillgång till likviditet. Frågan är därför hur Riksbanken och andra svenska myndigheter bäst begränsar eller hanterar banksystemets likviditetsrisker i utländsk valuta när man inte kan utgå från hjälp av andra centralbanker.

Svaret på den frågan är inte självklart, och valet av angreppssätt handlar om att bedöma vilka kostnader som är förknippade med olika åtgärder och att väga dessa mot det värde åtgärderna ger upphov till och hur stora systemriskerna man är beredd att acceptera. I förebyggande syfte kan man genom reglering försöka få bankerna att hålla större likviditetsbuffertar eller begränsa andelen kortfristig finansiering i utländsk valuta.² Om en likviditetskris ändå uppstår kan Riksbanken i viss mån tillhandahålla likviditet genom att använda den valutareserv som hålls av andra skäl, eller genom lån eller köp på marknaden försöka omvandla svenska kronor till utländsk valuta till en lägre kostnad än den som banksystemet möter.

¹ Se till exempel Cecchetti (2014) och Landau (2014).

² Cecchetti (2014) och Dobler m.fl. (2016) listar olika åtgärder som myndigheter kan överväga i förebyggande syfte och för att hantera kriser.

Men ytterligare ett alternativ är alltså att Riksbanken bygger upp en extra stor valutareserv just för att kunna förse svenska banker med utländsk valuta om en likviditetskris uppstår. Låt mig utveckla min syn på övervägandena kring detta alternativ.

Kostnaderna förknippade med att förstärka valutareserven genom upplåning är dels rent monetära, dels kopplade till så kallade moral hazard-beteenden.³ De monetära kostnaderna uppstår eftersom Riksbanken, eller Riksgälden om de sköter upplåningen, vanligen lånar utländsk valuta till en något högre ränta än avkastningen på de tillgångar som hålls i valutareserven. Moral hazard uppstår om valutareserven får bankerna att ta större likviditetsrisker i utländsk valuta i tron att Riksbanken kommer att tillhandahålla likviditet om marknaden inte gör det. Moral hazard-beteendet kan begränsas om en riskbaserad avgift tas ut av bankerna. Att utforma en sådan avgift är dock svårt i praktiken, och i slutändan borde en väl utformad avgift medföra att bankerna minskar sina likviditetsrisker på ett sätt som enklare kan uppnås med reglering (se fotnot 4).

Det värde Riksbanken kan generera med en förstärkt valutareserv är en större förmåga att hjälpa de svenska bankerna om en likviditetskris uppstår, och möjligen kan denna större förmåga även medföra att risken för att en kris uppstår blir lägre. Men som jag ser det bidrar en förstärkt valutareserv egentligen inte med något försäkringsvärde. Utgångspunkten i analysen av behovet av valutareserv är ett scenario där det uppstår en systemkris. Det handlar då om ett scenario där alla de svenska storbankerna samtidigt efterfrågar likviditetsstöd i utländsk valuta. Det uppstår då inget värde genom riskspridning eller försäkring om Riksbanken ackumulerar en samlad valutareserv jämfört med om bankerna själva, till exempel genom reglering, håller motsvarande likviditetsreserver.⁴

Det skulle vara olyckligt om vi hamnar i en situation där affärsbankerna, för att minska sina kostnader, förlitar sig på kortfristig finansiering av sin utlåning i utländsk valuta samtidigt som Riksbanken håller utländska tillgångar med längre löptid för att motverka bankernas likviditetsrisker. I sådana fall kommer de kostnadsbesparingar affärsbankernas uppnår genom löptidsomvandling åt ena hållet (kort upplåning och lång utlåning) motsvaras av Riksbankens kostnader för att genom en förstärkt valutareserv se till att motsvarande löptidsomvandling också görs åt andra hållet.

Avslutningsvis vill jag även påpeka att det behövs mer diskussion kring vilken ansvarsfördelning mellan myndigheter i Sverige som mest effektivt kan hantera risker förknippade med likviditetsförsörjning i utländsk valuta. *Riksbanken* har en tydlig roll som LOLR i svenska kronor men det är inte självklart vilka förväntningar som finns eller bör finnas på Riksbankens roll som LOLR i utländsk valuta. Behovet av en LOLR i utländsk valuta beror på vilka likviditetsrisker bankerna utsätter sig för, och ansvaret att övervaka och reglera sådana risker faller på *Finansinspektionen*. Samtidigt är *Riksgälden* dels den myndighet som till lägst kostnad kan låna utländsk valuta och därmed bidra till att finansiera en uppbyggnad av likviditet i utländsk valuta om detta bedöms nödvändigt, dels den myndighet som skulle behöva förse bankerna eller deras kunder med utländsk valuta om bankerna försätts i resolution eller om insättningsgarantin aktiveras. Om det ska hållas en likviditetsbuffert i utländsk valuta kan man överväga vilken myndighet som bäst ansvarar för denna buffert, i vilka syften medlen ska kunna användas, hur beslut om buffertens storlek ska samordnas

³ Ytterligare en kostnad som ibland nämns är att prissättningen på säkra tillgångar på de internationella marknaderna kan snedvridas (ränteläget blir för lågt) om många länder bygger upp stora valutareserver (se Landau, 2014).

⁴ En skillnad är dock att Riksbanken (och framförallt Riksgälden) kan låna utländsk valuta till en lägre kostnad än affärsbankerna. Att använda detta som ett argument för att Riksbanken snarare än affärsbankerna ska ackumulera valutareserv skulle dock få långtgående konsekvenser för hur vi ser på statens roll i marknadsekonomi. Med liknande argument kan man då till exempel mena att Riksbanken eller Riksgälden i normala tider ska förse bankerna med billig finansiering i svenska kronor eftersom dessa myndigheter kan låna till lägre räntor än de räntor bankerna betalar för upplåning på marknaden. Den här insikten får också konsekvenser för hur en väl utformad avgift för valutareserven bör utformas. För att undvika moral hazard-beteenden bör den avgift som tas ut inte spegla *Riksbankens* kostnader för upplåning i utländsk valuta utan de kostnader *affärsbankerna* möter på marknaden. Men om avgiften speglade de kostnaderna skulle bankerna lika gärna kunna vända sig till marknaden. Snarare än att bygga stora likviditetsreserver skulle bankerna då förmodligen förlänga löptiden på sin finansiering i utländska valuta. Slutsatsen av det här resonemanget är knappast att sådana avgifter bör tas ut, utan snarare att bankernas likviditetsrisker i utländsk valuta behöver vara transparenta och väl reglerade när Riksbanken har begränsade möjligheter att bistå som LOLR.

med reglering av bankernas likviditetsrisker och vem som ska fatta beslut om en avgift för att finansiera en sådan buffert.

Det är knappast önskvärt att vidta förebyggande åtgärder som helt eliminerar risken att det uppstår en systemviktig likviditetskris i utländsk valuta. I vilken utsträckning man vill minska systemriskerna är i stället ett val där riskminskning måste vägas mot de kostnader som är förknippade med olika förebyggande åtgärder. Om flera myndigheter ska dela ansvaret för dessa frågor behövs det även mekanismer för att koordinera beslut om vilka förebyggande åtgärder som är mest lämpliga att använda och om beslut som beror på vilken grad av systemrisker man är beredd att acceptera. En sådan koordinering kompliceras av att Riksbanken är en självständig myndighet under riksdagen medan Finansinspektionen och Riksgälden är myndigheter under finansdepartementet. Riksbankens roll i detta arbete måste därför framgå tydligt i riksbankslagen, och jag välkomnar därför att frågan om Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet och likviditetsstöd ska behandlas av kommittén för översyn av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen (dir. 2016:114).

Referenser

Cecchetti, Stephen (2014), "Towards an international lender of last resort", i BIS Papers No 79

Dobler, Marc, Simon Gray, Diarmuid Murphy och Bozena Radzewicz-Bak (2016), "The lender of last resort function after the Global Financial Crisis", IMF Working Paper WP/16/10

Landau, Jean-Pierre (2014), "International lender of last resort: some thoughts for the 21st century", i BIS Papers No 79