



Penning- och valutapolitik

Specialnummer
10 år sedan Lehman

2018:4

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK
utges av Sveriges riksbank.

Redaktörer: JESPER LINDÉ OCH MARIANNE NESSÉN

Redaktionsråd för detta specialnummer: FRIDA FALLAN, JESPER LINDÉ,
PERNILLA MEYERSSON, MARIANNE NESSÉN OCH ANDERS VREDIN
Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm
Telefon 08-787 00 00

De åsikter som uttrycks i signerad artikel är författarnas egna och ska inte
uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

Tidskriften publiceras på Riksbankens webbplats
www.riksbank.se/Penning-och-valutapolitik
Beställ länk vid publicering via email: pov@riksbank.se

Publikationen utkommer även i en engelsk version,
Sveriges Riksbank Economic Review.

ISSN 2000-978X

Bästa läsare!

2018 har varit ett jubileumsår för Riksbanken på flera sätt. Det viktigaste är förstås att vi detta år uppmärksammat Riksbankens 350-årsjubileum.

Men 2018 innebar ytterligare två märkeshändelser. För det första är det 10 år sedan den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers gick omkull och den globala finansiella krisen blev akut. Detta har uppmärksammats i många sammanhang, internationellt och i Sverige. På Riksbanken har vi dessutom firat att riksbankschef Stefan Ingves fyllt 65 år. Som en födelsedagspresent till honom ordnades ett internt seminarium i september – ”10 år sedan Lehman” – till vilket några uppsatser skrevs. Stefan Ingves fick då tillfälle att göra det som han nog tycker om allra mest – att prata finansiella kriser och krishantering!

I detta nummer av Penning- och valutapolitik publicerar vi de uppsatser som skrevs till seminariet, och de kommentarer och synpunkter som Stefan Ingves då framförde. Det är sammanlagt fem artiklar:

- **Reflektioner kring finanskrisen och tiden därefter**

Riksbankschef *Stefan Ingves* reflekterar över finanskrisen och erfarenheterna under det decennium som förflutit sedan dess. Skildringen beskriver några av de utmaningar som beslutsfattare ställs inför i en kris.

- **Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017**

Claes Berg, Pernilla Meyersson och Johan Molin beskriver den ekonomiska utvecklingen globalt och i Sverige från och med åren närmast före krisens utbrott fram till 2017, och hur krisen på olika sätt präglat utvecklingen under den perioden. Tillsammans med globaliseringen och den tekniska utvecklingen bidrog finanskrisen bland annat till att en rad genomgripande förändringar på de ekonomiska, finansiella och politiska områdena, både globalt och i Sverige.

- **Riksbankens kommunikation före, under och efter den finansiella krisen**

Pernilla Meyersson och Ann-Leena Mikiver, Riksbankens tidigare samt nuvarande kommunikationschef, beskriver svårigheterna under finanskrisen att kommunicera oro utan att oroa och de stora förändringar som skett i Riksbankens kommunikation under de senaste 25 åren. Riksbanken har gradvis gjort det lättare för utomstående att följa, granska och utvärdera Riksbankens verksamhet, och räknas idag till en av världens mest öppna centralbanker.

- **Riksbankens arbete med finansiell stabilitet – före, under och efter den globala finanskrisen**

Martin W Johansson, Johan Molin, Jonas Niemeyer och Christina Nordh Berntsson beskriver hur Riksbanken efter 1990-talets inhemska finanskris byggde upp sin kapacitet för att analysera risker och sårbarheter i det finansiella systemet. De diskuterar de akuta åtgärder som vidtogs under den globala finanskris som kulminerade kring 2008–2009 och ett antal lärdomar från detta, och hur arbetet har förändrat fokus sedan krisen klingat av. Avslutningsvis pekar de på några framtida utmaningar för arbetet med finansiell stabilitet.

- **Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen**

Jesper Hansson, Marianne Nessén och Anders Vredin, nuvarande samt tidigare chefer för den penningpolitiska avdelningen, menar att den finansiella krisen och erfarenheterna sedan dess har blottlagt en del svagheter i den penningpolitiska analysapparaten som tillämpats under inflationsmålsregimen. I artikeln beskriver de några av erfarenheterna och lyfter fram områden där det är särskilt angeläget att utvidga den penningpolitiska analysen: det finansiella systemets roll i penningpolitikens transmissionsmekanism, ekonomins utbudssida, och kopplingarna mellan penning- och finanspolitiken.

Trevlig läsning!

Jesper Lindé och Marianne Nessén, redaktörer för Penning- och valutapolitik
Pernilla Meyersson, biträdande stabschef och huvudarrangör av seminariet

Innehåll

Reflektioner kring finanskrisen och tiden därefter 6

Stefan Ingves

Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017 18

Claes Berg, Pernilla Meyersson och Johan Molin

Riksbankens kommunikation före, under och efter den finansiella krisen 34

Pernilla Meyersson och Ann-Leena Mikiver

Riksbankens arbete med finansiell stabilitet före, under och efter den globala finanskrisen 46

Martin W. Johansson, Johan Molin, Jonas Niemeyer och Christina Nordh Berntsson

Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen 66

Jesper Hansson, Marianne Nessén och Anders Vredin

Reflektioner kring finanskrisen och tiden därefter

Stefan Ingves*

Författaren är riksbankschef och ordförande i Sveriges riksbanks direktion

I denna artikel reflekterar riksbankschef Stefan Ingves över finanskrisen och erfarenheterna under det decennium som förflutit sedan dess. Mot bakgrund av olika händelser beskrivs upptakten till krisen, hur insikterna om allvaret i situationen gradvis växte fram och hur läget blev akut på hösten 2008 då den svenska ekonomin drabbades på allvar och Riksbankens krishantering startade. Ett av syftena med skildringen är att ge en inblick i svårigheterna som beslutsfattandet i krisepisoder är förknippat med och att betona vikten av att vara förberedd.

1 Med krisen i backspegeln

Den 15 september i år var det exakt tio år sedan investmentbanken Lehman Brothers lämnade in sin konkursansökan och förtroendet för det finansiella systemet försvann. Det är naturligt att en sådan årsdag uppmärksammas och det är lätt att få intrycket att detta var startpunkten för den finanskris som drabbade den globala ekonomin i slutet av 00-talet. Men problemen i finanssektorn hade byggts upp under en lång period och precis som vid vulkanutbrott fanns det tecken på att något allvarligt var på gång långt innan Lehmans konkurs, även om det var svårt att säga när, var och hur utbrottet skulle ske.

Det hela var heller inte över i och med att den mest akuta krishanteringen var avklarad och förtroendet på finansmarknaderna började återställas. På många sätt kämpar centralbankerna fortfarande med efterdyningarna av krisen, när det gäller både stabilitetsarbetet och penningpolitiken, och det är viktigt att uppmärksamma att krisen i praktiken var en process med en uppbyggnad och en kulmen som sedan följdes av ett långt efterspel. Detta jubileumsnummer av Penning- och valutapolitik innehåller fyra artiklar som, utifrån olika perspektiv, beskriver den processen på ett bra sätt.

En inledande artikel av Claes Berg, Pernilla Meyersson och Johan Molin, alla med lång erfarenhet av policyarbete, går igenom den ekonomiska utvecklingen under finanskrisen, den djupa lågkonjunkturen som följde och konjunkturuppgången med låg inflation som vi upplevt de senaste åren, se Berg m.fl. (2018). Riksbankens nuvarande och tidigare kommunikationschef, Ann-Leena Mikiver och Pernilla Meyersson, beskriver därefter de utmaningar som kommunikationen om Riksbankens stabilitetsarbete och penningpolitik har ställts inför under och efter krisen, se Meyersson och Mikiver (2018). Martin W Johansson, Johan Molin, Jonas Niemeyer och Christina Nordh Berntsson har varit djupt involverade i Riksbankens arbete med finansiell stabilitet före, under och efter finanskrisen och deras artikel beskriver hur arbetet har förändrats mellan dessa perioder, se Johansson m.fl. (2018). Slutligen sammanfattar den nuvarande och två tidigare chefer för Riksbankens avdelning för penningpolitik, Jesper Hansson, Marianne Nessén och Anders Vredin, de penningpolitiska erfarenheterna under och efter finanskrisen och lyfter fram kritiska områden som behöver utvecklas i den penningpolitiska analysen, se Hansson m.fl. (2018).

* Artikeln bygger på en presentation på ett seminarium där de övriga artiklarna i detta nummer av Penning- och valutapolitik presenterades för Riksbankens personal. Tack till Björn Andersson för hjälp med bearbetningen av presentationen. Tack också till Frida Fallan, Jesper Lindé, Pernilla Meyersson, Marianne Nessén, Anders Vredin och Dilan Ölcer för synpunkter och hjälp med arbetet kring artikeln. De åsikter som uttrycks i denna artikel är författarens egna och ska inte nödvändigtvis uppfattas som ståndpunkterna hos övriga ledamöter i Riksbankens direktion.

Det som naturligtvis är svårt i redogörelser av den här typen är att fånga stämningsslagen och den allmänna ekonomiska oreda som präglar krisepisoder, likaså den vända som beslutsfattande under sådana omständigheter kan vara förknippad med. Då man tio år senare försöker dra slutsatser och förklara hur det kom sig att vi faktiskt lyckades landa på fötterna finns det en risk att berättelsen får ett stort mått av rekonstruerad logik där sambanden ser tydligare ut och besluten verkar klokare än de uppfattades som då det hela begav sig. Det är därför upp till de som var med att, så gott det går, ge en bild av de resonemang, förningar och ibland snabba bedömningar som låg bakom besluten så att det också finns en berättelse som ger en inblick i den logik som faktiskt praktiserades. Om man, som i mitt fall, varit med om besvärliga förlopp tidigare börjar man ana att saker och ting kan gå över styr och det ger en gradvis stigande beredskap att agera.

Som Meyersson och Mikiver noterar i sin artikel var en av de viktigaste händelserna under finanskrisen, ur Riksbankens perspektiv, publiceringen av pressmeddelandet i oktober 2008 som i praktiken innebar att vi garanterade att förse banksystemet med all likviditet som krävdes för att det skulle fortsätta fungera. Ett sådant pressmeddelande kommer naturligtvis inte från ingenstans, utan det är resultatet av en process där insikten gradvis växer fram om att, ja, det här är något vi kanske måste göra. Jag ska inte redogöra för alla händelser som ledde fram till pressmeddelandet och alla beslut vi fattade med anledning av det – en bra sammanfattning finns i artikeln av Berg, Meyersson och Molin – men jag vill ändå ge några exempel på sådant som bidrog till att forma min bild av hur läget gradvis blev allt värre i slutet av 00-talet.¹ Jag tänkte också kort kommentera utvecklingen efter 2010 och avslutningsvis göra några reflektioner kring erfarenheterna och kring krishantering generellt.

2 Vägen mot ett pressmeddelande

2.1 Så var det dags igen

För det är ju så att finansiella kriser, både akuthantering och förebyggande insatser, på ett eller annat sätt har varit en stor del av mitt yrkesliv ända sedan jag kom gående i korridoren på finansdepartementet och fick ansvaret för det som populärt kallades för bankakuten under den svenska finanskrisen i början på 90-talet. Bankstödsnämnden, som var det officiella namnet, hade ansvaret för de stödåtgärder som staten då satte in för bankerna, ett ansvar som inkluderade att ta över och sälja av tillgångarna hos banker som fallerade. Finansmarknadsfrågor och finansiell stabilitet fortsatte sedan att vara i fokus för mig, först som vice riksbankschef och därefter som chef för avdelningen för monetära och finansiella system på Internationella valutafonden (IMF). Man kan ju därför tycka att det är ödets ironi att det är jag som kommer gående i en korridor som chef för Riksbanken då en ny finansiell kris bryter ut, inte ens två decennier efter att jag drogs in i hanteringen av den förra.

Samtidigt ska man inte dra för stora växlar på sådana sammanträffanden. Sverige är ett litet land och antalet personer med kunskaper om teknikaliteterna i det finansiella systemet och i bankverksamhet är begränsat av naturliga skäl. Det är därför inte konstigt att många av personerna med nyckelpositioner både bland myndigheter och i banker under den senaste finanskrisen också hade erfarenheter från den svenska 90-talskrisen och kände varandra sedan den tiden. Faktum är att det i många fall underlättade arbetet under den senaste finanskrisen betydligt eftersom det fanns något av ett gemensamt minne om hur det fungerade förra gången. Ofta fanns det därför en ganska snabbt framväxande konsensus om vilka beslut som behövde fattas och av vem. Det bidrog till att Sverige på ett lyckosamt sätt

¹ Se också Molin (2010) och Elmér m.fl. (2012) för mer detaljer om de stabilitetsskapande och penningpolitiska åtgärder som Riksbanken vidtog under krisen.

klarade sig igenom finanskrisen, trots att förutsättningarna för att lyckas var långt från goda med tanke på hur den institutionella strukturen och de juridiska ramarna såg ut.²

2.2 Sverige okej i utgångsläget, men med oroande brister i regelverket

Även om det finns en del likheter – inte bara då det gäller delar av persongalleriet – mellan den svenska 90-talskrisen och finanskrisen på 00-talet är en viktig skillnad att utgångsläget då var helt annorlunda.³ Ett enkelt sätt att uttrycka det på är att Sverige inte var okej under 90-talskrisen, medan resten av världen var det. Det, tillsammans med de reformer av det ekonomisk-politiska ramverket som vidtogs, var en av de grundläggande förklaringarna till att svensk ekonomi kom på fötter igen. Under 00-talets kris var däremot Sverige okej, medan resten av världen inte var det. Utgångsläget var på så vis betydligt bättre ur ett svenskt perspektiv på 00-talet, även om vi naturligtvis påverkades mycket av omvärldens problem. Medan 90-talskrisen kom att handla om insolvens i banksystemet här hemma så handlade 00-talets kris om insolvens i banksystemen i Baltikum, på Island, i Irland, Spanien, USA och många andra ställen utom Sverige. För vår del blev krisen i allt väsentligt en fråga om brist på likviditet i det finansiella systemet.

I vid mening var alltså det svenska utgångsläget relativt bra då finanskrisen startade. Men ett uppenbart problem var att vi saknade ett adekvat finansiellt regelverk, till exempel när det gällde hanteringen av finansiella institut med problem. Under 90-talskrisen hade det med blixstens hastighet skapats ett regelverk som bland annat inkluderade en allmän bankgaranti som skyddade bankernas fordringsägare och regler som gjorde det möjligt att hantera och rekonstruera krisande banker. Det regelverket hade solnedgångsklausuler som gjorde att lagarna bara gällde temporärt och de försvann i mitten på 90-talet. När det började bli problem i bankerna mot slutet av 00-talet fanns det därför inte mycket kvar att luta sig mot för att hantera problemen. Det som fanns var i princip den allmänna konkurslagstiftningen, som inte lämpar sig för hantering av banker, och ett system för insättningsgaranti från 1996, som i praktiken inte var funktionellt.⁴

Detta hade visat sig med all önskvärd tydlighet i hanteringen av Custodia, ett kreditmarknadsbolag som fick sitt tillstånd att bedriva finansieringsrörelse återkallat av Finansinspektionen i januari 2006.⁵ Genom att begära så kallad inhibition – vilket innebar att återkallelsen tillfälligt hävdades – och överklaga beslutet i domstol i två omgångar kunde Custodia fortsätta att bedriva sin verksamhet ett antal månader tills bolaget till slut försattes i konkurs i augusti samma år. I samband med Finansinspektionens beslut hade bolaget frusit utbetalningarna då man inte klarade av att hantera anstormningen av sparare och andra fordringsägare. Många inriktade sig därför på att få ersättning via den statliga insättningsgarantin, men regelverket för denna var sådant att handläggningen inte kunde starta förrän bolaget var försatt i konkurs. Det gjorde att de första utbetalningarna av garantiersättningar dröjde till oktober, det vill säga nio månader efter det att Finansinspektionens beslutat att återkalla bolagets tillstånd.

För min del var det en viktig bakgrund mot vilken senare händelser under finanskrisen rullades upp. Custodia-episoden, som alltså utspelade sig under 2006, fick naturligtvis en hel del uppmärksamhet medan den pågick. Men jag misstänker att vi inte var fler än en handfull personer i september 2007 som reflekterade över den episoden och vad den sa om Sveriges beredskap, samtidigt som tv-nyheterna visade bilder på långa köer av sparare som ville ta ut sina pengar från den brittiska banken Northern Rock. Det var uppenbart inte läge

2 Se Goodhart och Rochet (2011). Dessa brister var ett av skälen till Riksbankens framställning till riksdagen om en översyn av det finansiella regelverket, se Sveriges riksbank (2010).

3 Molin och Ingves (2008) går in närmare på likheterna mellan 90-talskrisen i Sverige och finanskrisen på 00-talet.

4 Ett lagförslag om en ny ordning för hantering av banker i kris hade lagts fram år 2000 av den så kallade Banklagskommittén, men kommitténs förslag hade inte följts upp med ny lagstiftning.

5 Detaljerna om fallet Custodia finns i Sveriges riksbank (2006).

för ett storskaligt test av den svenska insättningsgarantin givet det regelverk vi hade. Man ska komma ihåg att Custodia var ett relativt litet kreditbolag med cirka 1300 insättare. Det var illa nog att så många personers privatekonomi påverkades i nio månader. Om problem hade uppstått i ett större finansinstitut med hundratusentals sparare skulle sannolikt en fördröjning av ersättningen från insättningsgarantin på flera månader – eller kanske bara på någon vecka – ha skapat stor osäkerhet och stramat åt likviditeten på ett sätt som hade känts i hela ekonomin.

2.3 Insikten om allvaret växer fram

Från 2006 och framåt börjar sedan insikten om allvaret växa fram i takt med allt mer oroande signaler från omvärlden. Som Berg, Meyersson och Molin beskriver i sin artikel fortplantades oron på de finansiella marknaderna från USA vidare till Europa där finansieringsproblemen för bankerna började bli påtagliga. Under sommaren 2007 valde flera europeiska banker att avstå från att låna ut sina likviditetsöverskott på interbankmarknaden och placerade dem i stället hos centralbankerna, vilket gjorde att de kortaste interbankkräntorna sköt i höjden. I början av augusti stängde plötsligt den franska banken BNP Paribas tre av sina fonder på grund av, som man sa, den totala bristen på likviditet på marknaden. Dagen efter gjorde flera centralbanker en stor koordinerad insats för att på olika sätt öka likviditeten.

Riksbanken deltog inte i insatsen eftersom situationen vid den tidpunkten inte var lika bekymmersam för de svenska bankerna. Men vi följde naturligtvis noga vad som hände via vårt deltagande i kommittéer på Bank of International Settlements (BIS), vårt övriga internationella arbete och vårt internationella kontaktnät. Även om det just då inte gick att säga om, och i så fall hur, Sverige skulle påverkas så började man få en känsla av att något fundamentalt var fel och att problemen på finansmarknaderna nog var allvarligare än vad många kanske hoppades. Det var egentligen den känslan, snarare än något konkret problem som behövde åtgärdas, som gjorde att jag den hösten tog upp möjligheten att få till stånd ett så kallat swapavtal i euro med den europeiska centralbanken, ECB.⁶ Avtalet som Riksbanken och ECB sedan ingick var ett av få som ECB gjorde med andra centralbanker och inledningsvis hemlighölls det på ömse håll. Avtalet innebar att Riksbanken hade möjlighet att låna upp till 10 miljarder euro i utbyte mot svenska kronor. Det var bra att ha den möjligheten i ryggen när vi senare lånade ut euro till centralbankerna på Island och i Lettland då läget blev akut 2008.

Men, som sagt, på hösten 2007 fanns det inga akuta problem för de svenska bankerna. Det som dock började bli allt mer oroande var utvecklingen i de baltiska länderna där svenska banker dominerade kreditmarknaderna, och för ett par av bankerna var den totala utlåningen och resultaten allt mer beroende av verksamheten i Baltikum. En stark ekonomisk tillväxt, underblåst av en snabb kreditexpansion, hade bidragit till att överhettat de baltiska ekonomierna och skapa stora obalanser. Riskerna ökade för att en kommande konjunkturunedgång skulle bli kraftig, vilket också skulle kunna påverka svenska banker märkbart. Med facit i hand vet vi att den globala finanskrisen var den utlösande faktorn och att nedgången i de baltiska ekonomierna blev mycket snabb och kraftig. Den ekonomiska åtstramning som invånarna i länderna därefter levde under för att kunna vända på utvecklingen var omfattande.⁷

Om jag får vara uppriktig så tycker jag inte vi kan stänga böckerna helt när det gäller finanskrisen förrän vi tagit oss en allvarlig funderare på vilket ansvar Sverige och svenska banker hade för oredan i de baltiska ekonomierna under 00-talet. Naturligtvis faller det tyngsta ansvaret på länderna själva och den ekonomiska politiken som bland annat aktivt uppmuntrade bankerna att hålla den snabba kreditillväxten uppe. Men det var tydligt att

6 Ett swapavtal om valuta är en överenskommelse om att köpa, respektive sälja en valuta till dagens kurs för att sedan sälja, respektive köpa tillbaka samma valuta vid ett bestämt tillfälle i framtiden till en given kurs.

7 Mer om detaljerna kring utvecklingen i Baltikum, de svenska bankernas verksamhet och Riksbankens åtgärder finns också i Ingves (2010).

intresset för återhållsamhet var minimalt också från bankernas sida. Och när det till slut blev uppenbart för alla att utvecklingen var ohållbar, och det även skickades signaler till Sverige att man behövde hjälp med att få grepp om situationen, hände ändå inte mycket. Så Sverige bär ett ansvar för oredan och många har undgått kritik. Det saknades en vilja och ett mod att fatta beslut när allt drog iväg – inställningen ”hit men inte längre” lyste med sin frånvaro.

Riksbanken varnade relativt tidigt för utvecklingen i de baltiska länderna och riskerna kopplade till den starka kredittillväxten. Även om formuleringarna nog var alltför försiktiga i början beskriver artikeln av Johansson, Molin, Niemeyer och Nordh Berntsson hur tonen gradvis skärptes i våra stabilitetsrapporter, framför allt från 2006 och framåt, då riskerna med utvecklingen för de svenska bankerna klarnade allt mer. Att Riksbanken började publicera särskilda stabilitetsrapporter berodde för övrigt på erfarenheterna från den svenska 90-talskrisen. Vår tanke var att om Riksbanken öppet berättar om sin syn på stabilitetsläget, en inte helt okontroversiell idé då vi startade, så bidrar det förhoppningsvis till att problemen får uppmärksamhet i tid så att vi inte hamnar i samma situation igen. Konceptet fyllde onekligen en nödvändig funktion, vilket inte minst bevisas av att liknande rapporter numera ges ut av ett stort antal länder och organisationer. Men, som det visade sig under 00-talet, det räcker inte att påtala risker för att undvika kriser – det behövs också mer handfasta medel att ta till.

Samtidigt som utvecklingen i de baltiska länderna blev allt mer oroande så började även de isländska problemen att bli påtagliga. På våren 2008 var det uppenbart att Islands ekonomi i princip var på väg att falla ihop under tyngden av problemen för de isländska bankerna, vars balansomslutningar vuxit till en storlek som var flera gånger större än Islands bruttonationalprodukt (BNP). Landet behövde stöd för att värna både den makroekonomiska och den finansiella stabiliteten. Vi sände egna spanare till Island som återkom med rapporter om att läget inte var under kontroll. Det ledde till ett frenetiskt arbete på svenska myndigheter och jag minns att det traditionella värmötet på IMF blev helt annorlunda tillställning än normalt för min del. I stället för att springa på formella möten som planerat satt vi som representerade Sverige från finansdepartementet och Riksbanken på det nordisk-baltiska kontoret på IMF och grävde ned oss i detaljerna kring den isländska finanssektorn. För Riksbankens del ledde det sedan till att vi tillsammans med centralbankskollegorna i Norge och Danmark ingick ett swapavtal i euro med Islands centralbank i mitten på maj. I sak var transaktionen inklusive isländska åtaganden ett IMF-program utan IMF.

Men läget för Island blev som bekant värre och ett annat tydligt minne jag har är från ett frukostmöte om Island i samband med årsmötet på BIS under sommaren 2008 då en stor del av världens centralbankschefer samlades. Vid frukosten i en liten krets i källaren på Hilton var stämningen så dålig att ingen hade aptit att äta någonting. Känslan att Island i ekonomisk mening var på väg över ett stup var grundmurad.

2.4 Läget blir akut

Sedan kom hösten, Lehman Brothers gick i konkurs i september och krisen gick in i ett akut skede som också kändes på allvar här hemma. Svenska banker började få allt svårare att finansiera sig långsiktigt. Osäkerheten som Lehmans konkurs hade skapat gjorde att investerare och banker höll i sina pengar. Efterfrågan på säkra placeringar ökade kraftigt samtidigt som man gjorde sig av med mer riskfyllda värdepapper. Många ville hålla statspapper, få ville sälja och i Sverige var utbudet litet redan i utgångsläget eftersom det inte fanns något större lånebehov från statens sida. Riksgälden hade dock ett åtagande att till en fast ränta låna ut statskuldväxlar på förfrågan från de banker som fungerade som återförsäljare av statspapper. Ett par dagar efter Lehman-kraschen blev marknaden helt beroende av denna möjlighet och trycket efter statskuldväxlar var då så högt att Riksgälden valde att upphöra med arrangementet, vilket i praktiken innebar att man stängde statspappersmarknaden. Det var givetvis ingen lösning på problemet och det var mycket angeläget att snabbt få igång marknaden igen.

Jag råkade vara på besök på ECB när telefonen började ringa och jag fick sedan tillbringa ett par intensiva timmar bakom en pelare vid ingången till köket där det fanns ett ledigt uttag så att jag kunde hålla mobilen igång medan överläggningar pågick. Lösningen blev att Riksgälden via extra auktioner ökade utbudet av statskuldväxlar på marknaden. Pengarna de fick in lånades sedan ut till bankerna i så kallade omvända repotransaktioner med bostadsobligationer som säkerhet, vilket samtidigt bidrog till att förbättra läget på den obligationsmarknaden.⁸

Det var utmärkt att Riksgälden kunde lösa det hela på det sättet. Men rollfördelningen blev onekligen bakvänd eftersom Riksgälden i det läget i praktiken tog över Riksbankens roll som den institution som snabbt kan tillföra pengar till det finansiella systemet, det som på engelska brukar kallas "lender of last resort". Riksbanken hade dock inte allt på plats för att kunna tillföra likviditet till bankerna med så kort varsel. Förberedelserna för sådana operationer hade pågått under en tid och de var i princip färdiga – bara några veckor senare började Riksbanken låna ut dollar och kronor till bankerna. Men just den dagen, just då, hade vi inte möjligheten och det var naturligtvis en mycket allvarlig läxa för Riksbanken.

I slutet av september fick Riksbanken ett swapavtal i dollar med den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, och vi började sedan, som sagt, låna ut dollar för att underlätta bankernas upplåning. I början av oktober inrättade vi också en första lånefacilitet om 60 miljarder svenska kronor för att öka tillgången på krediter med längre löptider.

Faktiskt samma dag som Riksbanken annonserade den lånefaciliteten fick vi ytterligare ett tecken på att problemen på finansmarknaderna på allvar påverkade Sverige. För min del kom det tecknet i form av en lapp som plötsligt dök upp på mitt bord där det stod att Riksbankens RIX-system stod still. RIX är knutpunkten i den svenska finansiella infrastrukturen och det centrala system genom vilket stora betalningar mellan bankerna klareras. I normala fall är det en process som är avklarad klockan 17 varje dag, men misstro mellan bankerna hade gjort att det inte hade fungerat den dagen. I grunden handlade det om bristen på likviditet som alla banker brottades med i allt större utsträckning. För att RIX skulle kunna stänga för dagen krävdes att banksystemet som helhet kommit i balans. Ett steg i den processen är att banker med överskott av likviditet i slutet av dagen lånar ut till de med underskott. Men som situationen såg ut upplevde vissa av bankerna med överskott av likviditet att andra utnyttjade systemet för att skaffa sig finansiering. Och den 2 oktober kände en av bankerna ett behov av att statuera exempel och vägrade helt enkelt att låna ut.

Det här hade kanske inte varit en så stor sak om det inte varit för det faktum att hela det finansiella systemet samtidigt var i gungning. Att i det läget meddela omvärlden att det svenska betalningssystemet stod still på grund av att svenska banker inte lånade sinsemellan skulle ha varit förödande för förtroendet för den svenska finansmarknaden och svenska banker – *alla* svenska banker. Det var därför oerhört angeläget att det här löstes, och löstes på ett sätt som *inte* involverade någon särskild utlåning från Riksbanken. Nu slumpade det sig så att de flesta av bankernas vd:ar var på Riksbanken i ett annat ärende då det här inträffade och vi kunde ta upp problemet direkt med dem. Jag kan väl säga att tonläget på den diskussionen och de överläggningar som sedan följde under kvällen speglade allvaret i situationen, för att uttrycka det diplomatiskt. Men efter ett par timmar var problemet löst. Den sena stängningen av RIX satte igång rykten om att betalningssystemet hade havererat och dagen därpå fick Riksbanken gå ut och förklara att så inte var fallet, utan att det handlat om "oklarheter och missförstånd" mellan bankerna som nu var lösta.

Den här episoden var en föraning om vad som komma skulle. Krisen på de internationella finansmarknaderna drabbade svenska banker och andra finansiella aktörer i allt större utsträckning och marknaderna för långsiktiga krediter fungerade allt sämre. Den 6 oktober

⁸ En repotransaktion (från engelskans repurchase agreement) är ett återköpsavtal som liknar ett kortfristigt lån där en part förbinder sig att sälja ett värdepapper till en motpart idag och samtidigt förbinder sig att köpa tillbaka värdepapperet till ett bestämt pris vid en viss tidpunkt i framtiden. Den part som lånar ut värdepapperet betalar en ränta som utgörs av skillnaden mellan priset vid sälj- respektive köptillfället. För den part som lånar värdepapperet beskrivs transaktionen som "omvänd".

beslutade vi därför att höja beloppet i den första lånefaciliteten i kronor till 100 miljarder och att genomföra ytterligare en auktion på 100 miljarder en vecka senare. I samband med detta publicerade vi också det pressmeddelande som jag nämnde ovan, där Riksbanken gjorde utfästelsen att vi stod beredda att tillföra den likviditet som behövdes i det svenska finansiella systemet för att värna den finansiella stabiliteten och säkra finansmarknadernas funktionssätt (se Sveriges riksbank 2008). Att leda arbetet med och att ansvara för en sådan utfästelse känns både i huvudet och maggropen!

Som jag har beskrivit var det alltså en lång väg fram till det pressmeddelandet. Vi insåg inte plötsligt att ett sådant behövdes och skrev ihop det på fem minuter, utan insikten att Riksbanken behövde gå ut och garantera likviditeten på det här sättet växte fram gradvis. Men när vi skickade ut pressmeddelandet så var det ändå med viss bävan, för vi skulle ju också stå för det. Och det var uppenbart att det var en balansakt som Riksbanken gav sig in på. För även om vi naturligtvis kunde skapa obegränsat med kronor så var valutareserven egentligen för liten – hade det blivit en stor rusning efter dollar och andra valutor så hade pengarna inte räckt till. Så var det bara. Men det var en risk vi fick ta. Sedan var det bara att förlita sig på att vår kommunikationsförmåga och åtgärderna som vi, Riksgälden, regeringen och Finansinspektionen satte in var tillräckliga för att vända det hela.

I slutet av 2008 kom nya åtgärder nästan varje dag. Övriga artiklar i det här numret beskriver Riksbankens insatser mer i detalj, så jag ska inte gå in på dem närmare här. Men det kan vara värt att säga några ord om de särskilda likviditetsstöd som Riksbanken gav Kaupthing Bank Sverige och Carnegie Investment Bank.

I bakgrunden fanns erfarenheterna från Custodia, som jag var inne på tidigare, och givet hur läget såg ut i oktober 2008 riskerade en betalningsinställelse i någon av bankerna att påverka förtroendet för hela det svenska finansiella systemet. Samtidigt är det viktigt att poängtera att det aldrig är lätt att fatta den typen av beslut – det handlar om att, ofta under tidspress, fatta beslut om lån på väldigt stora belopp och det går inte att på förhand säga vad som är rätt eller fel. Detaljerna kring de tillgångar som används som säkerheter för lånen kan dessutom vara svåra att reda ut. När det till exempel gäller Kaupthing Bank Sverige fick vi tag i de sista goda säkerheterna just innan det isländska moderbolaget gick i konkurs. I slutänden visade det sig att vi inte förlorade några pengar på vare sig Kaupthing eller Carnegie. Sammanräknat innebar faktiskt stödåtgärderna under krisen i form av låneprogram och likviditetsstöd en vinst för Riksbanken på uppskattningsvis ett par miljarder. Men poängen är att man aldrig säkert kan veta att det blir så när beslutet om stöd ska fattas.

En sista sak om krishanteringen som kopplar tillbaka till det jag nämnde tidigare om Baltikum. Mot slutet av 2008 fick Lettland stora bekymmer då kapital började flöda ur landet i snabb takt. Läget var osäkert och på finansmarknaderna fanns det en växande oro för att svenska banker skulle drabbas av utvecklingen i de baltiska länderna. Åren innan hade Riksbanken inga andra åtgärder att ta till än att kommunicera de risker vi såg med utvecklingen. Nu fanns det en risk att en kris i Lettland kunde få följder för det svenska banksystemet och något behövde göras för att stabilisera läget. Riksbankens bedömning var att det var mer motiverat att stärka Lettland och de övriga baltiska länderna, och därmed bankernas dotterbolag och filialer där, än att vänta tills moderbolagen i Sverige fick problem. Så med kort varsel slöt Riksbanken tillsammans med Danmarks Nationalbank ett swapavtal med Lettlands centralbank som gav banken möjligheten att låna upp till 500 miljoner euro. Ett par månader senare gav Riksbanken också ett lånelöfte till Estlands centralbank om valutastöd.

Det främsta syftet med avtalet med Lettland var att stödja landets valutareserv tills det fanns ett IMF-program på plats – något det svenska finansdepartementet arbetade hårt för att få till stånd – och utbetalningar från IMF och EU kunde nå Lettland. Avtalet med Lettland och det senare med Estland, som dock aldrig utnyttjades, stöttade naturligtvis de baltiska länderna i den besvärliga situation som de befann sig i. Utan att gå in på några detaljer kan

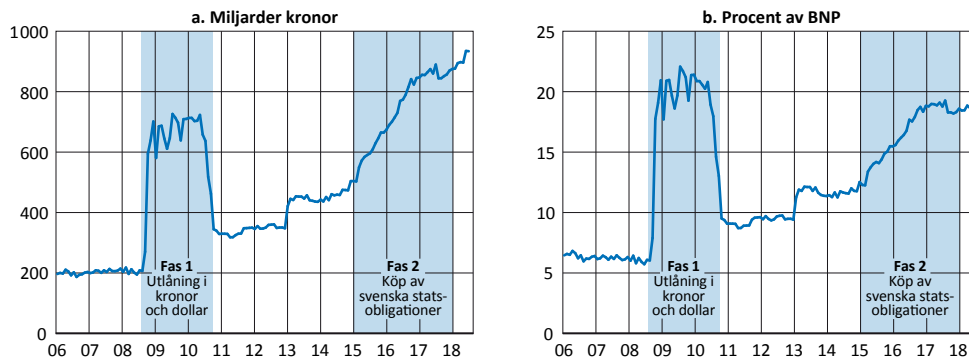
jag konstatera att diskussionerna med våra motparter var raka och hårdhänta. Samtidigt ska man inte hymla med att det ytterst handlade om att upprätthålla den finansiella stabiliteten på hemmaplan.

3 Från 700 miljarder till 700 miljarder – och ännu mer

Ett sätt att illustrera krishantering och den aktivitet som rådde 2008/09 är via mängden pressmeddelanden som Riksbanken publicerade. Mellan september och december 2008 skickade Riksbanken ut nära tre pressmeddelanden i veckan i genomsnitt, att jämföra med ett i veckan åren innan krisen. Och under 2009 publicerade vi sammanlagt 108 pressmeddelanden – fler än vad som publicerades 2006 och 2007 sammanlagt. Som Meyersson och Mikiver beskriver i sin artikel var den möda vi lade på att berätta om vad som pågick en viktig del i krishantering.

Ett annat sätt att illustrera hanteringen och de åtgärder som Riksbanken faktiskt vidtog är att se vad som hände med storleken på vår balansräkning (se Diagram 1). Omslutningen ökade dramatiskt till en nivå kring 700 miljarder kronor, motsvarande 20 procent av BNP, som ett resultat av utlåningen till bankerna. Då krisen passerat och Riksbankens stora program med lån till fast ränta avslutades mot slutet av 2010 minskade omslutningen lika snabbt som den ökat, även om den var något större än före 2008 eftersom Riksbanken förstärkte valutareserven under krisen.

Diagram 1. Omslutning på Riksbankens balansräkning



Källor: SCB och Sveriges riksbank

Under 2010 var känslan också att ekonomin var på väg tillbaka till det normala. Ungefär så brukar det vara efter sådana här krisförlopp. Bankernas tillgång till marknadsfinansiering hade förbättrats och i stabilitetsrapporten kunde Riksbanken konstatera att bankernas motståndskraft mot negativa händelser var god. Det fanns vissa frågetecken vad gällde återhämtningen i euroområdet, men svensk ekonomi hade börjat återhämta sig från den djupa nedgången 2009 och dessutom i snabbare takt än väntat. Våra och andras prognoser indikerade en konjunkturuppgång enligt vanligt mönster, om än från en ovanligt djup svacka. Men som bekant blev mönstret allt annat än vanligt.

Återhämtningen i Sverige och övriga världen bröts av ny oro på kreditmarknaderna under 2011, nu kopplad till statsfinansiella problem i flera europeiska länder. Den svenska konjunkturen vände nedåt och BNP föll igen 2012 samtidigt som inflationen sjönk. Ett beslut som Riksbanken fattade under 2012, och som senare skulle visa sig bli betydelsefullt, var att upprätta en värdepappersportfölj om 10 miljarder kronor. Storleksmässigt var det en blygsam portfölj, och att upprätta den var egentligen mest en försiktighetsåtgärd med tanke på erfarenheterna under krisen 2008 – en åtgärd som visade att Riksbanken hade lärt sig läxan. Tanken med portföljen var att se till att alla system, avtal, kunskaper och så vidare fanns

på plats om det skulle bli nödvändigt att antingen vidta åtgärder för att upprätthålla den finansiella stabiliteten eller se till att penningpolitiken fick den effekt som behövdes.

För att ge stöd åt ekonomin och få upp inflationen sänkte Riksbanken reporäntan under 2012 och 2013 och i början på 2014 blev signalerna om konjunkturutsikterna ljusare. Men inflationen, som varit oväntat låg, föll ännu mer. Den långa perioden med en inflation under målet började också märkas i de långsiktiga inflationsförväntningarna. Samtidigt lade ECB om sin penningpolitik i mer expansiv riktning och annonserade ett omfattande stödpaket med lån till företag och stödköp av obligationer. Det var ett välbehövligt stöd till euroområdet ekonomi, men för Riksbanken var risken att det samtidigt skulle bidra till att kronan stärktes mot euron. Därmed fanns risken att inflationen i Sverige skulle fortsätta att vara låg eller sjunka ännu längre under vårt mål. Riksbanken behövde därför fokusera på att få inflationen tillbaka till 2 procent och upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Det lyckades vi också med. Men det tog lång tid och krävde betydligt mer stöd från penningpolitiken än vi hade kunnat ana.

Det illustreras bland annat av att reporäntan fortfarande är negativ tre år efter det att Riksbanken sänkte den under noll i början på 2015. Men ännu mer slående är utvecklingen av vår balansräkning. I början av 2015 startade ECB sitt program med tillgångsköp i stor skala och i februari 2015 beslutade Riksbanken att, förutom att sänka reporäntan under noll, också köpa statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv – den tekniska möjligheten att göra det fanns som sagt på plats.

Så här i backspeglarna är det anmärkningsvärt hur omslutningen på balansräkningen gradvis växte till samma storlek som under krisan 2008/09 i takt med att programmet med obligationsköp utökades och redan i början av 2016 var balansräkningen tillbaka på en nivå kring 700 miljarder (se den vänstra panelen i Diagram 1). Efter det har omslutningen ökat ytterligare till cirka 900 miljarder, vilket innebär att den i dagsläget är ungefär lika stor som under krisen om man jämför med storleken på BNP (se den högra panelen i Diagram 1). Att det skulle bli på det här viset hade vi naturligtvis ingen aning om när Riksbanken fattade beslutet 2012 att skaffa en liten portfölj med statsobligationer så att vi hade ett verktyg i lådan om det skulle behövas. Men vi har helt enkelt fått laga efter läge.

Den här utvecklingen av Riksbankens balansräkning illustrerar också en poäng som Hansson, Nessén och Vredin gör i sin artikel, nämligen att man behöver fundera mer på hur penningpolitiken faktiskt bedrivs och sprider sig genom ekonomin via det finansiella systemet, det vill säga det man brukar kalla transmissionen av penningpolitiken. Om man håller fast vid en tankeram i vilken penningpolitik likställs med förändringar av styrräntan – ett rimligt antagande före krisen – blir det svårt att förstå vad som händer i en ekonomi där så kallade okonventionella åtgärder som obligationsköp spelar en viktig roll. Och som erfarenheterna också har visat behöver vi en djupare förståelse för hur olika penningpolitiska åtgärder via finansiella marknader påverkar räntorna som hushåll och företag faktiskt möter och hur och varför effekten på marknadsräntorna varierar.

Det är egentligen ingen dramatik i den reflektionen om man ser det hela i ett längre tidsperspektiv. Riksbanken, liksom andra centralbanker givetvis, kämpar ständigt med att förstå transmissionsmekanismen. Man hittar en tankeram som verkar fungera och så tenderar man att ta den för givet tills utvecklingen inte alls blir som man trodde och man får tänka om. Så söker man sig framåt. På det sättet finns det en tydlig parallell till hur själva styrsystemet för penningpolitiken också förändras över tiden.⁹

Ytterligare en poäng i artikeln av Hansson, Nessén och Vredin som det är viktigt att fundera mer kring, givet hur penningpolitiken har utvecklats efter krisen, är förhållandet mellan penningpolitiken och finanspolitiken och hur man får till stånd en lämplig kombination av de båda. Under den fasta växelkursen på 70- och 80-talet var det finanspolitiken som tog hand om stabiliseringspolitiken, vilken finansierades med en stor upplåning. Statsskulden

9 En bra beskrivning av hur räntestyrningssystemet i Sverige utvecklats över en längre tidsperiod finns i Sellin (2018).

sköt därför i höjden. Efter 90-talskrisen och övergången till rörlig växelkurs har inställningen i stället varit att penningpolitiken ska ta hand om den aktiva stabiliseringspolitiken. Det har varit lyckosamt på många sätt. Men eftersom tanken med penningpolitiken är att sänka ränteläget då ekonomin behöver stimuleras har det också bidragit till en skulduppbbyggnad, nu i privat sektor. Så vi behöver fundera på sätt att få till en bra balans, för blir skuldsättningen alltför hög – oavsett om det är i offentlig eller privat sektor – riskerar det att leda till bekymmer längre fram.

4 Att flyga i dimma med ett öga

Detta om utvecklingen under och efter finanskrisen. Vad ska man då ta med sig från de här dryga tio åren? Artiklarna som samlats i det här numret av Penning- och valutapolitik innehåller många lärdomar om krishantering och kloka slutsatser om vad erfarenheterna innebär för stabilitetsarbetet och för den penningpolitiska analysen framöver. Jag har några reflektioner som komplement till dessa.

Bra kommunikation är naturligtvis alltid viktigt, och det gäller särskilt under kriser. Vad det i praktiken handlar om är att förmedla berättelser om framtiden som verkar rimliga. Om berättelsen är någorlunda övertygande får man med sig de flesta människor ombord, även om de av naturliga skäl inte har full insikt om alla detaljer och teknikaliteter i de åtgärder som genomförs. Det fungerar dock aldrig att säga "det finns ingen anledning till oro" för då försvinner alla ned i livbåtarna direkt. Om det inte finns något mer substantiellt att kommunicera så kan man alltid prata om processen – vad kommer att ske härnäst, vad ska man göra framöver och när. Min erfarenhet är att det fungerar bra och bidrar till att minska den generella oron och osäkerheten. Det fungerar däremot inte alls om man sedan inte gör som man har sagt. Att faktiskt leverera det man lovat är viktigt.

En lärdom från krisen som jag redan har tagit upp är vikten av att vara förberedd och ha saker på plats. Om man ser tillbaka på vad som hänt, och jämför med vad vi förväntade oss om framtiden 2006, är det uppenbart att i princip ingenting blev som vi trodde. Riksbanken har gjort väldigt mycket annat än vad vi föreställde oss att vi skulle göra, vilket beror på att vi har behövt laga efter läge givet det uppdrag vi har. En viktig lärdom är därför att se till att man tekniskt, juridiskt och kunskapsmässigt kan genomföra de olika åtgärder som man föreställer sig att en centralbank eventuellt kan behöva vidta. Om man sedan verkligen kommer att sätta in åtgärderna eller inte är en annan sak och för vissa generationer kommer förberedelserna aldrig till någon praktisk användning. Men om man inte har infrastrukturen på plats kan det bli bekymmersamt för andra generationer som behöver gräva djupare i verktygslådan.

Det innebär också att det är viktigt att träna. Krisövningar är särskilt viktiga, eftersom det är ett sätt att få till stånd en antydning till rätt stämningläge. Övningar kan annars lätt bli för teoretiska och även om fallstudier är nyttiga ligger det i sakens natur att de fall man studerar är sådana som är framgångsrika. Få har träning i hur man gör när allt är elände i utgångsläget.

Som jag har försökt visa är det också viktigt att förstå att det inte finns några garantier för att de beslut man fattar är de rätta. Att ta sig igenom kriser som den 2008/09 är som att flyga i dimma med ett öga. Om man exakt visste var man var och vad som försiggick runt omkring skulle det inte finnas något problem och krisen skulle vara löst. Så det handlar i princip om att hantera det okända. Och när man gör det blir saker och ting sällan som man har föreställt sig. Krishantering blir därför en sekvens av händelser där man gör så gott man kan. Om världen ändrar sig gör man något annat eller justerar tills det hela verkar lösa sig. Men ändrar man sig inte under resan blir det problem. Den stora osäkerheten får heller inte bli en ursäkt för att inte fatta beslut, för sådana måste fattas och inte sällan med kort varsel. Det innebär också att det långdragna grupparbete som ofta präglar arbetet på institutioner som

Riksbanken behöver läggas åt sidan i kriser. Diskussionen måste ha ett slut och någon måste leda.

Vad som är svårt att fånga då man övar krishantering är den uthållighet som ledarskap till stor del handlar om i sådana situationer – att orka leda. Om man inte orkar måste man kliva åt sidan. Det går inte heller att ha en konstant dialog med sig själv om huruvida man orkar eller inte, för då blir beslutsfattandet lidande.

Det handlar egentligen om två saker. För det första måste man själv göra så gott man kan för att hålla måttet. Om man är högt upp i hierarkin behöver man orka mer så att man kan stå där när alla andra är trötta. Därför är det viktigt att delegera och se till att man själv kan vila då andra är igång – om *ingen* sover blir slutresultatet garanterat dåligt. För det andra klarar inte alla stress. Människor reagerar väldigt olika och det är omöjligt att veta på förhand hur medarbetare hanterar pressade situationer där till exempel ett beslut om stöd behöver fattas omgående och utan fullständig information. Då man står mitt i oredan finns det tyvärr ingen tid för coachning, utan man får ta coachningen då allt är över.

Slutligen, efter episoder som finanskrisen och det långa efterspelet till den kan inställningen lätt bli att det som hänt var så osannolikt att sannolikheten att det ska hända igen är – för att citera Tage Danielssons monolog om Harrisburgolyckan – så oerhört löjligt jätteliten att man nästan säkert kan säga att det inte kan hända igen. Och så räknar man med att allting återgår till det gamla, för det är tungt att ändra på saker och ting.

Men även om det aldrig går att säga *när* nästa kris kommer kan man vara säker på *att* den kommer. Så vad kan vi göra på ett övergripande plan för att förbereda oss? En lärdom som är uppenbar från både den globala finanskrisen och vår egen kris på 90-talet är att se till att inte skapa onödigt stora hemmagjorda obalanser, givet den stora öppenheten i den svenska ekonomin och våra bankers stora beroende av utlandsfinansiering. Det är därför det är så angeläget att få ordning på svensk bostadsmarknad. Om vi inte har kontroll på den och låter priserna stiga allt högre och låter hushållens skulder stiga allt mer är risken stor att allt går åt andra hållet med en väldig fart förr eller senare, och då far både makroekonomin och många enskilda människor väldigt illa. Samtidigt får vi inte heller låta det nominella ankarat i ekonomin släppa. För historien har också lärt oss att om man lägger oreda när det gäller inflationen till andra problem så riskerar situationen att bli mycket värre.

Låt mig avslutningsvis notera att jag här på några få sidor har försökt fånga ett långt och ekonomiskt tidvis farligt händelseförlopp. Med facit i hand har Sverige klarat sig väl. Jag menar att Riksbanken har bidragit till det resultatet. Att landa på fötterna under sådana omständigheter gör man inte utan många ytterst lojala medarbetares kunskap, uthållighet, sinnesnärvaro och förståelse för situationens allvar när deras insatser krävdes som mest. Detsamma gäller mina kollegor i direktionen som insåg när det var dags att gå till beslut.

Referenser

- Berg, Claes, Pernilla Meyersson och Johan Molin (2018), "Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 18–33, Sveriges riksbank.
- Elmér, Heidi, Gabriela Guibourg, David Kjellberg och Marianne Nessén (2012), "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 1–23, Sveriges riksbank.
- Goodhart, Charles och Jean-Charles Rochet (2011), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010", Rapporter från riksdagen 2010/11:RFR5, Finansutskottet.
- Hansson, Jesper, Marianne Nessén och Anders Vredin (2018), "Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 66–85, Sveriges riksbank.
- Ingves, Stefan (2010), "Krisen i Baltikum – Riksbankens åtgärder, bedömningar och lärdomar", tal i finansutskottet den 2 februari, Sveriges riksbank.
- Johansson, Martin W, Johan Molin, Jonas Niemeyer och Christina Nordh Berntsson (2018), "Riksbankens arbete med finansiell stabilitet före, under och efter den globala finanskrisen", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 46–65, Sveriges riksbank.
- Meyersson, Pernilla och Ann-Leena Mikiver (2018), "Riksbankens kommunikation före, under och efter den finansiella krisen", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 34–45, Sveriges riksbank.
- Molin, Johan (2010), "Hur har Riksbanken hanterat den finansiella krisen?", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 121–145, Sveriges riksbank.
- Molin, Johan och Stefan Ingves (2008), "Can the authorities manage crises in the financial system?", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 5–22, Sveriges riksbank.
- Sellin, Peter (2018), "Riksbankens räntestyrningssystem 1885–2018", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 48–79, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank (2006), "Kan svenska myndigheter hantera probleminstitut?", fördjupning i *Finansiell Stabilitet*, nr 2.
- Sveriges riksbank (2008), "Ökade lån och längre löptid", pressmeddelande 2008-10-06.
- Sveriges riksbank (2010), "Framställning om vissa utredningsbehov med anledning av finanskrisen", Framställning till riksdagen 2009/10:RB4.

Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017

Claes Berg, Pernilla Meyersson och Johan Molin*

Claes Berg var tidigare senior rådgivare till Riksbankschefen, Pernilla Meyersson är vice stabschef och Johan Molin tjänstgör som senior financial sector expert vid Internationella valutafonden i Washington (för närvarande tjänstledig från Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet).

Det är i år tio år sedan den globala finanskrisen bröt ut. Den här artikeln beskriver den ekonomiska utvecklingen globalt och i Sverige från och med åren närmast före krisens utbrott fram till 2017 och hur krisen på olika sätt präglat utvecklingen under den perioden. Tillsammans med globaliseringen och den tekniska utvecklingen bidrog finanskrisen bland annat till att en rad genomgripande förändringar gjordes på de ekonomiska, finansiella och politiska områdena, både här hemma och i resten av världen. Inte minst gav den upphov till en rad existentiella frågor, där bland annat centralbankernas legitimitet och uppgifter kom att diskuteras på bred front. De dramatiska åren visade också hur de finansiella marknaderna blivit globala och gränsöverskridande i mycket större omfattning än tidigare. Reglering, tillsyn, analys och inte minst samarbetet på global och mellanstatlig nivå behövde stärkas väsentligt.

1 Upprinnelsen till krisen

Efter flera år av stark utveckling började den amerikanska bostadsmarknaden dämpas under 2006. Man kunde se de första tecknen på en annalkande finanskris när premierna på kreditderivat knutna till bolån i USA började stiga. Problemen för låntagare på den amerikanska bolånemarknaden med låg kreditvärdighet var kända sedan tidigare, men nu började de även sprida sig till långivarna och deras finansiärer.

Många amerikanska hushåll med alltför svag ekonomi hade under lång tid frestats att låna till husköp. Bankerna hade ställt låga krav på låntagarnas kreditvärdighet och lockade med inledningsvis amorteringsfria lån till låga räntor. Det gjorde att mängden utställda lån av låg kreditkvalitet – så kallade subprimelån – kom att växa snabbt. Till stor del grundade det sig på att banker och investerare trott sig ha funnit en mirakelmaskin i form av värdepapperiserade bostadslån, så kallade mortgage backed securities (MBS). Bankerna hade nämligen utvecklat en teknik för att bunta ihop subprimelånen med andra lån, ombilda de sammanslagna lånen till värdepapper och sälja dem vidare på andrahandsmarknaden. Genom diversifieringseffekten tycktes riskerna med att placera i MBS:er vara hanterliga för investerarna.¹ Och bankerna ansåg sig ha blivit av med riskerna med subprimelånen i och med att de sålde värdepappren vidare.

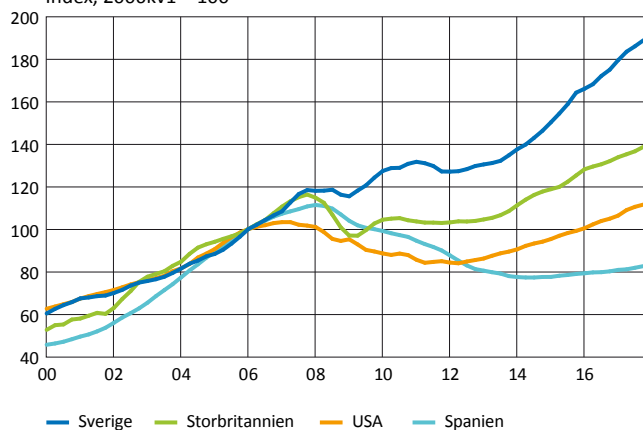
* Vi vill tacka Kerstin af Jochnick, Martin W. Johansson, Jesper Lindé, Marianne Nessén och Anders Vredin för värdefulla synpunkter. De åsikter som uttrycks i denna artikel är författarnas egna och ska inte nödvändigtvis uppfattas som Riksbankens ståndpunkter.

¹ Diversifieringseffekten byggde bland annat på (det tyvärr felaktiga) antagandet att en generell nedgång i huspriserna över hela USA var osannolik. Därmed kunde risken i ett värdepapper som kombinerade huslån med bred geografisk spridning tänkas vara mycket lägre än risken för en samling huslån från en given geografisk region.

Att riskerna var grovt underskattade skulle senare bli uppenbart. Men varför blev det så? Det finns flera förklaringar. För det första gjorde värdepapprens komplicerade konstruktion riskerna svåra att genomskåda för investerare och ratingföretag. För det andra gjorde explicita och implicita garantier som bankerna ställt att riskerna snabbt kunde leta sig tillbaka till deras balansräkningar. Men så länge huspriserna fortsatte att öka i snabb takt bidrog tillfälligt gynnsamma finansieringsvillkor till att dölja de risker som byggdes upp.

När prisuppgången på hus dämpades och huspriserna sedan började falla under 2006 fick husägare med låg kreditvärdighet problem först (se diagram 1). Problemen späckades på av att bankernas låga räntor på bolån justerades upp samtidigt som penningpolitiken stramades åt och marknadsräntorna steg. Långivarna började dessutom skärpa kraven för kreditprövning. Allt detta bidrog till att allt fler låntagare fick betalningsproblem på sina bolån.

Diagram 1. Husprisinivå USA, Storbritannien, Spanien och Sverige
Index, 2006kv1 = 100



Källa: Federal Reserve Bank of Dallas

Under 2007 började låntagarnas problem sprida sig till långivarna. Flera aktörer drabbades. Först handlade det om de banker och finansbolag som hade lånat ut pengar. Dessa kreditgivare behöll endast en viss del av lånen i sin egen balansräkning, resten distribuerade de vidare till andra aktörer som pensionsfonder och försäkringsbolag. I slutändan drabbades därför även dessa aktörer av de kreditförluster som uppstod på bolånemarknaden.

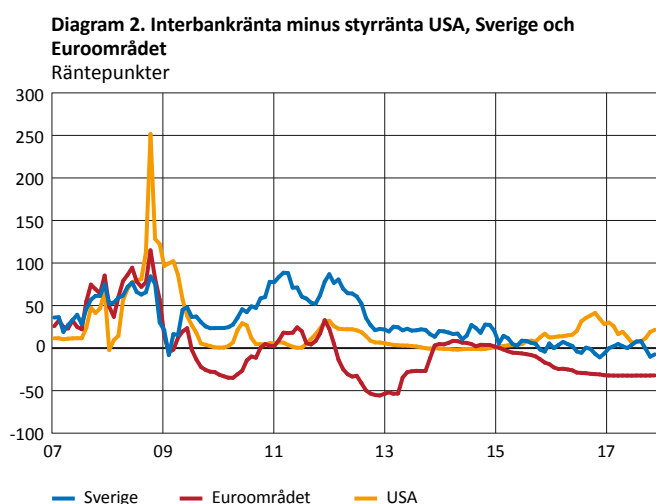
Oron över ökade kreditförluster innebar att ratinginstituten började se över alla obligationer och nedgraderade dem vars kreditvärdighet försämrats. De stigande kreditförlusterna spred sig genom hela kedjan från låntagare via mäklare till långivare och innehavare av bostadsobligationer.

Till detta kom att många banker hade skapat särskilda investeringsenheter ("special investment vehicles" och "conduits") som köpt andra bankers strukturerade kreditprodukter med bostadslån som underliggande tillgångar.² Men trots att bankerna hade skapat dessa investeringsenheter utanför den egna balansräkningen, var det svårt för bankerna att inte ta ansvar för dem när de fick problem. Det berodde dels på formella kreditlinor som bankerna ställt ut, dels på att bankerna var rädda för hur andra delar av bankverksamheten kunde drabbas om man fick ett dåligt rykte för att inte ta ansvar för sina aktiviteter utanför balansräkningen.

² Collateralized Debt Obligations (CDO) är exempel på en strukturerad kreditprodukt som fick stor betydelse för finanskrisen. En CDO utgör en sammanslagning av bostadslån med olika kreditvärdighet i en obligation. Kreditvärdigheten i det sammanslagna instrumenten sattes högre än vad som motiverades av summan av delarna, vilket underlättade att de såldes vidare innan krisen bröt ut.

När bankernas särskilda investeringsenheter fick problem steg interbankräntorna (de räntor som bankerna betalar för lån från andra banker) kraftigt, och bankerna fick stora likviditetsproblem. Det blev med andra ord dyrt och svårt för bankerna att låna pengar för att finansiera sin verksamhet.

En period av extrema påfrestningar för bankerna inleddes. Många finansinstitut i USA drabbades av betydande svårigheter, och vissa fick stöd av regeringen och centralbanken Federal Reserve. När investmentbanken Bear Stearns höll på att kollapsa i mars 2008 fick den ett nödlån av Federal Reserve. Trots det kunde Bear Stearns inte räddas, utan togs över av en annan investmentbank, JP Morgan Chase. De två stora instituten som finansierat bostadsköp i USA, Fannie Mae och Freddie Mac, togs över av staten i september 2008. När det stod klart att USA:s fjärde största investmentbank, Lehman Brothers, inte skulle räddas genom statliga insatser utlöstes en period av extrema prissvängningar på finansmarknaden.³ Lehman Brothers hade motparter över hela världen, och när man den 15 september 2008 ansökte om konkurs steg interbankräntorna dramatiskt, vilket går att se i diagram 2. Många banker världen över fick då svårt att finansiera sig.



Anm. Skillnad mellan 3 månaders interbankränta och Federal Funds Target Rate (Federal Reserve), Main refinancing operations rate (ECB) och reporäntan (Riksbanken).

Källor: Thomson Reuters, ECB och Riksbanken

Störningarna på de finansiella marknaderna fortplantades snabbt mellan olika länder. Riskpremierna på räntor på bankernas lån sinsemellan steg över lag på interbankmarknaderna runt om i världen. När de amerikanska penningmarknadsfonderna drabbades av uttagsanstormningar i september 2008, det vill säga då väldigt många samtidigt försökte få tillbaka sina pengar, reducerade de sin dollarutlåning till banker i Europa (se Gunnarsdottir och Strömqvist 2010).

Till följd av bland annat motpartsexponeringar – och bristen på transparens om dessa – fick flera europeiska banker finansieringsproblem under åren 2007–2009. I bakgrunden fanns de finansiella obalanser som byggts upp under flera år med överhettade bostadsmarknader i bland annat Storbritannien, Spanien och Irland, vilket bidrog till allvarliga bankkriser där. På Island kollapsade alla de tre kommersiella bankerna och togs över av staten. Även Belgien, Danmark, Luxemburg, Nederländerna, Tyskland och Österrike drabbades av problem i banksektorn. De svenska bankerna påverkades i hög grad av krisen i de baltiska länderna, som vi kommer beskriva i nästa avsnitt. Den europeiska skuldskrisen beskrivs i ett avsnitt 5.

³ Frågan om det var rätt att stötta vissa finansinstitut eller inte och om staten borde ha räddat Lehman Brothers diskuteras fortfarande. För en analys av dessa frågor, se till exempel Blinder (2013).

2 De svenska bankerna och de baltiska länderna

Efter 1990-talets svenska bankkris började den konsoliderade och omstrukturerade svenska banksektorn att expandera ganska aggressivt, främst i de nordiska och baltiska grannländerna. Inte minst i de baltiska länderna byggde svenska banker snabbt upp en dominerande marknadsposition. 2004 hade svenska banker omkring 90 procent av marknaden i Estland, 50 procent av marknaden i Lettland och 60 procent av marknaden i Litauen.

I de baltiska länderna eldades kreditexpansionen på av den uppdämda efterfrågan på krediter och den snabba ekonomiska tillväxten i övergången från socialistiska sovjetrepubliker till liberala marknadsekonomier. I mitten av 2000-talet låg den årliga kredittillväxten i de baltiska länderna på cirka 40–50 procent i företagssektorn och cirka 60–85 procent bland de baltiska hushållen (se Sveriges riksbank 2006).

För de svenska bankerna, framför allt Swedbank och SEB, kom verksamheterna i de baltiska länderna att utgöra ett allt viktigare bidrag till deras vinster under 2000-talets första decennium, med högre marginaler än investeringar på den svenska marknaden.

Men när oron steg på finansmarknaderna 2007–2008 stramades krediterna åt i de överhettade baltiska ekonomierna. Fastighetspriserna föll, konsumtion och investeringar rasade och det uppstod ett närmast totalstopp i produktionen i de baltiska länderna. Kreditförlusterna ökade i oroväckande takt.

När Lehman Brothers gick i konkurs i september 2008 kom 16 procent av Swedbanks utlåning och 27 procent av bankens rörelseresultat från dess baltiska verksamhet. Motsvarande siffror för SEB var 12 respektive 20 procent. För Nordea, som var en större bank som också bedrev verksamhet i Baltikum, var de relativa andelarna mindre: 3 respektive 2 procent av bankens totala utlåning respektive rörelseresultat.

Estland och Litauen hade några år tidigare knutit sina valutor till euron via sedelfonder och den lettiska valutan var dessutom knuten till euron med ett fastkursarrangemang. Många av bankernas låntagare hade lånat i utländsk valuta, vilket gjorde dem sårbara för försämringar i valutakursen. Riskerna var överhängande för devalvering i de baltiska länderna, något som skulle försämra situationen ytterligare för de svenska bankerna med exponeringar i dessa länder. Det blev allt mer uppenbart att problemen i de baltiska länderna kunde slå tillbaka med kraft in i det svenska banksystemet.

De baltiska länderna kunde inte få tillräckligt med finansiering från internationella investerare och kunde inte låna euro från Europeiska centralbanken (ECB). Det gjorde situationen bekymmersam för dem och därmed även för svenska banker. Särskilt Lettland hade problem på grund av en krasch i landets största inhemska ägda bank, Parex Bank. Lösningen blev att länderna fick ett låneprogram från Internationella valutafonden (IMF) och EU. Innan det var på plats bistod dock Riksbanken tillsammans med Danmarks Nationalbank i december 2008 med en bryggkredit i form av ett avtal som innebar att Lettlands centralbank, Latvijas Banka, tillfälligt kunde låna 500 miljoner euro i utbyte mot lettiska lats (se Sveriges riksbank 2008).

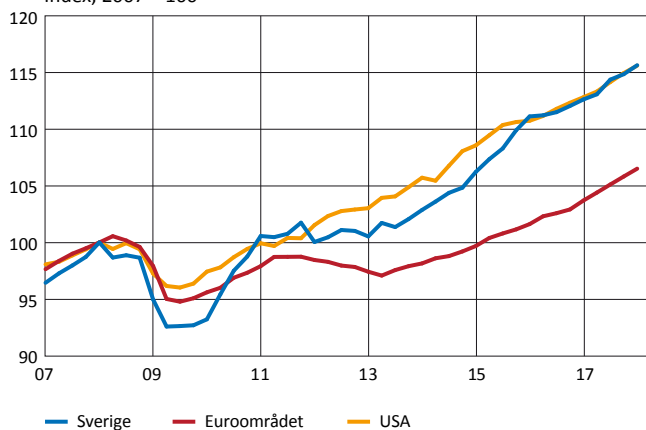
Riksbanken ingick senare i förebyggande syfte också ett liknande tillfälligt låneavtal med Estlands centralbank, Eesti Pank (se Sveriges riksbank 2009a). Avtalet gav Eesti Pank möjlighet att låna upp till 10 miljarder svenska kronor mot estniska kroon för att förstärka Estlands beredskap att tillhandahålla likviditetsstöd i inhemska valuta om så skulle behövas. Problemen i Estland var dock inte till närmelsevis lika stora som i Lettland, och krediten behövde aldrig utnyttjas.

I slutändan behövde varken Estland, Lettland eller Litauen devalvera sina valutor. Istället för att förändra sin växelkurspolitik lyckades dessa länder genomföra vad som ibland kallas ”intern devalvering”, det vill säga man sänkte löner och offentliga utgifter för att få ner kostnadsnivåerna. På så sätt kunde de återställa sin internationella konkurrenskraft och relativt snabbt omvandla sina stora underskott i betalningsbalansen till överskott när tillväxten i omvärlden steg efter krisen.

3 Den djupaste lågkonjunkturen under efterkrigstiden

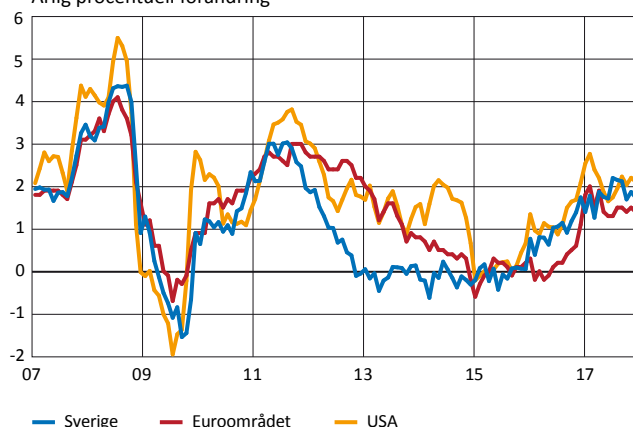
Följden av den globala finanskrisen blev en mycket djup internationell konjunkturedgång som intensifierades på ett dramatiskt sätt efter Lehman Brothers konkurs på hösten 2008. Även många tillväxtländer drabbades när världshandeln kollapsade. Under 2009 fördjupades den globala lågkonjunkturen och krisen slog till på allvar i Sverige där bruttonationalprodukten (BNP) föll med 5 procent under det året (se diagram 3). Det var den största nedgången sedan 1931 då BNP föll med 7 procent. Sverige drabbades så hårt av krisen på grund av sitt stora exportberoende, de svenska bankernas omfattande och riskfyllda verksamhet i de baltiska länderna och att hushåll och företag avvaktade med att konsumera varaktiga varor och investera tills den finansiella oron hade dämpats. I diagram 4 kan man se att inflationen föll kraftigt och blev negativ under en period i bland annat USA, Sverige och euroområdet.

Diagram 3. BNP-nivå USA, Sverige och Euroområdet
Index, 2007 = 100



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

Diagram 4. KPI-inflation USA, Sverige och Euroområdet
Årlig procentuell förändring



Anm. För Euroområdet avses HIKP, för USA och Sverige KPI.
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och SCB

Världen över ökade kraven på centralbankerna att försörja ekonomin med likviditet. Centralbankerna sänkte också kraftigt och koordinerat styrräntorna under hösten 2008. Under den finansiella krisen vidtog många centralbanker även så kallade okonventionella (eller kompletterande) penningpolitiska åtgärder som innebar att de till exempel gav lån på längre löptider, gav lån i utländsk valuta, godkände fler värdepapper som säkerhet för lån och

utökade kretsen av penningpolitiska motparter. Efter att centralbankerna gemensamt sänkt styrräntorna globalt fortsatte Riksbanken i rask takt att sänka reporäntan, med ytterligare 0,5 procentenheter i slutet av oktober och med hela 1,75 procentenheter i december 2008. Sammantaget hade alltså den svenska reporäntan sänkts med 2,75 procentenheter under ett par månader och inom loppet av ett drygt halvår hade den sänkts ytterligare, då med totalt 4,5 procentenheter.

Inom EU ingick finansministrarna och centralbankscheferna en överenskommelse om hur berörda myndigheter ska samarbeta över gränserna vid finansiella kriser. EU-länderna beslutade också att harmonisera reglerna för insättarskydd, och införde en harmoniserad nivå för alla privatpersoners och företags insättning per bank på 100 000 euro.

I krisens inledning var de fyra svenska storbankerna kapitalstarka. De hade låga kreditförluster och deras låntagare ansågs ha god betalningsförmåga. De var heller inte nämnvärt exponerade mot de strukturerade kreditprodukter som var roten till krisen. Det gjorde att den svenska interbankmarknaden till en början fungerade relativt väl, utan behov av likviditetsstödjande åtgärder av det slag ECB hade infört under sommaren 2007. Men vid Lehman Brothers konkurs i september 2008 drabbades även de svenska bankerna av den världsomfattande bristen på likviditet. Det blev svårare och dyrare för dem att finansiera sig. Dessutom tornade problemen i de baltiska länderna upp sig som orosmoln i horisonten. Det blev uppenbart att extraordinära åtgärder var nödvändiga för att upprätthålla den svenska finansiella stabiliteten.

Förutom Riksbanken var även andra myndigheter med och bekämpade krisen. Riksgälden ökade stocken av statsskuldsväxlar för att möta efterfrågan av säkra tillgångar på marknaden. De pengar som kom in i dessa emissioner lånade Riksgälden sedan ut till bankerna mot säkerhet i bostadspapper. På så sätt underlättade Riksgälden för bankerna att finansiera sin utlåning till allmänheten under början av krisen. Riksgälden fungerade då som en finansiell intermediär.

Regeringen ingrep också genom att i november presentera ett garantiprogram för att stödja bankernas och bostadsinstitutens medelfristiga finansiering. När oron steg för att problemen i de baltiska länderna skulle kunna leda till stora kreditförluster inrättade regeringen också en stabilitetsfond för att hantera eventuella framtida solvensproblem i svenska institut. Svenska staten deltog också i en nyemission av aktier i Nordea för att öka bankens kapitalstyrka.

Riksbanken, Riksgälden och regeringen genomförde alltså olika åtgärder för att underlätta bankernas finansiering och därmed deras möjligheter att klara sin kreditförsörjning. På internationell nivå erbjöd som vi nämnt tidigare Riksbanken Lettlands centralbank lån i euro, men även Islands centralbank mot säkerhet i den inhemska valutan. Stödet ingick i en rad åtgärder från centralbanker och IMF för att minska risken för att den lokala finansiella krisen i de två länderna skulle sprida sig till deras närområde, bland annat Sverige.⁴

Krisen tydliggjorde hur viktigt det är att svenska myndigheter samarbetar på det här sättet. Enligt Riksbanken fungerade det här samarbetet väl och bidrog till att kraftfulla insatser kunde genomföras för att minska de samhällsekonomiska kostnaderna av krisen (se Sveriges riksbank 2008b).

Krisen tydliggjorde också behovet av att myndigheter i olika länder samordnade internationella insatser. Flera centralbanker, däribland Riksbanken, fick tillfälliga dollarlån av Federal Reserve för att kunna tillhandahålla amerikanska dollar till sina respektive finansiella marknader. Riksbanken ingick även ett avtal med ECB med motsvarande syfte för att kunna låna euro. Det tillfälliga låneavtalet med Federal Reserve förlängdes vid två tillfällen och valutareserven utökades genom upplåning via Riksgälden för att förbättra beredskapen att värna den finansiella stabiliteten.

4 Se vidare "Åtgärder vidtagna av Riksbanken och andra svenska myndigheter under den finansiella krisen 2008" i Riksbankens årsredovisning 2008 (Sveriges riksbank 2009).

Den finansiella krisen ger exempel på att gränserna mellan Riksbankens olika verksamheter, främst penningpolitik och finansiell stabilitet, inte är så skarp. Finansiell stabilitet är avgörande för att betalningar ska kunna genomföras säkert och effektivt och för att kredit- och likviditetsförsörjningen i ett samhälle ska fungera. Dessutom är det helt centralt för att penningpolitiken ska fungera och leverera stabila priser. Finansiell stabilitet är med detta synsätt en förutsättning för att kunna bedriva en väl fungerande penningpolitik.

4 Riksbankens ”okonventionella” åtgärder

Riksbanken lånade som mest ut belopp motsvarande drygt 9 procent av BNP till de svenska bankerna. De stora sänkningarna av reporäntan innebar att reporäntans nivå närmade sig noll, vilket vid den här tidpunkten begränsade Riksbankens möjligheter att använda sig av ytterligare räntesänkningar om man behövde för att stimulera ekonomin. Men ytterligare penningpolitiska stimulanser behövdes eftersom BNP fortsatte att falla kraftigt under början av 2009.

Riksbanken vidtog därför okonventionella (kompletterande) penningpolitiska åtgärder. För det första erbjöd Riksbanken sina motparter lån i kronor på längre löptider och lån i amerikanska dollar, för det andra godkände man fler värdepapper som säkerheter, bland annat utlåning mot säkerhet i företagscertifikat för att underlätta företagets finansiering, och för det tredje utökade Riksbanken sin krets av motparter (se Sveriges riksbank 2009b och Sveriges riksbank 2009c). De första lånen betalades ut i oktober 2008, därefter erbjöds lån regelbundet ända fram till oktober 2010.

Lånen i amerikanska dollar lånade Riksbanken ut till svenska banker dels med hjälp av medel ur valutareserven, dels via den tillfälliga lånefaciliteten som den amerikanska centralbanken Federal Reserve hade erbjudit Riksbanken och andra centralbanker (se Elmér m.fl. 2012).

I juli 2009 annonserade Riksbanken att man tänkte låta räntan ligga kvar på den låga nivån 0,25 procent i över ett år. Samtidigt beslutade Riksbanken om lån till fast ränta. Bankerna erbjöds 100 miljarder kronor i lån med fast och låg ränta med cirka 12 månaders löptid, de så kallade fasträntelånen. Den penningpolitiska verktygslådan behövde kompletteras med sådana här okonventionella åtgärder i ett läge då reporäntan närmade sig sin nedre gräns men det fortfarande behövdes penningpolitisk stimulans. Totalt erbjöd Riksbanken tre stycken fasträntelån med cirka ett års löptid på 100 miljarder kronor vardera vid de penningpolitiska mötena i juli, september och oktober 2009. Riksbanken gav också under 2008 nödkrediter till två enskilda banker, Kaupthing Bank och Carnegie.

5 Kort återhämtning – skuldskrisen på väg

Världsekonomin började en långsam återhämtning under andra halvåret 2009, tydligast i Asien. I USA och euroområdet bromsade nedgången in och det började synas tecken på vändning. Världshandeln började öka igen och de finansiella marknaderna stabiliserades. I Sverige började en relativt snabb återhämtning av BNP-tillväxten från slutet av 2009. 2010 hade den akuta fasen av krisen passerats och bankerna kunde låna själva på de finansiella marknaderna globalt. Den snabba återhämtningen bidrog till att Riksbanken började höja reporäntan igen i juli 2010 och höjningarna pågick till juli 2011 då reporäntan blev 2 procent. Riksbankens arbete inriktades dessutom alltmer på att reformera regelverket, framför allt kraven på bankernas kapitaltäckning och likviditetsbuffertar, och tillsynen över finansiella marknader, särskilt behovet av att komplettera den traditionella institutfokuserade tillsynen med så kallad makrotillsyn, med fokus på att identifiera och motverka risker för systemet som helhet (se vidare i Johansson m.fl. 2018).

Från 2010 och framåt ökade dock oron för de statsfinansiella problemen i Europa. Utvecklingen blev särskilt besvärlig i Grekland, Irland, Portugal och Cypern som inte själva kunde finansiera sig på den internationella obligationsmarknaden. Länderna fick därför stöd av IMF, EU och eurosamarbetet via stödpaket samt krav på åtgärder för att minska budgetunderskott och statskulder. Till detta kom att även stora länder som Spanien och Italien hade svaga statsfinanser och fick sina kreditbetyg sänkta. Dessutom hade flera banker i euroområdet dålig kapitaltäckning, svag lönsamhet och en stor andel dåliga lån, vilket har dämpat återhämtningen under lång tid.

Flera problemländer hade också tappat konkurrenskraft jämfört med genomsnittet i euroområdet. Med en gemensam valuta saknades möjligheten att korrigera det genom en växelkursförsvagning. Konkurrenskraften behövde istället återställas genom att hålla tillbaka ökningen i priser och löner.

I flera länder förvärrades statsfinanserna av att krisande banker fick statligt stöd. En negativ spiral uppstod nämligen där svaga statsfinanser bidrog till att räntorna steg och det ökade finansieringskostnaderna för redan svaga banker som i sin tur stramade åt kreditgivningen till hushåll och företag, vilket hämmade återhämtningen.

De kraftiga obalanserna i offentliga finanser bidrog till att det 2011 endast var 3 av 27 EU-länder som inte hade brutit mot reglerna om alltför stora underskott respektive alltför hög skuldkvot sedan 1998, enligt stabilitets- och tillväxtpakten.⁵

Under sommaren och hösten 2011 ökade oron kring hur de offentliga finanserna skulle utvecklas i både USA och euroområdet, och tillväxtutsikterna i omvärlden försämrades. Denna oro präglade också utvecklingen på de finansiella marknaderna, och börserna världen över föll därför kraftigt. I slutet av året eskalerade den europeiska skuldkrisen och den svenska tillväxten bromsade in. Den svenska inflationen blev också lägre än väntat och bidrog till att Riksbanken sänkte reporäntan i december.

Under 2012 försvagades konjunkturen i Sverige ytterligare till följd av den svaga utvecklingen i omvärlden, inflationstrycket dämpades och reporäntan sänktes vid ytterligare tre tillfällen.

De omfattande problemen i euroområdet fick följdverkningar på många områden. Den europeiska skuld-, bank- och kostnadskrisen hanterades av flera myndigheter. ECB sänkte styrräntan och införde ett antal program för utlåning till banker. ECB annonserade dessutom under 2012 ett program, Outright Monetary Transactions (OMT), som gjorde det möjligt att köpa obegränsat med statsobligationer från euroländer som behövde stödåtgärder från den nyinrättade stödmyndigheten European Stability Mechanism (ESM). OMT motiverades med att ECB behövde säkerställa att penningpolitiken fick ett enhetligt genomslag genom en väl fungerande transmission till den reala ekonomin. Blotta möjligheten att köpa statsobligationer bidrog till att dämpa oron på de finansiella marknaderna.⁶

Arbetet med att bygga en bankunion påbörjades också. I spåren av skuldkrisen bedömde Riksbanken återigen att valutareserven behövde utökas och regeringen inrättade ett samverkansråd för makrotillsyn i Sverige i början av januari 2012.

5 Dessa tre länder är Finland, Luxemburg och Sverige, se EU-Kommissionens hemsida om "ongoing and closed excessive-deficit-procedures".

6 EU-domstolen bedömde 2015 att programmet ryms inom ECB:s mandat för prisstabilitet och är utformat på ett sätt som gör att det inte strider mot förbudet mot monetär finansiering, se ECB (2015).

6 Inflationen fortsätter att falla och penningpolitiken ställs inför svåra avvägningar

Redan 2006 hade Riksbanken börjat varna för att hushållens skulder och priserna på hus ökade i en takt som inte var hållbar på sikt (se Sveriges riksbank 2006, s.9). När reporäntan höjdes mellan juli 2010 och juli 2011 nämndes vid flera tillfällen att riskerna med hushållens skulder hade ökat påtagligt. Ränthöjningarna motiverades dock främst med att inflationen behövde stabiliseras nära målet 2 procent och att man ville undvika ett för högt resursutnyttjande. Men Riksbanken konstaterade att en gradvis stigande reporänta dessutom kan bidra till att hushållen lånar i en lugnare takt och minska risken för att obalanser byggs upp i den svenska ekonomin (se Sveriges riksbank 2010). Riksbanken tog alltså hänsyn till risker med hushållens skulder och bostadspriserna i sin bedömning, vilket senare bidrog till debatt om Riksbankens försök att "luta sig mot vinden".⁷

Den internationella konjunkturförsvagningen och lägre importpriser bidrog till att inflationen i Sverige blev lägre än väntat 2013. Det visade sig också vara svårt för företagen att föra vidare sina ökade kostnader till konsumenterna (se Apel m.fl. 2014). Men den penningpolitiska diskussionen fortsatte att också handla om de ökade risker med hushållens höga skuldsättning som en låg ränta kan medföra. Hushållens skuldsättning tog fart uppåt igen och mellan 2012 och 2017 ökade bostadspriserna med mellan 10–20 procent per år.

Den här avvägningen i penningpolitiken ställdes på sin spets mot slutet av 2013. Inflationen hade under hösten blivit överraskande låg, trots att konjunkturen utvecklats ungefär som väntat under större delen av året. Inflationstrycket var lägre än vad Riksbanken tidigare hade räknat med. Reporäntan sänktes till 0,75 procent och prognosen för reporäntan reviderades ner. Trots att hushållens skuldsättning bedömdes utgöra en risk på längre sikt ansågs ändå det oväntat låga inflationstrycket väga tyngre, vilket motiverade en mer expansiv penningpolitik.

Under 2014 fortsatte inflationsutfallen att vara lägre än väntat och prognoserna för inflationen reviderades gradvis ner. Samtidigt fortsatte inflationsförväntningarna att falla. Penningpolitiken behövde därför bli ännu mer expansiv och reporäntan sänktes till noll för att bidra till att inflationsförväntningarna blev förankrade vid målet.

Men det fanns ett tydligt dilemma som Stefan Ingves uttryckte vid flera tillfällen, bland annat i ett tal i november 2015: "Penningpolitiken är det politikområde som har bäst förutsättningar att påverka växelkursen och inflationen. Men vi skulle egentligen behöva en 'extra styrränta' riktad till hushållen, som skulle kunna sättas högre än den vanliga styrräntan för att dämpa hushållens skuldsättning. Men i och med att Riksbanken bara kan styra det allmänna ränteläget, och att det är en del av transmissionen att hushållen lånar mer vid lägre ränta, är vi i dagsläget hänvisade till andra politikområden när det gäller att hantera hushållens skuldsättning." (Se Ingves 2015.)

Riksbanken förhöll sig dock inte passiv utan rekommenderade åtgärder till berörda myndigheter för att dämpa hushållens växande skulder. Rekommendationerna rörde allt från fler bostäder, höjda kapitalkrav för bankerna, utökade direkta lånebegränsningar för hushållen till sänkta ränteavdrag.

Det brådskar med åtgärder för att begränsa ökningstakten i hushållens skulder, hävdade Stefan Ingves i sin kommentar i Riksbankens årsredovisning för 2014. "Det finns en rad åtgärder som kan genomföras för att dämpa skuldutvecklingen i hushållssektorn, exempelvis amorteringskrav, en begränsning av andelen lån med rörlig ränta, avskaffande av ränteavdraget och sänkt bolånetak. Vid rådande nollränta brådskar det för andra politikområden att minska riskerna förknippade med hushållens skulder. Det krävs både åtgärder

7 "Att luta sig mot vinden" betyder att en centralbank försöker att motverka finansiella obalanser med räntepolitik. Den allmänna bilden vid denna tid var dock i hög grad att Riksbankens penningpolitik var välmotiverad och främst baserad på traditionella penningpolitiska överväganden. Se Jansson (2014) för en analys av denna fråga och av hur den inhemska och internationella kritiken av Riksbankens penningpolitik uppstod.

riktade direkt mot hushållens efterfrågan på krediter och reformer för att skapa en bättre fungerande bostadsmarknad.” (Se Sveriges riksbank 2015.)

Även i euroområdet förblev inflationstrycket dämpat. ECB reviderade i juni 2014 ner sin inflationsprognos för 2014, 2015 och 2016 och beslutade att inlåningsräntan, som är den ränta som styr dagslåneräntan i euroområdet, skulle vara negativ från och med juni 2014.

I januari 2015 beslutade ECB att börja göra omfattande köp av obligationer, med fokus på statsobligationer, för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv och se till att inflationen började stiga. Det bidrog till att stödja återhämtningen i euroområdet, men köpen riskerade också att stärka kronans växelkurs vilket spelade en roll för den svenska penningpolitiken. ECB beslutade att utöka sina obligationsköp i december 2016 fram till slutet av 2017, eller vid behov ännu längre till dess inflationen mer varaktigt kunde bedömas vara på väg mot målet.⁸

I sina penningpolitiska beslut under senare år har Riksbanken alltså inte bara behövt ta hänsyn till den låga inflationen och de fallande inflationsförväntningarna i Sverige. Sverige är en liten, öppen ekonomi och starkt beroende inte bara av tillväxt och inflation globalt utan även av penningpolitiken i omvärlden. ECB:s låga styrränta och omfattande tillgångsköp under 2014–2017 påverkade därför Sverige och Riksbankens penningpolitik.

Under 2015 sänkte Riksbanken reporäntan för första gången under noll och beslutade också att börja köpa statsobligationer för att penningpolitiken skulle bli ännu mer expansiv och få ett bredare genomslag. Riksbanken sänkte därefter gradvis reporäntan till –0,50 procent. Vid slutet av 2018 bedöms de totala köpen av statsobligationer uppgå till cirka 350 miljarder kronor, om man inte räknar in återinvesteringar.

7 Det internationella finansiella regelverket stärks

Den globala finanskrisen tydliggjorde att den finansiella regleringen och tillsynen hade allvarliga brister. Efter avregleringar och finansiella innovationer på 1980- och 1990-talen hade den finansiella sektorn vuxit sig för stor och komplicerad för att kunna överblickas effektivt med de strukturer som då fanns. Krisens globala omfattning gjorde det uppenbart att det behövdes delvis nya institutioner för att få grepp om det invecklade systemet och en infrastruktur för att samordna myndigheternas åtgärder över gränserna. Det stod också klart att myndigheternas verktygslåda behövde kompletteras med nya redskap, både för att motverka att systemriskerna byggdes upp och för att hantera finansiella problem i stora och komplexa banker.

Dessa insikter utlöste ett omfattande globalt arbete med att stärka regleringen och tillsynen av finansiella marknader. Detta globalt koordinerade reformarbete inleddes 2009, när G20-ländernas ledare träffades i Pittsburgh. Där enades man bland annat om att Financial Stability Board (FSB) skulle ta sig an problemet med banker som är ”too big to fail”.⁹ Ur detta arbete kom bland annat riktlinjer för hur globalt systemviktiga problembanker skulle kunna hanteras effektivare (se FSB 2011). Tanken med ramverket var att kunna avveckla eller rekonstruera en bank på ett sätt som gjorde det möjligt att upprätthålla samhällsviktiga funktioner utan att skattebetalarna skulle behöva stå för eventuella förluster. Baserat på dessa riktlinjer antog EU 2014 det så kallade Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD). BRRD införlivades med svensk rätt i februari 2016, och i samband med det utnämndes Riksgälden till resolutionsmyndighet för svenska banker. Därmed kom även ”resolution” att introduceras som ett begrepp i svensk rätt för att beteckna hanteringen av banker i kris.

⁸ Den tyska författningsdomstolen meddelade i augusti 2017 att den anser att det finns tydliga indikationer på att ECB:s program för obligationsköp strider mot förbudet mot monetär finansiering och har därför hänfört ärendet till EU-domstolen för prövning, se Tysklands förbundsförfattningsdomstol (2017).

⁹ Financial Stability Board (FSB) är en internationell organisation som övervakar och ger rekommendationer rörande det globala finansiella systemet. FSB:s medlemmar består av representanter från de stora G20-länderna och internationella organisationer som BIS, ECB, EU-kommissionen, IMF, OECD och Världsbanken. FSB har sitt säte i Basel.

Efter krisen inleddes också ett intensivt arbete för att täppa igen luckor i det finansiella tillsynsregelverket. I Baselkommittén för banktillsyn togs ett antal initiativ inom ramen för vad som kom att kallas "Basel III" (se Niemeyer 2016). Detta handlade framför allt om att stärka bankernas motståndskraft mot störningar genom att dels ställa högre krav på bankernas kapital, både på kvantitet och kvalitet, dels skärpa kraven på hur bankerna hanterade likviditetsrisker. Bland annat infördes krav på att bankerna skulle hålla kapitalbuffertar utöver de grundläggande minimikraven. Dessutom skulle bankerna ha tillräckligt stora likviditetsreserver för att klara minst en månad av likviditetspåfrestningar. Baselkommitténs arbete leddes från 2011 av Stefan Ingves, som då tillträdde som dess ordförande.

Under den här perioden kom också ett nytt politikområde – makrotillsyn – att lanseras på bred front. I makrotillsynen skulle fokus ligga på riskerna i det finansiella systemet som helhet, och den utgjorde därmed ett komplement till den traditionella, mer snävt institutfokuserade tillsynen. Till makrotillsynens uppgifter hör bland annat att motverka de tendenser till "booms and busts" som ofta utmärker finanssektorn, det vill säga ett överdrivet risktagande i konjunkturuppgångar och ett destruktivt och självförstärkande flockbeteende i nedgångsfaser. Ett annat fokusområde för makrotillsynen är de ofta intrikata kopplingar som uppstår mellan olika finansiella aktörer och som bidrar till att problem kan fortplantas snabbt inom det finansiella systemet.

I slutet av augusti 2013 meddelade den dåvarande finansmarknadsministern Peter Norman att regeringen avsåg att låta Finansinspektionen ansvara för makrotillsynen i Sverige och att ett finansiellt stabilitetsråd skulle inrättas i vilket finansmarknadsministern och cheferna för Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden skulle ingå. Regeringens förslag gick i många avseenden emot den fördelning av ansvaret för den finansiella stabiliteten som Riksbanken hade förespråkade i sitt remissyttrande över Finanskriskommitténs delbetänkande (se Sveriges riksbank 2013).

Efter krisen bildades också nya myndigheter inom EU. I januari 2011 bildades den Europeiska systemrisknämnden (European Systemic Risk Board, ESRB) med uppgift att övervaka uppbyggnaden av systemrisk i EU och varna unionens medlemsländer vid behov. ESRB kom också att spela en viktig roll för att utveckla verktyglådan för makrotillsyn, ett arbete där ESRB:s Advisory Technical Committee (ATC) var en drivande kraft. I ATC, som kom att ledas av Stefan Ingves, utvecklades bland annat ESRB:s handbok för makrotillsyn, som ger vägledning för hur olika makrotillsynsverktygen ska användas, till exempel kontracykliska kapitalbuffertar, värdebaserade respektive inkomstbaserade lånetak (LTV och LTI) och sektorsvisa kapitalkrav med flera.¹⁰

Den mest genomgripande institutionella förändringen inom EU i krisens spår var dock utan tvekan att den Europeiska bankunionen skapades. Bankunionen innebar att ansvaret för banktillsyn överfördes från nationell nivå till EU-nivå. Bankunionen omfattar hela euroområdet och de övriga medlemsstater som väljer att ansluta sig. Arrangemanget baseras på EU:s gemensamma regelverk och omfattar för närvarande både en gemensam tillsynsmekanism (SSM) och en gemensam resolutionsmekanism (SRM). Det innebär bland annat att Europeiska centralbanken (ECB) tagit över tillsynsansvaret och att en gemensam resolutionsmyndighet, Single Resolution Board (SRB), tagit över krishanteringsansvaret för banker i de anslutna länderna. Tanken är att Bankunionen på sikt även ska omfatta ett gemensamt insättningsgarantisystem. Frågan om en gemensam insättningsgaranti, som är tänkt att med tiden finansieras gemensamt av Bankunionens länder, är dock ytterst kontroversiell och är långt ifrån avgjord inom EU. Särskilt i Tyskland och andra nordeuropeiska länder är man orolig över att tvingas betala oproportionerligt stora summor för att rädda insättare i andra länder (se Reuters 2016).

10 För en utförligare lista över och beskrivning av makrotillsynsverktygen, se exempelvis ESRB (2014).

När Bankunionen skapades valde Sverige att tills vidare ställa sig utanför. Ett skäl till det var osäkerheten om vilka förpliktelser det skulle innebära att delta och hur man skulle fördela de förluster som skulle kunna uppstå i europeiska krisbanker (se till exempel Dagens Nyheter 2012). Ett annat viktigt skäl var det bristande inflytande som Sverige skulle få över tillsynen av sina gränsöverskridande banker, eftersom Sverige inte är ett euroland.

Även IMF:s arbete och roll påverkades av den globala finanskrisen. I spåren av Lehman Brothers konkurs tvingades flera länder i euroområdet att vända sig till IMF för att söka finansiellt stöd. IMF utökade sin utlåningskapacitet med cirka 500 miljarder amerikanska dollar genom tillfälliga bilaterala lån från medlemsländerna. Sveriges riksdag beslutade att utöka sin beredskap att låna ut till IMF med 100 miljarder svenska kronor för att hjälpa till att dämpa effekterna av skuldkrisen i euroområdet.

Världens finansministrar och centralbankschefer enades under IMF:s årsmöte på hösten 2008 om en fempunktsplan för att återställa förtroendet på de finansiella marknaderna. Överenskommelsen gick i stort ut på att alla IMF:s medlemsländer skulle se till att de nationella insättargarantisystemen gjordes hållbara och konsistenta. Myndigheterna i alla länder skulle vidta nödvändiga åtgärder för att få igång andrahandsmarknaden för olika värdepapper. IMF skulle också ges en central roll i att samordna den fortsatta processen för att återupprätta förtroendet på de globala finansmarknaderna, dels genom att med lån hjälpa de länder som hade betalningsproblem, dels genom att fungera som plattform för diskussioner om vad som skulle göras för att undvika att liknande kriser skulle uppstå i framtiden. IMF inrättade också en rad nya alternativ för att kunna bistå flera länder med lån. Finanskrisen stärkte IMF:s roll som det internationella finansiella systemets brandkår.

8 Tydlig global återhämtning först tio år efter krisen

Finanskrisen bidrog sammantaget till en djup och utdragen nedgång i världsekonomin. I USA och Sverige har BNP efter krisen växt betydligt snabbare än i euroområdet, som halkat efter som en följd av den europeiska skuldkrisen. I slutet av 2016 låg BNP-nivån i USA 16,5 procent över nivån i början av 2007. I Sverige hade BNP stigit med 14,1 procent under samma period, medan BNP i euroområdet endast var 4,8 procent högre i slutet av 2016 än i början av 2007.¹¹ Arbetslösheten i euroområdet steg också kraftigt, särskilt i krisländerna. Både åtgärderna och bristen på åtgärder bidrog till folkligt missnöje och ett instabilt politiskt läge i flera euroländer. Under 2017 noterades dock en del positiva konjunktursignaler i euroområdet även om obalanserna hade minskat långsamt.

Långt efter den akuta finanskrisen var ränteläget i många utvecklade länder kvar på mycket låga nivåer. En av förklaringarna till de historiskt sett mycket låga styrräntorna var att de globala realräntorna trendmässigt hade gått ner. Den globala realräntan hade fallit med drygt 4 procentenheter sedan slutet av 1980-talet till strax under 1 procent 2016, bland annat till följd av strukturella förändringar i ekonomin i flera länder.¹² Realräntorna har även tidigare i historien varit på mycket låga nivåer och sedan återgått till mer normala nivåer (se även Hansson m.fl. 2018 och Rachel och Smith 2015). Det fanns dock en betydande osäkerhet om hur länge den globala realräntan skulle fortsätta vara så låg.

Världsekonomin har ändå under 2017 och större delen av 2018 varit i en återhämtningsfas. Framåtblickande indikatorer har stärkts under en period och de offentliga finanserna i euroområdet har förbättrats. Kombinationen av politisk osäkerhet och kvarstående finansiella obalanser bidrar dock till fortsatta risker i Europa, som kan hämma återhämtningen. Det

11 Mätt med BNP per invånare var återhämtningen efter krisen ännu mer långsam. BNP per invånare mellan 2007 och 2016 ökade med 4,4 procent i USA, 5 procent i Sverige men endast omkring 0,5 procent i euroområdet, se Ingves (2017).

12 Det finns flera tänkbara förklaringar till den fallande trenden för den globala realräntan. Till de viktigaste hör att sparandet har ökat till följd av längre livslängd och åldrande befolkning, minskad innovationskraft och lägre tillväxt samt högre efterfrågan på säkra tillgångar. Se Ingves (2017) för en genomgång olika möjliga orsaker.

finns till exempel fortfarande risker för att vissa euroländer inte ska efterleva de regler som gäller för makrotillsynspolitik och finanspolitik. Till bilden hör även att det saknats strukturella reformer i flera euroländer för att höja den potentiella tillväxttakten. Konsekvenserna av Storbritanniens beslut att lämna EU bidrar också till politisk och ekonomisk osäkerhet. I USA har den nya administrationen efter presidentvalet 2016 bedrivit en politik som begränsar handeln och om ett handelskrig skulle trappas upp finns det en risk att den globala tillväxten dämpas påtagligt.

I Sverige har penningpolitiken dock haft ett tydligt genomslag på ekonomin. Sedan början av 2014 har inflationen stigit, liksom de långsiktiga inflationsförväntningarna som ökat till omkring 2 procent. Under andra halvan av 2018 har KPIF-inflationen legat över 2 procent. Konjunkturen i Sverige är också stark och arbetslösheten har fallit tillbaka. Penningpolitiken har bidragit till denna positiva utveckling.

9 Slutsatser

Åren 2006–2017 blev dramatiska, såväl i Sverige som globalt, och präglades i stor utsträckning av den globala finanskris som bröt ut 2008. Tillsammans med den fortsatta globaliseringen och tekniska utvecklingen bidrog finanskrisen till att en rad genomgripande förändringar gjordes på de ekonomiska, finansiella och politiska områdena, både här hemma och i världen i stort. Inte minst gav den upphov till en rad existentiella frågor, där bland annat centralbankernas legitimitet och uppgifter kom att diskuteras ingående och på bred front.

Erfarenheterna från finanskrisen väckte bland annat viktiga frågor om vilka mandat och verktyg centralbankerna bör ha. Före krisen ansåg många centralbanksekonomer att penningpolitiken inte borde ha som uttryckligt mål att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser. Det ansågs vara lämpligare att använda penningpolitiken till att ”städa upp” efter att en finanskris hade inträffat. Men efter det minst sagt omfattande städningsarbete som blev nödvändigt efter den globala finanskrisen – och som tio år efter krisens utbrott alltjämt pågår i vissa länder – har vissa ekonomer argumenterat för att penningpolitiken vid sidan av inflationsmålet borde ha en tydligare uppgift att motverka obalanser och risker liknande de som byggdes upp före krisens utbrott. Ett motiv till att på detta sätt förtydliga penningpolitikens uppgift kan sägas vara att den penningpolitiska transmissionsmekanismen, som bygger på att centralbankens räntebeslut får genomslag i hur bankerna sätter sina räntor för hushåll och företag, förutsätter ett stabilt finansiellt system.

Andra ekonomer har snarare lyft fram att det behövs ett nytt politikområde – *makrotillsyn*. Den globala finanskrisen ansågs inte bara bero på brister i hur penningpolitiken tillämpats, utan somliga såg den snarare som ett misslyckande för den traditionella finanstillsynen, som genom att alltför närsynt fokusera på utvecklingen i enskilda institut samtidigt som den väsentligen blundade för de finansiella bubblor som blåstes upp runt om i världen. Den befintliga finanstillsynen saknade till stor del både kunskaperna och mandatet att anta ett sådant fågelperspektiv. Enligt många bedömare behövdes det därför ett komplement till den myopiska ”mikrotillsynen” – en ”makrotillsyn” – med uppgift att övervaka och motverka risker i systemet som helhet. Makrotillsynen skulle också kunna tilldelas mer *riktade* verktyg för att motverka att risker byggdes upp i specifika sektorer än exempelvis centralbankernas tämligen trubbiga ränteväpnen. Som exempel på sådana riktade verktyg kan nämnas bolånetak och amorteringskrav, som kan riktas in på att motverka risker specifikt på bolåne marknaden. Med makrotillsynen på plats borde penningpolitiken, enligt vissa ekonomer, kunna fortsätta att i första hand stabilisera inflationen och realekonomin.

Efter krisen kom politikområdet makrotillsyn att etableras på många håll runt om i världen, exempelvis i form av särskilda råd myndigheter emellan och som tillskott till centralbankers eller tillsynsmyndigheters befintliga mandat. I Sverige kom makrotillsynen att tilldelas Finansinspektionen, om än med ett aningen kringgärdat mandat. Även ett finansiellt

stabilitetsråd kom att inrättas där Finansdepartementet, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden deltar.

Krisen visade också att de finansiella marknaderna blivit globala och gränsöverskridande i mycket större omfattning än tidigare. Reglering, tillsyn, analys och inte minst samarbetet på global och mellanstatlig nivå behövde därför stärkas väsentligt (se vidare i Johansson m.fl. 2018).

Krisen innebar att ett omfattande arbete påbörjades på många olika områden i skärningspunkten mellan exempelvis makroekonomi och finans, både bland centralbanker och akademiska forskare. Detta arbete bedöms fortsätta under lång tid framöver. Även på politisk nivå pågår en diskussion om centralbankens roll i allmänhet och penningpolitikens roll i synnerhet. Den svenska regeringen tillsatte till exempel i slutet av 2016 en parlamentarisk kommitté med uppdrag att göra en översyn av det penningpolitiska ramverket och lagen om Sveriges riksbank (se Finansdepartementet 2016).

Som vi konstaterat fick centralbankerna i allmänhet bära en stor börda för att stabilisera ekonomierna efter finanskrisen. Centralbankernas unika förmåga att snabbt skapa stora mängder likvida medel ger dem en särställning som "lender of last resort", det vill säga den som kan hjälpa banker i tillfälliga likviditetsproblem för att därigenom undvika ödesdigra dominoeffekter i det finansiella systemet. Stabiliteten i det finansiella systemet har stor betydelse för såväl centralbankens roll som "lender of last resort" som dess uppgifter att dels främja ett säkert och effektivt betalningsväsende, dels genomföra penningpolitiken på ett effektivt sätt. I praktiken innebär det att centralbanker även i framtiden behöver följa utvecklingen i det finansiella systemet nära och bemöta tendenser till riskupbyggnad i systemet med de medel som står dem till buds.

Referenser

- Apel, Mikael, Eric Frohm, Jyry Hokkanen, Christina Nyman och Stefan Palmqvist (2014), "Resultat från en enkät om företagens prissättning", *Ekonomiska kommentarer*, nr 4, Sveriges riksbank.
- Blinder, Alan (2013), *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*, The Penguin Press: New York.
- Dagens Nyheter (2012), "Borg högst tveksam till bankunionen", artikel 14 september 2012.
- ECB (2015), "ECB Governing Council takes note of ruling on OMT", pressmeddelande, 18 juni, European Central Bank.
- Elmér, Heidi, Gabriela Guibourg, David Kjellberg och Marianne Nessén (2012), "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen: utvärdering och lärdomar", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 8–30, Sveriges riksbank.
- ESRB (2014), "The ESRB handbook on operationalising macro-prudential policy in the banking sector", European Systemic Risk Board.
- Finansdepartementet (2016), "Översyn av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen", direktiv nr 114, Sveriges regering.
- FSB (2011) "Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions", oktober, tillgänglig på www.fsb.org.
- Gunnarsdóttir, Gudrun och Maria Strömqvist (2010), "Penningmarknadsförfarandena och den finansiella stabiliteten", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 19–45, Sveriges riksbank.
- Hansson, Jesper, Marianne Nessén och Anders Vredin (2018), "Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 66–85, Sveriges riksbank.
- IMF (1997), "IMF concludes article IV consultation with Sweden", pressmeddelande nr 24, 2 september, Internationella valutafonden.
- Ingves, Stefan (2015), "Bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning ur ett centralbanksperspektiv", tal vid Studieförbundet Näringsliv och Samhälle, World Trade Center Stockholm, 20 november, Sveriges riksbank.
- Ingves, Stefan (2017), "Penningpolitiska utmaningar: att väga idag mot i morgon", tal vid National-ekonomiska föreningen, Handelshögskolan i Stockholm, 16 maj, Sveriges riksbank.
- Ingves, Stefan och Göran Lind (2008), "Stockholm Solutions", *Finance and Development*, vol. 45, nr 4, Internationella valutafonden.
- Ingves, Stefan och Johan Molin (2009), "The monetary policy landscape in a financial crisis", *Sveriges Riksbank Economic Review*, nr 2, s. 86–109, Sveriges riksbank.
- Jansson, Per (2014), "Svensk penningpolitik efter finanskrisen: myter och fakta", tal vid SvD Bank Summit, Stockholm, 3 december, Sveriges riksbank.
- Johansson, Martin W., Johan Molin, Jonas Niemeyer och Christina Nordh Berntsson (2018), "Riksbankens arbete med finansiell stabilitet – före, under och efter den globala finanskrisen", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 46–65, Sveriges riksbank.
- Niemeyer, Jonas (2016), "Basel III: vad och varför?", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 57–89, Sveriges riksbank.
- Rachel, Lukasz och Thomas Smith (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper nr 571, Bank of England.
- Reuters (2016), "EU considers alternatives to common bank deposit insurance", artikel 27 maj 2016.
- Sveriges riksbank (2006), *Finansiell stabilitet*, nr 1, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank (2008), "Riksbanken beviljar lån till Lettlands centralbank", pressmeddelande 16 december 2008.

Sveriges riksbank (2009a), "Riksbanken ingår avtal med Estlands centralbank", pressmeddelande 27 februari 2009.

Sveriges riksbank (2009b), Årsredovisning 2008, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2009c), "Riksbanken utökar antalet motparter", pressmeddelande 3 april 2009.

Sveriges riksbank (2010), "Reporäntan höjs med 0,25 procentenheter till 1,25 procent", pressmeddelande 15 december 2010.

Sveriges riksbank (2013), "Remissyttrande om betänkandet Att förebygga och hantera finansiella kriser (SOU 2013:6)", tillgänglig på www.riksbank.se.

Sveriges riksbank (2015), Årsredovisning 2014, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2016), Riksbankens företagsundersökning: Låga prisökningar trots god konjunktur, maj, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2015), Årsredovisning för Sveriges riksbank 2014, mars 2015.

Tysklands förbunds författningsdomstol (2017), "Proceedings on the European Central bank's expanded asset purchase programme are stayed: referral to the Court of Justice of the European Union", pressmeddelande nr 70, 15 augusti, Tysklands förbunds författningsdomstol (*Bundesverfassungsgericht*).

Riksbankens kommunikation före, under och efter den finansiella krisen

Pernilla Meyersson och Ann-Leena Mikiver*

Pernilla Meyersson är biträdande stabschef och Ann-Leena Mikiver kommunikationschef

Det är inte helt lätt att kommunicera oro utan att oroa, men genom att öppet och tydligt kommunicera det aktuella läget, vilka problem som uppstått och vilka åtgärder som finns till hands för att rätta till problemen kan man ändå driva krisarbetet framåt. Under de senaste 25 åren har Riksbanken gradvis gjort det möjligt för utomstående att följa, granska och utvärdera Riksbankens verksamhet. Åren strax före, under och efter finanskrisen gjorde Riksbanken genomgripande förändringar i sin kommunikation. Fönstren öppnades i det närmaste på vid gavel genom att Riksbanken till exempel började hålla presskonferenser vid varje räntemöte, publicera sin egen ränteprognos och ange namn i de penningpolitiska protokollen. Man införde också reservationer i pressmeddelandena och storsatsade på klarspråk i hela organisationen. Tankesättet ändrades till att alltid vända på frågeställningen "kan vi publicera?" till "varför ska det inte publiceras?". Detta förhållningssätt kom att präglade Riksbankens kommunikation under finanskrisen.

1 Introduktion

Det finns mycket få bestämmelser om Riksbankens informations- och redovisningsansvar i riksbankslagen. De som finns gäller att Riksbanken ska lämna en skriftlig redogörelse till riksdagen två gånger per år samt sammanställa en årsredovisning. Men en centralbank som Riksbanken med stor självständighet, inflationsmål och med en stor finansiell sektor måste ändå lägga stor vikt vid att kommunicera. Det övergripande syftet är att få medborgarna att förstå innebörden av ett inflationsmål och vilka verktyg som finns för att säkra den finansiella stabiliteten - annars blir det svårt för Riksbanken att nå sina mål. En hög grad av självständighet kräver nämligen en hög grad av transparens för att skapa legitimitet för Riksbankens beslut och åtgärder, möjliggöra utvärdering och granskning men också för att öka effektiviteten i verksamheten.

Under hösten 2008 utvecklades den internationella finansorn till en finanskris som fick stora återverkningar på det svenska finansiella systemet. Krisen ledde till den djupaste konjunkturedgången i Sverige sedan andra världskriget. Stabiliteten i hela det globala finansiella systemet hotades och svenska myndigheter tvingades vidta dramatiska åtgärder för att se till att det finansiella systemet i Sverige kunde fungera, se vidare Berg m.fl (2018). Krisen kom att påverka Riksbankens syn på kommunikation och även hur den utformade sitt kommunikationsarbete och sina kommunikationskanaler. I den här artikeln redogör vi för hur det gick till och hur det ledde till att Riksbanken i dag räknas som en av världens mest öppna och transparenta centralbanker.

* Framställningen bygger till viss del på Meyersson och Petrelius Karlberg (2012), samt på Riksbankens årsredovisningar och författarnas egna erfarenheter, analyser och ståndpunkter. Pernilla Meyersson var Riksbankens kommunikationschef 2006–2013 och Ann-Leena Mikiver är sedan 2013 Riksbankens kommunikationschef. Ett särskilt tack till Charlotta Edler för värdefulla synpunkter.

2 Kommunikation om finansiell stabilitet – en balansgång

Inom finansiell stabilitet generellt, och i synnerhet under en kris, är det särskilt viktigt med avvägningar kring hur mycket information som kan förmedlas, vid vilken tidpunkt, vem som ska förmedla den och hur den ska förmedlas. Vilka risker kan en centralbank som Riksbanken beskriva och hur ska man kommunicera om dem för att inte skapa oro? Hur tydligt kan man peka ut enskilda banker och vad man anser att banker, andra myndigheter och politiker behöver göra för att minska riskerna i systemet? Svaren är inte självklara.

Vid sidan av att kunna ge likviditetsstöd till enskilda banker eller till det finansiella systemets alla aktörer, när krisen redan är ett faktum, har Riksbanken i praktiken bara ett enda verktyg för att förebygga finansiella kriser – att informera och kommunicera om sina bedömningar, risker, och de åtgärder som skulle behöva vidtas för att minska riskerna. Riksbanken har fått kritik för att ha varit alltför lågmäld med att kommunicera riskerna i det finansiella systemet under perioden före den finansiella krisen (Hallvarsson & Halvarsson 2010).

Redan 2006 publicerade Riksbanken sina första så kallade stresstester av de svenska bankerna i sin finansiella stabilitetsrapport. Här visades hur motståndskraftiga bankerna var mot en kraftigt försämrad utveckling på olika områden. Ett av dessa stresstester utgjordes av ett scenario där utvecklingen i de baltiska länderna blev betydligt sämre än väntat. Två tydliga slutsatser kommunicerades: För det första att detta scenario var troligt och för det andra att det skulle försämra de svenska bankernas motståndskraft radikalt. Trots att Riksbanken hade varnat för den ekonomiska utvecklingen i Baltikum i sina stabilitetsrapporter sedan 2005 och trots att tonläget skärptes för varje rapport som publicerades, så var varningarna alltså inte tillräckligt tydliga och skarpa.

Det finns ett antal faktorer som gör det särskilt svårt att få genomslag för den här typen av kommunikation när det gäller finansiell stabilitet. För det första är det svårt att väcka intresse och bygga upp kunskap så länge som allt fungerar som det ska. De presskonferenser som Riksbanken höll i samband med stabilitetsrapporterna samlade som mest en handfull journalister fram till 2008. Först när den finansiella krisen stod för dörren och den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers försattes i konkurs ökade intresset dramatiskt. För det andra behöver Riksbanken modifiera tonläget när krisen väl är ett faktum. Då behöver man, istället för att lyfta fram riskerna, betona det som är stabilt och tala om vilka åtgärder som finns för att lösa problemen för att så långt möjligt återskapa ett visst förtroende för det finansiella systemet så att åtgärderna kan få effekt.

I en finanskris kan det i specifika situationer också uppstå en konflikt mellan transparens och förtroende. Om Riksbanken skulle säga att en viss bank inte skulle överleva om den inte får likviditetsstöd inom kort så skulle det bidra till att banken inte överlever länge. Om Riksbanken istället skulle säga att hela det svenska banksystemet har problem att få finansiering men att Riksbanken står beredd att förse systemet med den likviditet som behövs, så är man kanske inte helt transparent men man skapar förmodligen förtroende för systemet och ger den enskilda banken andrum att försöka lösa sina problem. Om Riksbanken däremot i ett sådant läge skulle påstå att bankerna inte har några problem alls eller avstår från att kommunicera överhuvudtaget men ändå förbereder likviditetsstöd för hela systemet skulle förtroendet för Riksbanken minska. Folk skulle då sluta lita på vad Riksbanken säger, och istället vänta på att se faktiska resultat. Under en kris kan sådant bli kostsamt.

3 Riksbankens initiala kriskommunikation

När finanskrisen inträffade 2008 fattade Riksbanken tidigt beslutet att det som inte föll under rikets sekretess eller företagssekretess skulle kommuniceras. Beslutsunderlag med överväganden och resonemang, stresstester, uppskattningar av kreditförluster, bedömningar av enskilda banker – i stort sett allt kommunicerades. Alla åtgärder som vidtogs kommunicerades via pressmeddelanden, presskonferenser eller beslutsunderlag. Riksbankens webbplats fick också en ny tyngd där nya kommunikationsfönster öppnades, som "Finansiell oro", "Vad gör Riksbanken?" och "Frågor och svar". Så agerade man inte i alla länder. Det var inte många andra centralbankschefer som vågade kommunicera så mycket mitt under brinnande kris.

Det som hade drabbat de svenska finansiella marknaderna vid den här tidpunkten var i allt väsentligt ett kommunikations- och förtroendeproblem. De finansiella aktörerna kände inte till om någon av deras motparter satt med ett "Svarte Petter-kort" i form av dåliga lån eller problem med likviditeten. De vågade därför inte lita på varandra utan drog sig tillbaka, med brist på likviditet på interbankmarknaden som följd. Därtill utgjorde utvecklingen i Baltikum ett stort orosmoment för Riksbanken.

3.1 Gradvis skruvades tonläget upp

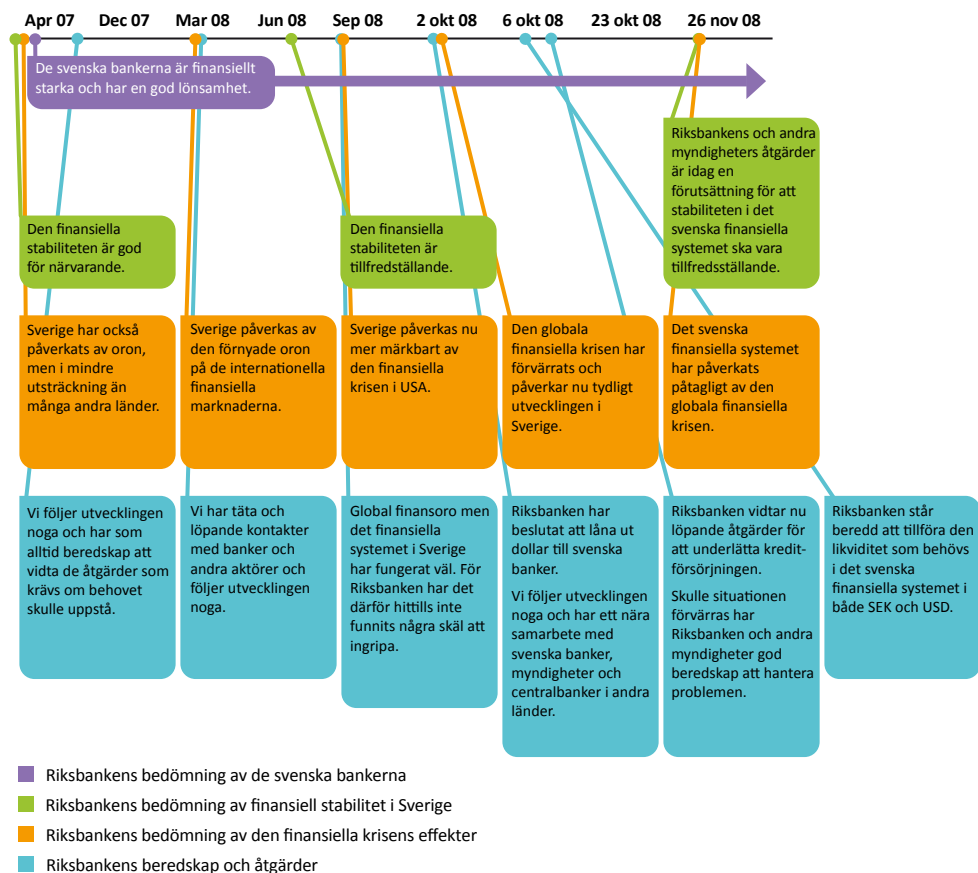
En vecka efter Lehmans konkurs inledde Riksbanken en lång kommunikationsserie med pressmeddelanden som gradvis skruvade upp tonläget för att markera vilket hot utvecklingen innebar mot den finansiella stabiliteten. Men Riksbanken koncentrerade sig i pressmeddelandena på budskapet att bankerna skulle få den likviditet de behövde. En målsättning var att nå ut med sådana stabilitetsbudskap varannan dag i ledande medier. Samtidigt gjorde Riksbanken bedömningar och överväganden inför varje publicering för att förutse vilken effekt den kunde få och avgöra om tidpunkten var lämplig.

I Figur 1 ges en illustration av hur Riksbanken gradvis skruvade upp tonläget i takt med att den finansiella krisen påverkade Sverige. Först en bedömning av den finansiella stabiliteten och hur Sverige påverkats vid den aktuella tidpunkten. I boxarna längst ner i bilden angavs vilka åtgärder som skulle kunna användas eller som användes. I slutet av det mest akuta krisskedet formulerades den sista blå rutan i figuren med ett citat från Stefan Ingves om att Riksbanken står beredd att förse det svenska finansiella systemet med den likviditet som behövdes. En tjänsteman minns när Ingves själv redigerade det sista i pressmeddelandet och sa "vi ställer ut en blancocheck, det måste man i det här läget". Riksbanken var tydlig med att förmedla det självklara i krisen: Vi befinner oss här, vi vill röra oss hit och det ska vi göra med hjälp av dessa verktyg.

Tillgängligheten för medierna skulle också öka, alla medier skulle snabbt få någon form av svar på sina frågor i form av intervjuer, faktaupplysningar eller hänvisningar från Riksbanken och Riksbankens experter och avdelningschefer skulle synliggöras inom relevanta områden. Det behövdes en oändlig mängd information och kunskapsuppyggnad om hur det finansiella systemet fungerade, hur det svenska betalningssystemet fungerade och hur svenska finansiella marknader och aktörer kunde påverkas så som de gjorde.

Det pågick en febril aktivitet världen över. Regeringar, centralbanker och andra statliga myndigheter tvingades till unika åtgärder i ett högt tempo. När väl fungerande finansiella marknader plötsligt upphör att fungera och finansiella institut får problem som hotar stabiliteten i hela system, då krävs åtgärder för att upprätthålla stabiliteten. Men först behövs en ihärdig och konstant kommunikation om de åtgärder som kommer att vidtas om läget så kräver.

Figur 1. Riksbankens kriskommunikation



Källa: Sveriges riksbank

3.2 Balans mellan krismedvetenhet och normalitet

Förtroendeskapande kommunikation i kristider är helt avgörande. Även om Riksbanken till exempel hade pekat på riskerna i de baltiska länderna fick de analyserna och bedömningarna aldrig riktigt fäste. Under den akuta krisen fortsatte Riksbanken att publicera sina stresstester och visade då hur de skulle påverka de enskilda bankerna för att försöka få till förändringar. Riksbankens egna bedömningar tyder på att det bidrog till att skapa förtroende i den finansiella sektorn. Genom att beskriva olika utvecklingar och räkna på dessa minskar nämligen utrymmet för spekulationer. En del banker använde sig också av Riksbankens stresstester i sin egen förtroendeskapande kommunikation.

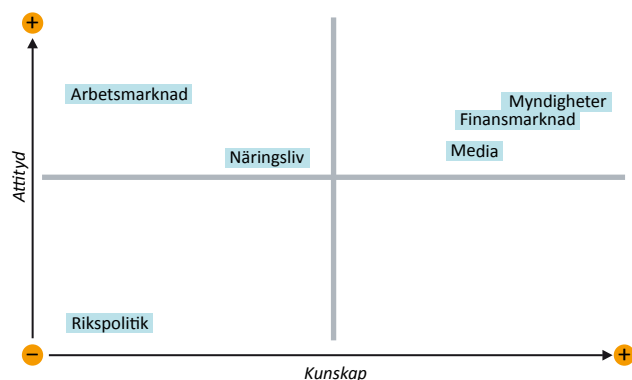
Trots att Sveriges BNP föll med närmare 6 procent under krisen, att arbetslösheten steg och att Riksbanken hade missbedömt styrkan i den finansiella krisen, likt de flesta andra bedömare, ökade förtroendet för Riksbanken mitt under den akuta krisen och långt därefter. Medieforskarna Johansson och Nord (2011) fann i sin rapport att Riksbankens val av budskap präglades av en balansgång mellan krismedvetenhet och normalitet – att erkänna allvaret i situationen men inte bidra till att öka oron.

4 Kommunikation är en kärnverksamhet

Långt innan krisen hade Riksbanken systematiskt arbetat för att öka insynen i sitt arbete och göra kommunikation till en av sina kärnverksamheter. Att vara tydlig med sina mål, medel och analyser är viktigt för att skapa ett brett folkligt stöd för en självständig institution som Riksbanken. Den självständiga ställningen ställer stora krav på insyn i Riksbankens verksamheter så att dessa kan granskas och utvärderas. Under snart 25 år har Riksbanken därför samlat på sig erfarenheter av att kommunicera alltmer av de komplicerade samband som ligger bakom räntebeslut och bedömningar av den finansiella stabiliteten. Resan har varit lång och inte utan problem, och lett till inställningen att allt som inte faller under rikets sekretess bör offentliggöras. Att få kritik från tid till annan var inget som fick ändra den inställningen – kommunikation är en kärnverksamhet och Riksbanken får leverera budskapen om och om igen, kanske i en annan tappning, men aldrig stänga dörren.

Klarspråk har varit en annan viktig del av Riksbankens kommunikationsarbete. Klarspråk innebär att myndigheters information ska vara enkel, vårdad och begriplig och anpassad för sin målgrupp. En stor del av riksbanksledningens jobb handlar om att kommunicera så att alla olika grupper i samhället kan förstå. Det handlar om att förenkla, förtydliga och vässa sina budskap och argument. I samband med den finansiella krisen blev detta ännu viktigare. Nya målgrupper började nämligen intressera sig mer för Riksbanken, ställde frågor och behövde information inte bara om räntan skulle höjas eller sänkas utan också om banker och dess roller, betalningssystem, det stora ekonomiska blodomloppet RIX-systemet såväl som vilka verktyg som Riksbanken kunde använda i krisen för att hindra att den spred sig. För att förstå vilken information olika målgrupper behöver har Riksbanken sedan 2007 mätt attityder och kunskapsnivåer hos sina primära målgrupper, se Figur 2. 2007 hade tre av sex primära målgrupper låg kunskap om Riksbankens arbete inom området finansiell stabilitet.

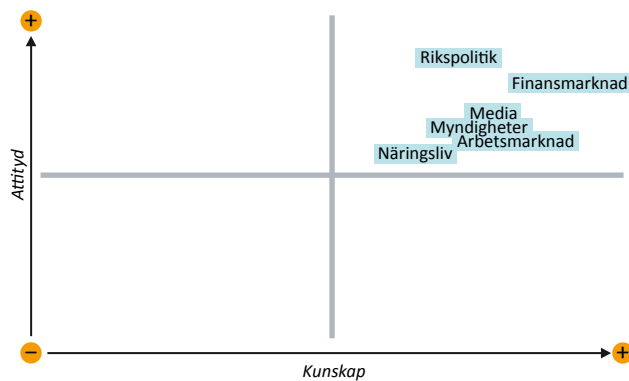
Figur 2. Målgruppernas attityd och kunskap om finansiell stabilitet 2007



Källa: StrandbergHaage Målgruppsanalys 2007

Den första av dessa målgruppsanalyser visade alltså att kunskapsnivån bland några viktiga målgrupper var låg. Särskilt riksdagsledamöter och delar av näringslivet hade bristande kunskaper och låg kännedom om vad finansiell stabilitet innebar och vad Riksbankens roll i detta arbete var. Förtroendet för penningpolitiken var däremot generellt bättre bland alla målgrupper. Ett fokus i kommunikationen blev därför under perioden 2007–2016 att bjuda in och kommunicera särskilt med de målgrupper som låg lågt i kunskapsnivå. 2016 låg samtliga målgrupper i övre högra hörnet, det vill säga de uppvisade höga värden för både kunskap och attityd, se Figur 3. Åtgärdena, att fokusera på att utbilda viktiga målgrupper inom området finansiell stabilitet hade givit resultat.

Figur 3. Målgruppernas attityd och kunskap om finansiell stabilitet 2016



Källa: StrandbergHaage Målgruppsanalys 2016

5 Egen prognos för räntan – fönstren öppnas på vid gavel

Året före finanskrisen började Riksbanken publicera en egen prognos för reporäntan, den så kallade räntebanan. Vid den här tidpunkten var det inte många centralbanker som vågade sticka ut hakan offentligt på det sättet och säga hur de trodde att reporäntan skulle utvecklas under de kommande tre åren. Det är det än i dag inte många centralbanker som gör. Då myntades också uttrycket ”detta är Riksbankens prognos, det är inte ett löfte”.

Samtidigt beslutade direktionen också att presskonferenser skulle hållas efter varje penningpolitiskt möte, inte bara när räntan ändrades. Att räntan inte kommer att ändras är ju lika viktig information som att den ändras. Vidare skulle ledamöterna i direktionen namnges i de penningpolitiska protokollen, där de fram till nu hade varit anonyma. Alla dessa åtgärder genomfördes för att öka insynen och tydligheten i Riksbankens beslut och processer.

Från början fanns bara ett fåtal professionella kommunikatörer anställda på Riksbanken och mycket av informationen formulerades av Riksbankens experter eller av direktionens ledamöterna själva. Men Riksbankens informationssektariat omorganiserades 2007, strax före beslutet om att börja med egna publika prognoser för räntebanan. Fler ekonomer med erfarenhet från Riksbankens policyverksamheter rekryterades och dessa kom att delta betydligt mer aktivt i de interna processer som skulle leda fram till den externa kommunikationen. I dag finns kommunikationsexperter med i nästan all verksamhet från början till slutet för att se till att budskapen kan kommuniceras till alla olika målgrupper, att debatten om Riksbanken utanför myndigheten adresseras och att direktionens ledamöter kan besvara alla de frågor som ställs kring Riksbankens verksamhet. Kommunikationsverksamheten på Riksbanken är alltså ingen stödfunktion utan en integrerad och strategisk del av hela verksamheten.

5.1 Ansvar för transparens, information och dialog

Redan långt före finanskrisen 2008 publicerade Riksbanken penningpolitiska rapporter, finansiella stabilitetsrapporter och tidskriften Penning- och valutapolitik. Tal och föreläsningar på landets universitet och skolor var stående inslag i Riksbankens kommunikation liksom många möten med olika grupper i samhället för att förklara Riksbankens verksamhet. Men finanskrisen medförde behov av att kommunicera tätare och till nya grupper. Riksbanken började använda sin webbplats betydligt mer. Denna kanal gjorde det möjligt att vända sig till en bredare målgrupp och införa nya kommunikationsaktiviteter. Till exempel infördes chattar på både tidningarnas och Riksbankens webbplatser. Korta analyser, så kallade ekonomiska

kommentarer, blev en annan ny kanal för att adressera mer aktuella frågor. Öppna forum, Riksbanksstudier och "staff memos" är andra kommunikationsaktiviteter och -produkter som har tillkommit.

Men trots de stora förändringarna har det varit viktigt för Riksbanken att förändra gradvis, i sak såväl som i kommunikationen, för att inte skapa förtroendeproblem. Först när analyser och verktyg funnits på plats och prövats, och när kunskaper hos viktiga målgrupper byggts upp för att kunna tolka och bedöma mer information, har beslut om ökad offentlighet fattats och genomförts. Den gradvis ökade transparensen har inte bara gällt penningpolitiken utan även området finansiell stabilitet.

5.2 Reservationer i pressmeddelandena – risk för kakafoni

Under 2009 började Riksbanken offentliggöra hur enskilda ledamöter hade röstat i samband med penningpolitiska beslut. På så sätt skulle det framgå direkt om beslutet var enhälligt eller om någon reserverade sig. Sådana eventuella reservationer skulle publiceras med namn och en kortfattad motivering, och först när protokollet offentliggjordes cirka två veckor efter det penningpolitiska mötet kunde de enskilda ledamöterna i tal och intervjuer mer i detalj redogöra för sina individuella ställningstaganden och överväganden. Detta för att undvika en kakafoni av olika åsikter när själva beslutet behövde kommuniceras till olika målgrupper.

Även om det givetvis inte bara varit riksbankschefen som fattat besluten utan alla ledamöterna i Riksbankens direktion, så är det riksbankschefen som av naturliga skäl företräder Riksbanken. Det är i mediasammanhang också mer tacksamt att låta en individ föra bankens talan snarare än ett kollektiv, även om riksbankschefen har fått utstå en hel del kritik under årens lopp.

Men Riksbankens ambition att öka insynen i sin verksamhet genom att bli tydligare och mer förutsägbar uppfattades inte alltid på det sättet. Förändringen i ramverket för informationsgivning, som var ett uttryck för denna ambition, kritiserades offentligt (se vidare i Meyersson och Petrelius Karlberg 2010). Kritiken var periodvis högljudd, ibland befogad, ibland obefogad. Ibland behövdes ett omtag och ibland bara mer av samma sak.

Som ett komplement till pressmeddelanden och liknande envägskommunikation föreslog kommunikatorerna, experterna och riksbankscheferna nya grepp i form av mer dialog. Exempelvis infördes chat på webbplatsen, webbsända finansanalytiker möten och tillfällen skapades för samtal med målgrupperna. Riksbankschefen blev den första centralbankschefen att chatta med allmänheten och är oss veterligen än i dag den enda som gör det.

5.3 Klarspråkskristallen – en viktig milstolpe

För att komma tillrätta med det bitvis krångliga och kryptiska språket i Riksbankens rapporter och andra texter startades under 2007 ett klarspråksprojekt för Riksbankens samtliga medarbetare. Klarspråk innebär att myndigheters information ska vara enkel, vårdad och begriplig och anpassad för sin målgrupp. Och våren 2009 tilldelades Riksbanken Klarspråkskristallen av Språkrådet med motiveringen:

"Riksbanken har utifrån ett komplicerat material lyckats skapa texter som är överskådliga och som kan förstås av en intresserad allmänhet. Det faktaspäckade materialet sammanfattas på flera nivåer – i korta och längre sammanfattningar, informativa rubriker och i styckenas inledande meningar. Riksbankens klarspråksarbete bedrivs långsiktigt och uthålligt och ingår som en ordinarie del i verksamheten".

Kristallen blev ett kvitto på att det lönade sig att jobba med tydlighet. Klarspråksarbetet är i dag en del i det löpande arbetet och det finns en heltidsanställd klarspråkscoach. Som riksbankschefen Stefan Ingves formulerade det: "Vårt jobb är att tala och skriva på ett sådant sätt att alla kan förstå. Det är en evig uppgift som aldrig kan ta slut".¹

1 Citat från en radiointervju med Stefan Ingves 2006.

Kommunikationen under själva krisen fungerade väl och uppfattades både i Sverige och globalt som transparent, tydlig och förtroendeingivande. Men att kommunikationsarbetet fungerade så väl under krisen berodde till stor del på det förberedande kommunikationsarbete som gjorts åren före där Riksbanken ökat sin öppenhet, fått en ny organisation och utbildat medarbetarna om vikten av kommunikation.

6 Öppenhet skapar utmaningar – oenigheten sätter sina spår

Den globala och för Sverige akuta finanskrisen upphör vid slutet av 2009, även om sviterna av den pågick i många år till. Mellan åren 2010 och 2014 ökade oenigheten i Riksbankens direktion om allt från räntebeslut och prognoser till frågor om Riksbankens egna kapital och valutareserv. Det sammanföll också med att förtroendet för Riksbanken sjönk (se Sommerstein 2013). Aldrig tidigare hade enskilda ledamöter så kraftfullt kritiserat sina egna kollegor. Detta har också varit en risk som mindre transparenta centralbanker har pekat på.

Man kan nog med fog säga att transparensen användes på ett nytt sätt av den då sittande direktionen. Hur ska man hantera denna oenighet utan att kritiseras för att sätta mun-kavle på ledamöterna? Den nya direktionen beslutade sig för att lösa den frågan genom att revidera sin kommunikationspolicy (se Sveriges riksbank 2016). Under 2013 infördes förhållningssätt för direktionens externa kommunikation för att bland annat skapa tydligare spelregler och en mer kollegial direktion. Direktionsledamöterna enades då om att de har ett gemensamt ansvar för att sprida kunskap om Riksbankens syn, uppgift och verksamhet utöver att framföra sina egna ståndpunkter i den ekonomiska debatten. De ska naturligtvis också ha sin egen ståndpunkt och framföra denna, vilket är en av poängerna med att ha sex olika ledamöter i direktionen, men det ska ske med respekt för kollegor och med hänsyn till Riksbanken.

Externa bedömare menade att skadan i viss mån redan var skedd. Marvin Goodfriend och Mervyn King som utvärderade Riksbankens penningpolitik mellan åren 2010 och 2015 skriver: "Åsiktsskillnadernas omfattning och framför allt hur de kom till uttryck skadade Riksbankens anseende. Direktionens ledamöter måste komma ihåg att deras uppgift är att lägga fram sammanhängande argument på ett resonabelt och övertygande sätt. Om de använder ett språk som syftar till att angripa andra ledamöter i direktionen skadas direktionens anseende hos allmänheten. Protokoll och intervjuer med direktionsledamöter gav prov på ett burdust tonläge som är ovanligt i den offentliga debatten i Sverige" (se Goodfriend och King 2016).

6.1 Konsten att kommunicera

Kommunikationsverktyg kräver handlag, planering och ständig utvärdering, och det finns samtidigt få råd om hur man ska "talk the walk", eller som Alan Blinder skriver: "Centralbanker kan förstås vara bra eller dåliga på att göra uttalanden och ingen har hittills formulerat ett antal tydliga principer (än mindre en tydlig praxis för en optimal kommunikationsstrategi, vad nu det kan vara [...]). Illa utformad eller genomförd kommunikation kan göra mer skada än nytta. Det är därför inte självklart att det alltid är bättre att en centralbank säger mer" (se Blinder 2009).

Transparens är alltid förknippat med risker och har därmed ett pris. För mycket information, så att själva huvudbudskapet devalveras, är en sådan. Att kommunicera om risker och sårbarheter i det finansiella systemet under en finansiell kris är en annan risk som kan fördjupa krisen. Men bristande transparens i en kris är med all sannolikhet värre för trovärdigheten och förtroendet. Det är en svår balansgång som kräver analys och bedömning i varje situation. Riksbanken hittade balansen under den finansiella krisen.

6.2 Kommunikationen utvecklas som penningpolitiskt verktyg

Under 2014 föll inflationen ytterligare, och inflationsförväntningarna sjönk. Därtill närmade sig reporäntan sin nedre gräns. Inflationsmålets trovärdighet var hotad och kommunikationen kring det behövde bli mer fokuserad, enhetlig och tydlig, i likhet med när inflationsmålet etablerades i början av 1990-talet. Men det fanns inte utrymme för nyanser eller resonering på samma sätt som tidigare. Riksbanken behövde övertyga om direktionens ambition att nå inflationsmålet och direktionen kommunicerade med enad front och tydligt budskap. De penningpolitiska besluten kompletterades med en enträgen kommunikation om varför det var viktigt att få tillbaka inflationen till målet.

Samtidigt som budskapet om inflationsmålet förtydligades blev kommunikationen än viktigare som penningpolitiskt verktyg. Den muntliga och skriftliga kommunikationen användes i allt högre grad för att vägleda framför allt finansmarknaden och ekonomijournalisterna, även om räntebanan i sig hela tiden har varit en slags framtida vägledning. I kombination med besluten kommunicerades exempelvis en ”hög beredskap att agera även mellan ordinarie penningpolitiska möten” vilket ytterligare förstärkte budskapet till marknaden och ekonomins aktörer. Kvantitativa lättnader i penningpolitiken, det vill säga att Riksbanken köper statsobligationer för att pressa ner ränteläget och samtidigt har en negativ styrränta, är nya inslag i penningpolitiken och kräver mer av dialog med målgrupperna så att de förstår konsekvenserna av Riksbankens beslut.

Riksbanken började redan 2010 varna för att kombinationen av stigande bostadspriser och hushållsskulder var ohållbar. Den dåvarande direktionen fick hård kritik för att hålla emot och inte sänka räntan tillräckligt snabbt och mycket, även om direktionen pratade om att hålla emot mer än den gjorde. Riksbanken uppfattades ändå som alltför åtstramande. Men när inflationen sedan fortsatte att envist ligga under målet, inflationsförväntningarna föll och de stora centralbankerna började köpa statsobligationer – då var det tydlighet kring huvuduppdraget som gällde: att värna prisstabilitet, vilket i detta läge var lika med lägre räntor. Men att kommunicera behovet av att införa en minusränta samtidigt som hushållen fortsätter att låna i hög takt är självklart svårt.

7 En optimal nivå av transparens

Finanskrisen visade hur viktigt det var att ha sitt eget hus i ordning innan en kris inträffar. Stabilitet i banksystemet och god ordning i de offentliga finanserna gör det givetvis lättare att kommunicera i en finansiell kris. Vidare måste det givetvis finnas ett väloljat maskineri för nya åtgärder från en centralbank. Slutligen behövs en kommunikationsapparat som kan leverera förtroendeskapande kommunikation innan själva åtgärderna sätts in.

En lång rad av åtgärder för att bli mer och mer transparent ledde fram till att Riksbanken under 2014 fick ta emot utmärkelsen Central Banking Transparency Award av tidskriften Central Banking Journal (se Central Banking Journal 2014). I motiveringen till priset går att läsa att Riksbanken spelat en banbrytande roll för centralbankers öppenhet och tydlighet inom kommunikation, genom att målmedvetet säkerställa att dess processer och beslutsfattande sker öppet och är tydligt kommunicerade.

Transparens, tydlighet och förutsägbarhet har varit och är fortsatt viktiga ingredienser för förtroendet för Riksbanken. Mer insyn har bidragit positivt till förtroendet men det gäller samtidigt att hitta en balans. Det finns förmodligen något slags optimal nivå för transparens som varierar beroende på omgivande faktorer. För mycket och framför allt för otydlig information kan bli förödande vid fel tidpunkt. En tidvis alltför stor oenighet med bristande respekt för olika ståndpunkter kan motverka sitt syfte och skapa instabilitet istället för förtroende, inte bara i penningpolitiken utan ibland också i frågor som rör finansiell stabilitet och valutareservsfrågor eller styrningen och ledningen av Riksbanken. Hög transparens förutsätter också att Riksbankens egna medarbetare ständigt tränas i att formulera sina

analyser på ett sådant sätt att de går att förmedla till alla målgrupper. Vi kan aldrig skylla på mottagaren. Om ett budskap inte når fram så beror det på att vi som arbetar på Riksbanken inte har lyckats förklara kontexten tillräckligt väl eller att vi har lagt oss på en alltför abstrakt nivå – eller möjligen bådadera.

En väl genomförd kriskommunikation kräver uppbyggda strukturer och förtroendefulla relationer. Vid krisen 2008–2009 hade medierna en helt annan ”ensamrätt” på nyheter och information än vad de har i dag. Teknologin och sociala medier gör det möjligt för enskilda personer att vara tongivande opinionsbildare. Ju yngre målgrupper, desto färre hämtar sin primära information från traditionella medier. Att arbeta förebyggande för att ha en god krisorganisation i ordning innebär i dag bland annat att ha säkerställt en stabil och stark närvaro i sociala medier. I dag går det inte att förvänta sig att en större tidningsintervju räcker för att få stort nationellt genomslag varken hos dessa målgrupper eller hos allmänheten. Även om traditionella medier även framöver kommer att vara viktiga i Riksbankens kriskommunikation är tempot snabbare och kanalerna fler än vid förra krisen. Nu måste det kommuniceras i många fler digitala kanaler och omvärlden ställer större krav på tydlighet, snabbhet, lyhördhet och dialog. Att nå fram i detta mediebrus genom egna aktiviteter i sociala kanaler är något vi behöver göra för att nå målgrupper som inte nås av de traditionella stora medierna. Kommunikationskartan ser annorlunda ut. Då behöver även Riksbanken ha byggt upp sin position inför nästa kris. Att arbeta förebyggande innebär också att ha arbetat upp en förtroendefull dialog med de finansmarknadsaktörer, medier och de politiker som följer och granskar Riksbanken.

8 Några lärdomar om kommunikation

Sveriges riksbank är i dag en av världens mest öppna centralbanker med alla mått mätt i både akademiska studier men även i interna jämförelser mellan olika centralbanker (se till exempel Dincer och Eichengreen 2014). Det finns en tydlig struktur för det mesta som kommuniceras och med den följer en strategi som i dag går ut på att finnas just där de viktiga samtalen om centralbankers framtid förs – om det så gäller Sundsvall, Basel eller Shanghai.

Finanskrisen fick Riksbanken att öka tempot i bygget av en öppnare, tydligare och mer modern myndighet. Kommunikationen har stått och står fortfarande högt upp på Riksbankens dagordning och att släppa in kommunikatorerna i finrummen är alltid självklart. Centralbanker och andra akademiska kunskapsorganisationer drabbas lätt av ”kunskapens förbannelse”². Finanskrisen tvingade på ett helt nytt sätt samtliga medarbetare att jobba med klarspråk för att öka förtroendet i samhället.

Några av Riksbankens kommunikativa lärdomar under krisen var att det är särskilt viktigt i en kris att ”trycka” ut informationen innan den efterfrågas och därmed arbeta mer förebyggande än normalt. Man kan alltid säga någonting. Även om man inte vet vilka åtgärder som behöver vidtas, hur allvarligt läget är eller vem som kommer att drabbas värst kan man alltid tala om fakta. Det är också viktigt att inte stänga några dörrar i den akuta fasen. Om Riksbanken skulle tvingas ge akut likviditetsstöd till en bank kan den sällan svara på frågan om banken kommer att gå i konkurs längre fram eller om den kommer att behöva mer pengar. Det är även viktigt att hela tiden tala om vad som pågår i nuläget och vad Riksbankens bedömning är utifrån den information som finns tillgänglig. Andra lärdomar av krisen var att Riksbankens stabilitetsrapport behövde bli tydligare och att kunskaperna inom detta område varit mycket bristfälliga vid krisens utbrott. I december 2010 började Riksbanken därför publicera rekommendationer till banker och myndigheter om vilka åtgärder den anser behöver vidtas för att minska riskerna i det finansiella systemet.

² Kommer från the engelska uttrycket ”the curse of knowledge” och syftar på att medarbetare som kan mycket i ett visst ämne kan förutsätter att alla kan lika mycket när de kommunicerar externt med följderna att de talar över huvudet på viktiga målgrupper och glömmer att förklara sammanhanget och innebörden.

Att kommunicera klara och tydliga budskap är svårt. Att göra det i en akut kris är ännu svårare. Om inte kompetens, rutiner, rollfördelning och system finns på plats innan en akut kris uppstår är det svårt att kommunicera effektivt. Bristande kommunikation har dessutom i många fall visat sig förvärra kriser för myndigheter, politiker och organisationer. Genom god kriskommunikation kan man istället påverka händelseutvecklingen och driva krisarbetet framåt. Det är också av stor vikt att samverka och vara tydliga om roller och ansvar i hela den finansiella sektorn. Ett konkret exempel är nätverket FSPOS, Finansiella Sektorns Privat-Offentliga Samverkan, som bidrog till en öppen dialog mellan myndigheter och de privata finansiella aktörerna under den finansiella krisen.³

Sammanfattningsvis, några övergripande lärdomar av de 25 år vi har beskrivit i denna artikel:

- 1) Vikten av att ha sitt hus i ordning före krisen, det vill säga att ha en upparbetad kommunikationsfunktion. Här ingår såväl en strategisk intern diskussion om kommunikation i hela verksamheten som en medveten uppbyggnad av relevanta kanaler som kan användas i såväl normala tider som vid en kris.
- 2) En kris kommer, det är bara en fråga om när och hur den ser ut. Därför behövs ett ständigt fokus på att hålla en proaktiv kriskommunikation uppdaterad. Det kan till exempel innebära att man i normala tider behöver använda nya kanaler för att nå bredare målgrupper så att detta inte måste göras mitt i krisen. Det är också viktigt att tala och skriva klarspråk och se till så att kunskaperna om Riksbankens verksamhet är tillräckligt goda i samhället.
- 3) Öppenheten måste vårdas. De senaste 25 åren har visat att det är en balansgång. Ju öppnare kommunikation, desto mer intern diskussion om regler och struktur så att förtroendet för institutionen upprätthålls även om det råder delade meningar i sakfrågor. En öppenhet utåt kräver förstås också högt i tak internt så att de bästa analyserna och budskapen kan komma fram.

³ Här finns en viktig knutpunkt för branschen och ett av nätverken består av samtliga kommunikationschefer. Gruppen har arbetat fram en tydlig överenskommelse, som är förankrad i respektive ledningsgrupp (se FSPOS 2017). Här finns beskrivet vem som ska ta initiativ till kommunikation vid nästa kris eller angrepp och hur vi samfällt vill att det ska gå till (proaktivt, öppet och snabbt).

Referenser

- Berg, Claes, Pernilla Meyersson och Johan Molin (2018), "Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 18–33, Sveriges riksbank.
- Blinder, Alan (2009), "Talking about monetary policy: The virtues (and vices?) of central bank communication", Working Paper, nr 274, Bank for International Settlements.
- Central Banking Journal (2014), "Transparency award: Sveriges Riksbank", artikel, 13 januari.
- Dincer, N. Nergiz och Barry Eichengreen (2014), "Central bank transparency and independence: updates and new measure", *International Journal of Central Banking*, vol. 10, nr 1, s. 189–253.
- FSPOS (2017), "Kriskommunikation i finanssektorn – en vägledning vid större störningar", Finansiella Sektorns Privat-Offentliga Samverkan.
- Goodfriend, Marvin och Mervyn King (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik", rapport från riksdagen 2015/16:RFR6.
- Hallvarsson & Halvarsson (2010), "Storbankernas och myndigheternas kommunikation under finanskrisen" på uppdrag av Finansiella Sektorns Privat-Offentliga Samverkan.
- Johansson, Catrin och Lars Nord (2011), "Myndigheter i kris – en analys av offentliga aktörers kommunikation under finanskrisen 2008", Rapport nr 11, Mittuniversitetet.
- Meyersson, Pernilla och Pernilla Petrelius Karlberg (2012), *En resa i kommunikation. Fallet Sveriges riksbank*, SNS Förlag: Stockholm.
- Sommerstein, Klara (2013), "Förtroende för Riksbanken", Rapport nr 13, SOM-institutet, Göteborgs universitet.
- Sveriges riksbank (2016), "Riksbankens kommunikationspolicy", tillgänglig på www.riksbank.se.

Riksbankens arbete med finansiell stabilitet före, under och efter den globala finanskrisen

Martin W. Johansson, Johan Molin, Jonas Niemeyer och Christina Nordh Berntsson*

Författarna var verksamma vid Sveriges riksbank under den globala finanskrisen. Martin W. Johansson är nu biträdande avdelningschef på avdelningen för betalningar. Johan Molin är för närvarande senior financial sector expert på Internationella valutafonden i Washington (tjänstledig från avdelningen för finansiell stabilitet). Jonas Niemeyer och Christina Nordh Berntsson är båda seniora rådgivare på avdelningen för finansiell stabilitet.

När Sverige efter 1980-talets avregleringar drabbades av en omfattande bankkris i början av 1990-talet var både privata och statliga aktörer oförberedda på det. Begreppet finansiell stabilitet myntades och man började arbeta med att minska riskerna för en ny bankkris och förbereda sig om krisen ändå kom. Det blev naturligt för Riksbanken att ta en ledande roll i detta eftersom den har ett uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende och en roll som "bankernas bank". I den här artikeln beskriver vi hur Riksbanken efter 1990-talets inhemska finanskris byggde upp sin kapacitet för att analysera risker och sårbarheter i det finansiella systemet. Vi diskuterar också de akuta åtgärder som vidtogs under den globala finanskris som kulminerade kring 2008–2009 och ett antal lärdomar från detta. Vidare diskuterar vi hur arbetet har förändrat fokus sedan krisen klingat av. Avslutningsvis pekar vi på några framtida utmaningar för arbetet med finansiell stabilitet.

1 Bakgrund

Genom historien finns det från alla delar av världen gott om exempel på att banker drabbats av likviditetsproblem, som ibland lett till allvarliga störningar och finansiella kriser för ekonomin i stort. En grundläggande orsak finns i bankverksamhetens natur. Förenklat är en banks affärsidé att låna ut på *lång* sikt till företag och hushåll samt finansiera sig på *kort* sikt, genom insättningar från kunder och genom kortsiktig upplåning på kapitalmarknaden. Vanligtvis fungerar detta problemfritt, men om det av någon anledning uppstår tvivel om bankens finansiella ställning kan det leda till en uttagnastormning, det vill säga att bankens insättare vill ta ut sina pengar samtidigt och att banken får problem med att återfinansiera sig på kapitalmarknaden. Banken kan då få sådana betalningsproblem att den tvingas stänga. Problemen kan lätt fortplanta sig genom hela det finansiella systemet på grund av att det uppstår oro och osäkerhet kring andra bankers exponeringar och finansiella status.¹ När detta sker har vi drabbats av en finansiell systemkris. Den ursprungliga oron kring bankens finansiella ställning behöver inte ens vara välgrundad. Det kan räcka med att det finns en oro, för att detta skeende ska starta.

* Författarna vill tacka Frida Fallan, Stefan Ingves, Kerstin af Jochnick, Göran Lind, Jesper Lindé, Pernilla Meyersson, Marianne Nessén och Anders Vredin för värdefulla synpunkter. Författarna ansvarar för kvarvarande felaktigheter. De åsikter som uttrycks i denna artikel är författarnas egna och ska inte nödvändigtvis uppfattas som Riksbankens ståndpunkter.

¹ En banks exponering är ett belopp. Den kan uppstå när banken till exempel lånar ut till ett företag eller köper en obligation. Exponeringar kan också uppstå via derivat och andra transaktioner.

De samhällsekonomiska kostnaderna av sådana finanskriser är mycket stora. I Sverige var den genomsnittliga tillväxttakten i ekonomin 3 procent per år under åren 1950 till 1990. Under bankkrisen 1991–1993 sjönk istället Sveriges bruttonationalprodukt (BNP) med totalt 4 procent. Under finanskrisen 2008–2009 sjönk den med totalt 6 procent. Sedan 1950 är det bara de två finanskriserna som så påtagligt har påverkat BNP negativt. Finanskriser får därför också betydande penningpolitiska konsekvenser.

Önskan att undvika konsekvenser av det här slaget är ett grundläggande skäl till att det i de flesta länder finns ett omfattande finansiellt skyddsnät i form av exempelvis insättningsgarantier och en särskild tillsyn och reglering av banker. Centralbanken i landet har naturligen en viktig roll i detta skyddsnät. Förmågan att snabbt skapa stora mängder med likvida medel gör nämligen att centralbanken lätt kan tillföra likviditet (till exempel genom nödkrediter) till banker med tillfälliga likviditetsproblem. Centralbanken är också navet i det betalningssystem som bankerna använder för att genomföra betalningar sinsemellan. I Sverige återspeglas Riksbankens roll på detta område i riksbankslagen, där det står att Riksbanken ska "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende".

Det finns alltså goda skäl till att centralbanker har en central roll både i att motverka finansiella risker för att minska risken för finansiella kriser och i att säkerställa en god krisberedskap om krisen ändå skulle inträffa. Behovet av detta arbete blev uppenbart i samband med bankkrisen på 1990-talet. Det kan därför vara intressant att närmare beskriva hur detta arbete har utvecklats sedan dess.

Riksbankens arbete med finansiell stabilitet under de senaste tjugo åren kan i huvuddrag delas in i tre perioder: före, under och efter den globala finanskrisen. Det är tre perioder med ganska olika karaktär. Före krisen låg fokus på att ta vara på lärdomarna från 1990-talets svenska finanskris. Finansiell stabilitet etablerades som ett nytt policyområde, och arbetet inriktades i första hand på att bedöma och förklara riskerna i det finansiella systemet och förbereda för kommande kriser. Under den globala finanskrisen handlade det om att ta fram och genomföra konkreta krisåtgärder. Flera av dessa åtgärder fick improviseras fram och det fanns mindre tid för mer teoretiska resonemang. Efter krisen dominerades arbetet istället av att utveckla det globala regelverket och att utforma nya, ofta gränsöverskridande institutioner och samarbeten för att stärka motståndskraften i det globala finansiella systemet. Man kan något förenklat säga att den finansiella "brandkåren" före krisen försökte analysera var de lokala brandriskerna fanns och förbereda sig för att rycka ut, medan den under krisen fick rycka ut akut och hitta nya sätt att släcka elden på. Slutligen, efter krisen, har fokus till stor del legat på att arbeta förebyggande för att minska risken för både lokala bränder och globala finansiella skogsbränder.

2 Före krisen

Under 1980-talet genomfördes, efter decennier av stränga regleringar, ett antal välbehövliga avregleringar av den svenska finanssektorn. Men den dramatiska bankkris som drabbade Sverige i början av 1990-talet gjorde det plågsamt uppenbart att såväl svenska myndigheter som bankerna själva stod illa rustade inför det nya finansiella landskapet. Varken Riksbanken, den dåvarande Bankinspektionen eller finanssektorns aktörer hade haft tillräcklig överblick över de risker som byggdes upp före krisen. Ingen av myndigheterna hade heller haft ett uttalat mandat att systematiskt följa utvecklingen i det finansiella systemet.

1990-talskrisen ledde till insikten om att Riksbanken behövde stärka sin analyskapacitet kring faktorer som kunde hota stabiliteten i det finansiella systemet för att kunna fullgöra sitt uppdrag. Inte minst behövde analysen av bankerna förstärkas, då bankernas centrala roll i betalningssystemet innebar att stabilitet i banksystemet i praktiken var en förutsättning för stabila betalningar. När Urban Bäckström utsågs till Riksbankschef och Stefan Ingves strax därefter tillträdde som vice riksbankschef kom två personer in i banken som spelat varsin

nyckelroll i hanteringen av 1990-talskrisen – Bäckström som statssekreterare på Finansdepartementet och Ingves som chef för Bankstödsnämnden. Den nya riksbanksledningen gjorde från mitten av 1990-talet en medveten satsning på att bygga upp en finansiell stabilitetsanalys. Målet var att undvika en ny finansiell kris. Medlet var att berätta om de risker som fanns.

2.1 Stabilitetsrapporten – ett sätt att systematisera analysen

Mycket av stabilitetsanalysen kom att fokuseras kring den rapport om stabiliteten i det finansiella systemet som Riksbanken i november 1997 började ge ut två gånger per år. Riksbanken var helt klart inspirerad av Bank of England, som året innan gett ut sin första *Financial Stability Review*, som vid den här tidpunkten visserligen inte innehöll någon utvärdering av stabiliteten i det finansiella systemet, men däremot ett antal fristående artiklar på temat finansiell stabilitet (se Bank of England 1996). Även Norges Bank hade i december 1996 publicerat en rapport om finansiell stabilitet med analyser av banksektorn och finansiella risker (se Norges Bank 1996).

Trots att det alltså fanns ett par föregångare var Riksbanken onekligen en av pionjärerna när det kom till att publicera en egen, regelbunden finansiell stabilitetsanalys. I början var det inte okontroversiellt att offentliggöra centralbankens – eller någon annan myndighets – stabilitetsbedömning. Många menade att det snarare kunde leda till instabilitet på de finansiella marknaderna men Riksbanken stod fast vid bedömningen att det fanns ett värde i att ge ut en nyanserad bedömning och att det skulle underlätta kommunikationen med finansmarknadens aktörer och andra intressenter (se till exempel Andersson 2008). I dag ges stabilitetsrapporter ut regelbundet i ett mycket stort antal länder, liksom av ett antal större internationella organisationer som Internationella valutafonden (IMF) och Europeiska centralbanken (ECB).

Från början var stabilitetsrapporten framför allt ett viktigt verktyg för att styra Riksbankens interna analysprocess. Den tvingade Riksbanken att strukturera arbetet och systematisera analysen. Dessutom blev den en viktig kanal för att föra ut budskap till såväl banker som myndigheter och politiker. Genom att publicera ingående analyser av vilka risker man såg i det finansiella systemet hoppades Riksbanken, i brist på mer handfasta verktyg än ”moral suasion”, det vill säga att påverka via ordets makt, kunna förmå de svenska bankerna att vidta åtgärder för att minska riskerna.² Just greppet att påverka genom att publikt påtala risker har blivit stilbildande.³

Under de dryga tjugo år som rapporten getts ut har den ändrat form och inriktning några gånger. Från början fanns det ganska lite tankegods att falla tillbaka på, och det mesta behövde Riksbanken utveckla på egen hand. Analyserna grundade sig ursprungligen i stort sett uteslutande på publik data, insamlad bland annat från årsredovisningar, kvartalsrapporter med mera.

Efterhand förfinades analysen med mer detaljerade data, exempelvis om bankernas utlåning och finansiering samt om deras exponeringar, vilket gav en tydligare bild av potentiella spridningsrisker. Dessa uppgifter användes bland annat i stresstester, i vilka bankernas motståndskraft mot olika typer av chocker testades. De första av dessa stresstester var tämligen enkla, för att inte säga primitiva, gjorda med hjälp av bland annat gratisprogram nedladdade från internet.

2 För en beskrivning av utmaningarna kring kommunikationen, se till exempel Meyersson och Mikiver (2018).

3 Exempel inkluderar valutafondens Financial Sector Assessment Program (FSAP) och utvärderingar av olika regelverk, till exempel Basiskommitténs Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP).

2.2 Gränsöverskridande banker ställde nya krav

1997 var den svenska banksektorn i allt väsentligt inhemsk, men i slutet av 1990-talet och i början av 2000-talet började bankerna att expandera kraftfullt i Norden och de övriga länderna kring Östersjön. I takt med att de svenska bankerna blev alltmer verksamma i utlandet blev det tydligt att Riksbankens stabilitetsanalys behövde kompletteras med uppgifter om de svenska bankernas utländska exponeringar och förhållandena i berörda länder.

Att bankernas verksamhet blev mer gränsöverskridande innebar dessutom att det riskerade att bli mycket mer komplicerat att hantera en framtida kris. Riksbanken tog därför i början av 2000-talet ett antal initiativ för att förbättra samarbetet och samordningen kring krishantering med myndigheterna i de nordiska och baltiska länderna. Till exempel upprättades ett antal gränsöverskridande samförståndsdocument, så kallade *Memoranda of Understanding* (se till exempel Sveriges riksbank 2006a, ECB 2005 och ECB 2008), och olika arbetsgrupper startades för att bland annat ta fram principer för att dela information och fördela kostnaderna vid en kris. På hösten 2007 genomfördes en stor krisövning som involverade totalt arton myndigheter från de nordiska och baltiska länderna (se Sveriges riksbank 2007b, s. 73, för mer detaljer). En ny sådan övning är planerad till 2019.

Riksbanken var också tidigt ute med att påpeka behovet av vissa överstatliga överenskommelser för att hantera kriser i gränsöverskridande banker. Före den globala finanskrisen var dock det politiska intresset för detta mildt sagt begränsat inom EU. Att Sverige senare valde att ställa sig utanför den så kallade Bankunionen, som lanserades i krisens kölvatten, kan därför möjligen ses som ironiskt i sammanhanget. Att delta i Bankunionen hade dock inneburit att Sverige riskerat att tappa inflytande eftersom Sverige inte tillhör eurozonen. Det fanns därför goda skäl att avvakta och noga analysera vilka konsekvenserna skulle bli om man bestämde sig för att ansluta sig till Bankunionen.

2.3 Artiklar i stabilitetsrapporten

I stort sett från starten innehöll Riksbankens stabilitetsrapport, förutom själva stabilitetsanalysen, även artiklar på olika teman. De första åren låg fokus i dessa artiklar på att konceptuellt beskriva olika slags risker i det finansiella systemet, men artiklarna handlade även om aktuella frågor. Exempelvis var riskerna med den så kallade millenniebuggen och åtgärder för att hantera riskerna med den ett återkommande tema i slutet av 1990-talet, och inför euroomröstningen 2003 var givetvis euron och de potentiella effekterna på den finansiella stabiliteten av att ansluta sig till euron ett viktigt tema.

Svenska bankers internationella expansion uppmärksammades i en artikel hösten 2002. Vid den här tidpunkten hade exempelvis bankernas baltiska verksamheter inte hunnit växa sig så stora att de gav upphov till oro, och riskerna diskuterades på ett ganska allmänt och teoretiserande plan. De slutsatser som drogs var av det försiktigare slaget: "... [riskerna] måste dock vägas mot den bättre riskspridning bankerna uppnår genom att verksamheten diversifieras" (Sveriges riksbank 2002, s. 69).

I takt med att analysen utvecklades började artiklarna dock ofta få ett mer policyinriktat innehåll, där Riksbanken exempelvis kunde peka på brister i det finansiella regelverket (Sveriges riksbank 2001, s. 65–71), utveckla analysen kring sin roll att agera som sista låneinstans, vanligen uttryckt som "lender of last resort" (LoLR) (se Sveriges riksbank 2003, s. 57–72). Man kan säga att Riksbankens grundläggande hållning under denna tid var att särskilda regleringar krävde att man kunde påvisa vad som i mikroekonomisk terminologi brukar kallas marknadsmisslyckanden, som exempelvis förekomsten av externa effekter eller kollektiva varor. Även om det var lätt att peka på många välkända marknadsmisslyckanden som motiverar särskild reglering och tillsyn av den finansiella sektorn, kan man nog säga att inställningen till reglering före den globala finanskrisen baserades mer på teoretiska resonemang än under de efterföljande åren, då synen på behovet av regleringar byggde på mer handfasta erfarenheter från krisen.

2.4 Riskerna som ledde till den globala finanskrisen

Hur väl lyckades Riksbankens stabilitetsrapport identifiera de problem som ledde fram till den globala finanskrisen? Både bra och mindre bra kan man säga i efterhand. I stort sett ingen i hela världen hade förutsett en kris av den globala omfattning som började 2007 och blev akut i september 2008 när den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs. I sin stabilitetsrapport uppmärksammade dock Riksbanken den snabba kreditexpansionen i de baltiska länderna, och riskerna med denna, förhållandevis tidigt. Däremot missade Riksbanken, liksom de flesta andra centralbanker, i stort sett riskerna med bankernas växande utlandsfinansiering som visade sig leda till att de fick finansieringsproblem under krisen.

2.4.1 Stabilitetsrapporten och de baltiska länderna

På våren 2004 varnade Riksbanken för risken för överhettning i de baltiska länderna (Sveriges riksbank 2004, s. 13). Riksbanken påpekade samtidigt att Estland och Lettland hade knutit sina valutor mot euron via sedelfonder. Lettland hade dessutom knutit sin valuta via en valutakorg som 2005 skulle övergå till en fast kurs mot euron. Riksbanken anmärkte – aningen torrt – att med fasta växelkurser skulle penningpolitiken inte bli användbar för att dämpa eventuella tendenser till överhettning. I höstnumret 2005 av stabilitetsrapporten hade Riksbanken en särskild fördjupning om storbankernas utlåning i de baltiska länderna. Riksbanken konstaterade där att expansionen i Baltikum medförde ”en positiv diversifieringseffekt ... [men] att den hittillsvarande utvecklingen inte kan fortsätta i samma takt ... [och att en] ökad volatilitet i intjäningen och mer omfattande exponeringar på en icke-traditionell kundkrets måste därför ses som möjliga riskfaktorer” (Sveriges riksbank 2005b, s. 38–39). På våren 2006 var det tydligt att krediterna i Baltikum eskalerade ohållbart snabbt i både företags- och hushållssektorn, och Riksbanken varnade i stabilitetsrapportens sammanfattning för att den kraftiga kredittillväxten inte skulle kunna fortgå ”hur länge som helst” (Sveriges riksbank 2006b, s. 8). Riksbanken påtalade hösten 2006 också att riskerna för de svenska bankerna blivit allt mer påtagliga, särskilt för de två banker som hade störst exponering mot de baltiska länderna och vars intjäning till stor del kom från verksamheten där (Sveriges riksbank 2006c, s. 10–11, 29). Tecknen på att de baltiska ekonomierna var överhettade blev nu allt tydligare. Riksbanken konstaterade att de finanspolitiska åtgärder som de baltiska länderna hade vidtagit inte varit tillräckliga för att dämpa den ökande efterfrågan samtidigt som de fasta växelkurserna gjorde det svårt att använda penningpolitik för att motverka överhettningen (Sveriges riksbank 2006c, s. 10–11, 29).

Samtidigt som Riksbanken tidigt pekade på oroande faktorer i Baltikum kan man i efterhand konstatera att det språkbruk som användes i rapporten till en början tonade ner riskerna för de svenska bankerna med denna utveckling (se Sveriges riksbank 2005a, s. 30, och Sveriges riksbank 2005b, s. 31). Det var först 2006 som tonen i stabilitetsrapporten började skärpas, och riskerna för de svenska bankerna togs på allvar.

2.4.2 Likviditetskrisen 2007–2008

På våren 2007 – i det ännu relativa lugnet före stormen – redogjorde Riksbanken i en särskild fördjupning i stabilitetsrapporten för de begynnande problemen på den amerikanska subprime-marknaden, något som då ännu inte fått verkligt allvarliga återverkningar i det globala finansiella systemet. Dessa problem kom dock senare att i stor utsträckning utgöra grunden för den förtroende- och likviditetskris som bröt ut bland internationellt verksamma banker. Den efterföljande analysen visade att ingen fullt ut hade förstått hur amerikanska banker paketerat om bolån till instrument med hög rating, och hur kopplingen mellan bostadsmarknaden i USA och de globala finansiella marknaderna såg ut.⁴

4 Några ledande akademiker, till exempel Rajan (2005), pekade på att det fanns problem, men underskattade ofta konsekvenserna och nådde inte ut till en bredare krets.

I stabilitetsrapporten pekade Riksbanken också på de historiskt låga riskpremierna på olika tillgångsmarknader och riskerna för att priserna framöver skulle korrigeras kraftigt på dessa marknader (Sveriges riksbank 2007a, s. 17). I ljuset av den turbulens som rådde under tiden strax före Lehman Brothers konkurs publicerade Riksbanken i stabilitetsrapporten en artikel om nya utmaningar kring den finansiella stabiliteten. Ett antal ”nya” riskfaktorer noterades: minskad transparens på grund av komplexa instrument, ökat beroende av marknadslikviditet, mer snabbväxande finansiella marknader, ökad risk för spridning av problem över gränserna och ökande operativa risker. De svenska myndigheterna hade därmed möjligen en något större förståelse för de globala finansriskerna än vad som var fallet före 1990-talskrisen. Samtidigt anade de knappast den fulla vidden av spridningsriskerna inför krisen som inleddes 2007.

3 Under krisen

I augusti 2007 ansåg Riksbankens direktion att de globala riskerna kunde skapa en situation där Riksbanken och övriga svenska myndigheter behövde vidta konkreta åtgärder även på hemmaplan. Den svenska finansiella brandkåren behövde se över sin verktygslåda. Någon järnaffär med färdiga verktyg fanns inte, och Riksbanken fick därför till stor del utveckla egna, ofta helt nya instrument. Även om det fanns inspiration att få från internationella och historiska exempel fick alltså mycket bli hemmasnickrat (se Ingves 2018).

Efter att Lehman Brothers gick i konkurs i september 2008 utvecklade Riksbanken flera nya extraordinära faciliteter genom att tillföra likviditet i olika former till olika delar av det finansiella systemet.⁵ Som mest lånade Riksbanken ut 30 miljarder amerikanska dollar under våren 2009 och cirka 375 miljarder kronor i november 2009 (se till exempel Sveriges riksbank 2010a, s. 35). Storleken på Riksbankens balansräkning mer än trefaldigades. Under krisen förhandlade Riksbanken fram swapavtal med Federal Reserve (Sveriges riksbank 2008b) och ECB (Sveriges riksbank 2009b, s. 36, eller Sveriges riksbank 2010a, s. 24) och gav stöd till Lettland (Sveriges riksbank 2008f) och Island (Sveriges riksbank 2008a).⁶ Vidare gav Riksbanken riktad likviditetstöd (så kallade nödkrediter) till den isländska banken Kaupthings svenska dotterbank (Sveriges riksbank 2008d) och till Carnegie (Sveriges riksbank 2008e) samt hjälpte regeringen att utarbeta en stabilitetsplan och ett garantiprogram för bankernas marknadsfinansiering.

Med viss självkritik kan man konstatera att Riksbanken före krisen möjligen hade fokuserat för mycket på teoretiska resonemang och för litet på operativa frågor kring hur man tillför likviditet på olika sätt. I operativa frågor tvingades Riksbanken improvisera och snabbt lära av andra centralbanker. Avdelningarna jobbade före krisen också ganska parallellt och oberoende av varandra. Krisen krävde nya beslutsvägar, nya samarbetsformer och nya aktiviteter för att skapa de faciliteter som var nödvändiga för att Riksbanken skulle kunna sköta sitt uppdrag att se till att det finansiella systemet i Sverige fungerade.

3.1 Centralbanksåtgärder

Mer principiellt kan man konstatera att det finns åtminstone sex olika typer av åtgärder som en centralbank kan genomföra i en finansiell kris, utöver de åtgärder som den genomför i normala fall.

⁵ För en sammanställning av de åtgärder som Riksbanken och andra svenska myndigheter vidtog under den finansiella krisen 2008, se Sveriges riksbank (2009a, s. 29–31). På Riksbankens hemsida (riksbank.se) finns också en sammanställning av åtgärderna under 2007–2010.

⁶ Ett swapavtal om valuta är en överenskommelse om att köpa, respektive sälja en valuta till dagens kurs för att sedan sälja, respektive köpa tillbaka samma valuta vid ett bestämt tillfälle i framtiden till en given kurs. Ett swapavtal mellan centralbanker är i praktiken ett slags lån från en centralbank till en annan.

För det första kan centralbanken införa generella faciliteter som tillför likviditet i den egna valutan i större omfattning än vad som sker i normala tider.⁷ Centralbanken kan nämligen skapa mer centralbankspengar med några enkla knapptryck och det finns inga begränsningar för denna typ av likviditetstillförsel. Under krisen lånade Riksbanken till exempel ut som mest cirka 375 miljarder kronor i olika generella faciliteter. Eftersom betalningssystemet är slutet, är detta i första hand åtgärder som syftar till att skapa förtroende mellan aktörerna i det finansiella systemet. Det betyder att en bank som lånar av Riksbanken måste lämna ifrån sig säkerheter vars värde motsvarar det banken får låna i likvida medel, säkerheter som den normalt annars skulle kunna använda på marknaderna för att komma åt likvida medel. Banken som får lån av centralbanken använder dessa för att betala till någon annan bank och i slutet av dagen kommer allt tillbaka till centralbanken. Denna typ av centralbanksutlåning är därför i första hand betydelsefull om förtroendet mellan olika finansiella aktörer har urholkats. På samma sätt innebär en kvantitativ lättnad (så kallad quantitative easing på engelska) att centralbanken köper säkerheter och betalar med centralbanksmedel. Därmed expanderas centralbankens balansräkning och bankerna kan ersätta mindre likvida medel som olika former av värdepapper med det mest likvida – centralbanksmedel. Genom att låna ut på längre löptider till en förutbestämd ränta kan centralbanken också signalera att räntan kommer att fortsätta att vara låg under en längre tid. Det var precis vad Riksbanken gjorde med de lån som gavs till fast ränta under 2009 (se till exempel Elmér m.fl. 2012).

För det andra kan en centralbank rikta likviditetsstöd till en enskild bank, så kallade nödkrediter. Under krisen gav Riksbanken till exempel nödkrediter till Kaupthings svenska dotterbank och Carnegie. Nödkrediter har en lång tradition och har länge setts som en central uppgift för centralbanker (se till exempel Sveriges riksbank 2003, s. 57–72). Bakgrunden är det problem som vi angav i inledningen, nämligen att banker normalt lånar ut med en lång löptid medan deras finansiering ofta har en kort löptid och är nominellt bestämd. Denna skillnad i löptid, i kombination med att insättningarna är nominellt bestämda, skapar en risk för uttagsanstormningar (se till exempel Diamond och Dybvig 1983). Mycket av diskussionen kring nödkrediter kommer från Walter Bagehot (Bagehot 1873), och Paul Tucker har sammanfattat detta med att centralbanker för att undvika panik ska låna ut tidigt och generöst (det vill säga utan gränser för krediterna) till solventa banker mot goda säkerheter och till hög ränta (Tucker 2009, s. 3). Ytterligare en utgångspunkt för att en bank ska kunna få nödkrediter är normalt att den ska vara systemviktig. Om alla banker för enkelt kan få likviditet från centralbanken på extraordinära villkor så riskerar det nämligen att försvaga bankernas vilja att minska sina egna risker, det vill säga skapa så kallade moral hazard-problem. Det är dock inte lätt att snabbt bedöma om en bank är solvent och systemviktig. Dessa bedömningar varierar också mycket över tid, vilket fallen med Kaupthing och Carnegie illustrerar. Det är högst osannolikt att någon av dessa banker hade bedömts vara systemviktig före krisen, men i den skakiga omvärld som följde efter att Lehman Brothers hade gått i konkurs och innan de mer strukturella krisåtgärderna (till exempel reformerna av insättningsgarantin) hade sjuöatts bedömde Riksbanken det som alltför riskabelt att låta dessa banker gå i konkurs (se Ingves 2018).

För det tredje kan centralbanken tillföra likviditet i utländsk valuta. Under krisen lånade Riksbanken till exempel ut 30 miljarder amerikanska dollar i generella faciliteter.⁸ För att kunna göra det måste centralbanken ha tillgång till den utländska valutan, antingen genom en egen valutareserv eller genom att låna upp valutan när det behövs. Ibland – om de internationella relationerna är goda och det ligger i motpartens intresse – kan centralbanken låna den utländska valutan av andra centralbanker via ett swapavtal. Om centralbanken

7 I normala fall fungerar centralbanken som likviditetsförsörjare genom att se till att ekonomin får tillgång till den likviditet den behöver. För att detta ska fungera behöver dock likviditeten strömma ganska fritt mellan olika banker och andra aktörer i ekonomin. I en finansiell kris fungerar inte dessa överföringar lika smidigt och centralbanken kan behöva tillföra extra mycket likviditet för att säkerställa att betalningsväsendet fortsätter att fungera.

8 Även nödkrediter i utländsk valuta är möjliga.

istället måste införskaffa den utländska valutan via marknaderna riskerar det dock att bli mycket dyrt om den lånar upp valutan först vid en kris. Under krisen 2008–2009 använde Riksbanken både den egna valutareserven och det swapavtal med Federal Reserve som skapades speciellt under krisen. Likviditetsstöd i utländsk valuta kan antingen ges i form av en generell facilitet eller riktat till en enskild bank. Bankerna behöver till exempel utländsk valuta om de har finansierat sig utomlands och behöver betala tillbaka skulden i utländsk valuta. Noteras bör att om centralbanken lånar ut utländsk valuta och bankerna kan använda säkerheter i svenska kronor så minskar den privata sektorns totala innehav av säkerheter i svenska kronor.

För det fjärde kan centralbanken justera vilka säkerheter man accepterar från bankerna. I normala tider behöver bankerna ha säkerheter för att genomföra betalningar i betalningssystemet. Om centralbanken tillåter fler säkerheter (eller justerar ner säkerhetsavdraget) så kan bankerna öka sin upplåning. Även detta gjorde Riksbanken under krisen då bankerna i större omfattning tilläts använda sina egna säkerställda obligationer som säkerhet för lån i Riksbanken.⁹

För det femte kan centralbanken agera mot fler motparter i ekonomin. I normalfallet är bankerna mellanhänder mellan centralbanken och den övriga ekonomin. Penningpolitiken genomförs till exempel genom att reporäntan styr vad bankerna behöver betala när de lånar eller placerar i centralbanken. Oftast är det bara större banker som är med i denna penningpolitiska process direkt med centralbanken. Reporäntan får sedan effekt på den ekonomiska utvecklingen genom att den påverkar storbankernas räntor till sina kunder (och andra banker) samt genom förväntningar om framtida räntor. I en kris kan förtroendet mellan bankerna försvinna och då påverkas inte bankerna på ett enhetligt sätt av reporäntan och den så kallade transmissionsmekanismen tappar styrfart. Ett sätt för centralbanken att mildra detta är att öka motpartskretsen, det vill säga genom att agera direkt mot fler aktörer i ekonomin. Ofta är det dock svårt att göra något åt motpartskretsen på kort sikt, eftersom det kräver betydande operativa resurser och tar tid att genomföra. Under krisen övervägde Riksbanken dock även detta för att nå ut till en bredare krets av banker.

För det sjätte kan centralbanken också bidra med sin kunskap om finanskriser genom att hjälpa till vid utformningen av lämpliga åtgärder på annat håll. Under krisen lånade Riksbanken till exempel ut flera anställda till Finansdepartementet för att delta i arbetet med att ta fram regeringens stabilitetsprogram. Genom sitt internationella kontaktnät kan en centralbank också ibland agera för att minska riskerna utomlands, vilket kan vara nog så viktigt för stabiliteten hemmavid. Under krisen bidrog till exempel riksbanksanställda till att analysera problemen på Island och Riksbanken ställde upp med ett swapavtal. I Lettland bidrog riksbanksanställda till IMF:s utvärdering av Lettlands bankproblem och sedelfond. Riksbanken tecknade också ett swapavtal med Lettland. Ett tydligt syfte med dessa åtgärder var att minska riskerna att kriserna där skulle spilla över på det svenska finansiella systemet.

3.2 Några lärdomar från krisen

På många sätt ställde den globala finanskrisen Riksbanken inför ett antal utmaningar och det kan därför vara väsentligt att fundera nu, tio år senare, på vilka lärdomar man kan dra av detta.

En lärdom är att det är viktigt att *snabbt identifiera problemet*. Redan när problemen på de globala finansmarknaderna eskalerade i augusti 2007 – den 9 augusti tvingades ECB tillföra 95 miljarder euro i likviditet när franska banker höll på att gå omkull – kunde man se tecken på att de internationella likviditetsriskerna ökade och att det därmed fanns en risk att detta skulle spilla över till Sverige.

⁹ Säkerställda obligationer har ett extra skyddslager för investeraren. För att investeraren ska göra en förlust krävs både att banken går i konkurs och att de underliggande tillgångarna, ofta bolån, som ingår i säkerhetspoolen inte skapar tillräckliga kassaflöden.

En annan lärdom är att det gäller att *snabbt identifiera potentiella, konkreta åtgärder*. Det är ofta bråttom i en kris och åtgärder behöver genomföras baserat på inkomplett och osäker information. Frågan är vad som kan göras och hur snabbt det kan göras. För en centralbank handlar det ofta om att använda sin balansräkning. Det gäller också att vara konkret och att hitta åtgärder som kan omsättas i praktiken.

Det handlar också om att *genomföra åtgärder tillräckligt snabbt och i tillräcklig omfattning*. Det kräver beslutskraft. För små åtgärder riskerar att förvärra situationen – det gäller att visa att centralbanken är beredd att göra det som krävs för att återskapa förtroendet.

Det är därför också viktigt att det finns *politisk konsensus och en koordinering mellan myndigheter*. Myndigheter och politiker behöver vara överens om grunden för de olika krisåtgärderna. Politisk oenighet kan nämligen underminera förtroendet för åtgärderna. Man behöver fördela och koordinera arbetet både inom landet och med relevanta utländska myndigheter. Kommunikation kring åtgärder och beslut behöver också koordineras. Ett exempel på sådan koordination är de svenska myndigheternas och den svenska regeringens agerande när de internationella finansiella marknaderna upphörde att fungera, efter Lehman Brothers konkurs. Bankerna kunde då inte längre låna på kapitalmarknaderna, eller endast göra det mot de allra bästa säkerheterna. Då erbjöd Riksgälden snabbt en facilitet som i praktiken betydde att bankerna kunde byta in säkerställda obligationer och få statskuldväxlar istället. Riksbanken genomförde en rad krisåtgärder och tillförde likviditet på flera sätt. Regeringen lade fram förslag på högre insättningsgaranti och ett mer omfattande krispaket som bland annat inkluderade ett program där bankerna kunde ge ut obligationer med statlig garanti.

På det internationella planet fanns det också ett betydande och nära samarbete. De stora centralbankerna delade löpande information med varandra, till exempel inom ramen för Bank for International Settlements (BIS)-samarbetet. Viktigt informellt samarbete skedde också inom ramen för Internationella valutafonden. Under krisen koordinerade centralbanker också olika åtgärder för att uppnå maximal effekt. Ett exempel på det är att flera av villkoren för auktionerna i amerikanska dollar synkroniserades mellan länder. Som gammal medlem i BIS och som centralbank i ett G10-land fick Riksbanken ta del av detta samarbete, vilket underlättade krishantering och därmed gynnade den svenska ekonomin. Beroendet av *goda relationer och ett välutvecklat samarbete med utländska myndigheter* ökar således dramatiskt under en internationell finanskris. Därmed är det av avgörande betydelse att, i tider av finansiell stabilitet, bygga effektiva informationskanaler och förtroende mellan myndigheter, såväl inom landet som över gränserna.

Ytterligare en lärdom är att finansiell stabilitet ytterst handlar om *förtroende*. Det var skälet till att Riksbanken tidigt i krisen deklarerade: "För att värna den svenska finansiella stabiliteten och säkerställa finansmarknadernas funktionssätt står Riksbanken beredd att tillföra den likviditet som behövs" (se Sveriges riksbank 2008c). För att bygga förtroende är *transparens* centralt (se även Meyersson och Mikiver 2018). Genom att offentligt redovisa omfattningen av problemen minskar risken för spekulationer om hur illa det är. Ofta är just osäkerheten om problemens omfattning en minst lika stor källa till oro som problemen i sig. När Kaupthing och Carnegie fick så kallade nödkrediter var det därför viktigt för Riksbanken att bankerna publicerade information om detta. Det visade sig också att den informationen hade en lugnande inverkan på marknaderna och stärkte marknadernas förtroende för dessa banker.

En intern lärdom är att *det krävs många olika slags kunskaper och kompetenser*, av såväl analytisk som mer operativ karaktär, för att kunna hantera en finansiell kris och att det är helt centralt att ha *tränat på krishantering*. Under finanskrisen blev det uppenbart att operativ kunskap är oundgänglig för att kunna ta fram tillräckligt konkreta och genomförbara förslag. Det är dock för sent att bygga upp sådan kunskap när krisen väl slagit till. Det är också viktigt

att skapa ett klimat internt inom organisationen som andas ”beslutsläge”. Frågor kan inte diskuteras för länge utan man får pröva sig fram. Det är viktigare att göra ungefär rätt snabbt, än att analysera allt ytterligare en gång för att göra alldeles rätt – men för sent. Om ett beslut inte blir helt rätt första gången får man korrigera det påföljande dag. I ett sådant läge är det viktigt med tydliga ansvarslinjer, att höga chefer kan delegera, att det finns ett gemensamt mål och att det finns tillräcklig flexibilitet för att använda nya arbets- och samarbetsformer. Erfarenheten visar också att *det inte fungerar att ha en väsentligt annan organisation i kris än i normala tider*. Före krisen hade Riksbanken konkreta planer på att aktivera en separat krisorganisation vid en kris. Den kom dock inte att användas i praktiken, utan arbetet föll tillbaka till Riksbankens normala organisation, där varje avdelning beredde direktionens beslut inom sina respektive ansvarsområden. Vad som däremot ändrades vid krisen var att samarbetet mellan avdelningarna ökade väsentligt.

Många av de krisåtgärder som lanserades under finanskrisen analyserades utifrån vilka effekter de förväntades få samt hur de konkret skulle införas. Men det som fick mindre uppmärksamhet var vad som händer därefter och risken för att krisåtgärden skulle bli permanent. Det är dock viktigt att *tidigt fundera på olika strategier för att återgå till ett normalläge*. Behovet av att *följa upp vad bankerna gör med nödkrediter* blev också en ny lärdom. Före krisen antog Riksbanken att en av centralbankens viktigaste roller för att återskapa finansiell stabilitet i en kris var att besluta om en bank skulle få nödkredit eller inte. Att ett beslut om en nödkredit bara var startpunkten för det arbetet förutsåg man inte.

I efterhand kan man nog säga att Riksbankens och andra svenska myndigheters kris-hantering under den globala finanskrisen var relativt framgångsrik. De massiva insatserna med likviditetstillförsel lindrade finanskrisen. Även om det fanns risker med en så massiv utlåning så betalade det sig. Betalningssystemet fungerade utan större störningar. Kredit-givningen och möjligheterna att hantera risker fick sig en törn i de mest akuta lägena men kunde ändå successivt återupprättas. BNP föll visserligen dramatiskt under 2008 och 2009, men den svenska ekonomin återhämtade sig relativt fort. Man kan också konstatera att Riksbanken gick med viss vinst på kuppen.

4 Efter krisen

Globalt sett blottade finanskrisen stora risker i bankernas verksamhet som såväl myndigheter som bankerna själva grovt hade underskattat. Bankerna hade för litet kapital och otillräcklig likviditet. Spridningsriskerna mellan banker i samma land och mellan bank-systemen i olika länder var större än de allra flesta hade anat. Riskerna behövde begränsas på flera sätt. Det var tydligt att det behövdes striktare regler och att dessa regler behövde vara globala för att på ett effektivt sätt främja finansiell stabilitet. De tio år som har gått sedan krisen slog till har därför dominerats av en global regleringsagenda och detta har också fått institutionella konsekvenser. Krisen och de globala förändringarna har också påverkat utvecklingen både inom EU och i Sverige.

4.1 Global nivå

Svallvågorna från den globala finanskrisen gav som sagt upphov till ett brett globalt reformarbete i syfte att minska risken för ytterligare finanskriser och begränsa konsekvenserna av dem om de ändå skulle inträffa. Regelförändringarna var så stora att vissa bedömare har pratat om en ”regleringsunami”.

4.1.1 Det institutionella ramverket

På det globala planet tog Baselkommittén ledningen efter krisen och skärpte kraven på bankerna. Det medförde att Baselkommittén blev mycket mer politisk än den hade varit

förut.¹⁰ Financial Stability Board (FSB) tog också på sig en större roll att koordinera reformarbetet mellan de globala standardsättarna och omvandlade också sig själv till en formell juridisk enhet vilket har gett den en mer betydelsefull roll som G20-ländernas förlängda arm på finansområdet.^{11,12}

4.1.2 Nya regler och ett nytt politikområde

De tydligaste exemplen på nya regler efter krisen finns inom banksektorn. I Baselkommittén för banktillsyn kom man överens om nya och striktare krav på bankerna i ett omfattande nytt regelverk, Basel III.¹³ De nya globala standarderna innebär att bankerna måste ha betydligt mer kapital och dessutom av bättre kvalitet, det vill säga sådant kapital som direkt kan täcka förluster. De innebär också att bankerna måste uppfylla ett kompletterande kapitalkrav, bruttosoliditetskravet, där exponeringarna inte riskvägs. Basel III innehåller också helt nya likviditetskrav: ett som innebär att bankerna måste ha en viss mängd likvida medel (LCR) och ett som är inriktat på att löptiden på skulderna inte får vara för kort i förhållande till löptiden på tillgångarna (NSFR).¹⁴ En ytterligare del av Basel III är att länderna ska införa golvregler så att de banker som har tillåtelse att beräkna sina egna risker inte ska kunna hålla för litet kapital i förhållande till de banker som använder Baselkommitténs standardmodeller. Dessa standardmodeller har också gjorts om och blivit striktare.¹⁵

Kraven på bankernas stabilitet har alltså skärpts. Samtidigt var en annan tydlig lärdom av den globala finanskrisen att det inte räcker med att bara säkerställa att varje enskilt institut är stabilt. Myndigheterna måste även analysera och bedöma riskerna i det finansiella systemet som helhet och det behövs också verktyg för att kunna motverka de systemövergripande risker som identifieras. Dessa insikter kom att ge upphov till utvecklingen av ett helt nytt politikområde – makrotillsyn.¹⁶ Till skillnad från den traditionella (mikro)tillsynen som riktar in sig på risker i enskilda finansiella institut, handlar makrotillsynen om riskerna i det finansiella systemet *som helhet*. Den fokuserar på kopplingarna inom det finansiella systemet, det vill säga hur olika institut är exponerade gentemot varandra, och i vilken utsträckning olika institut är exponerade mot samma typ av sektorer eller risker, till exempel fastighetsmarknaden.

Även om makrotillsyn fortfarande är ett politikområde vars teori och praktik är under utveckling och många makrotillsynsfrågor är ganska nationella, ledde krisen till några konkreta åtgärder på global nivå. Lehman Brothers konkurs gjorde det till exempel uppenbart att det ur ett finansiellt systemperspektiv var viktigare att se till att vissa banker överlevde än andra. Det var därför naturligt att ställa striktare krav på dessa *systemviktiga banker*, så kallade G-SIBs (Global Systemically Important Banks), än på andra banker. Det blev också tydligt att riskerna för den finansiella stabiliteten varierade över tiden. Därför gavs nationella

10 Baselkommittén för banktillsyn (på engelska "Basel Committee on Banking Supervision") är den globala standardsättaren för bankregler. Dess syfte är att främja global finansiell stabilitet genom att förbättra och harmonisera såväl bankregler som tillsyn av banker. Kommitténs medlemmar är centralbanker och tillsynsmyndigheter från 27 länder över hela världen. Såväl Riksbanken som Finansinspektionen är medlemmar.

11 Till de globala standardsättarna på det finansiella området brukar man räkna i första hand Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) och International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

12 FSB är en internationell organisation som följer och rekommenderar förbättringar av det globala finansiella systemet. Dess medlemmar består av Finansdepartementet, centralbanker och tillsynsmyndigheter från G20-länderna samt ett antal globala standardsättare. Inga svenska myndigheter är formella medlemmar i FSB men i några få fall får svenska myndigheter delta på speciell inbjudan av FSB.

13 Den första delen av Basel III antogs i december 2010 (BIS 2010) och den sista delen i december 2017 (BIS 2017).

14 Likviditetstäckningsgraden (Liquidity Coverage Ratio – LCR) innebär något förenklat att banken måste ha tillräckligt med likvida medel för att kunna överleva ett stressat scenario där utflödena blir större än normalt under 30 dagar. Den stabila nettofinansieringskvoten (Net Stable Funding Ratio – NSFR) innebär något förenklat att banken måste ha tillräckligt med stabil finansiering för att klara ett stressat scenario på ett år.

15 För en beskrivning av Basel III-standarderna, se till exempel Niemeyer (2016).

16 Man kan i vart fall säga att makrotillsyn har *presenterats* som ett nytt politikområde. En del av de makrotillsynsåtgärder som diskuteras i dag liknar dock åtgärder som fanns under tiden med mer reglerade kapitalmarknader, till exempel i Sverige före 1985. En del asiatiska länder har infört liknande regler redan före den globala finanskrisen.

myndigheter möjlighet att sätta högre kapitalkrav under vissa perioder och andra länder förband sig att respektera dessa högre krav under vissa villkor.¹⁷

Baselkommittén kom också tillsammans med IOSCO överens om krav på marginal-säkerheter när ett institut handlar med derivat som inte clearas centralt. Ett av motiven är att säkerställa att handeln med standardiserade derivatkontrakt till största delen clearas via centrala motparter för att därigenom minska spridningsriskerna.

Andra globala standardsättare skärpte också kraven på olika finansiella institut. FSB tog till exempel fram riktlinjer för återhämtningsplaner och resolutionsplaner för banker. FSB utvecklade också standarder för en ny typ av skuld som banker måste ha.¹⁸ Om banken går omkull måste denna typ av skuld kunna täcka förluster eller konverteras till aktier.

4.1.3 Riksbankens arbete globalt

För Sverige som är en liten öppen ekonomi med stor banksektor som till stor del finansierar sig utomlands, är de globala spridningsriskerna till den svenska finansiella sektorn uppenbara. Riksbanken har därför efter krisen lagt ner ett betydande arbete på att verka för tillräckligt strikta globala regler. När globala överenskommelser väl är klara har strategin varit att säkerställa att de inte urvattnas. Arbetet med detta har väsentligt underlättats av att Stefan Ingves 2011 valdes till ordförande i Baselkommittén. Även om han i sin ordföranderoll inte företräder Sverige har Riksbankens medarbetare genom den fått en unik möjlighet till inblick i förhandlingsspelet och att påverka de nya globala standarderna. Hans ordföranderoll har också gett andra länders representanter ett avsevärt större intresse för Riksbankens syn. Riksbanken har också deltagit aktivt i IMF:s arbete kring globala obalanser och risker.

4.2 EU-nivån

Globala överenskommelser är svåra att göra juridiskt bindande. Istället sker lagstiftningen på EU-nivå eller nationell nivå. EU har i stora drag infört de nya globala standarderna i lag, och har då i ökande omfattning valt att göra det via förordningar som blir direktverkande i alla medlemsländer, snarare än via direktiv som måste tolkas och införas i nationell lag. På så vis har EU-regelverket harmoniserats i större omfattning än tidigare.

Förhandlingarna om hur de globala regelverken ska implementeras i EU har dock varit utmanande, eftersom strukturen för såväl den finansiella sektorn som andra nyckelsektorer skiljer sig mycket åt mellan EU-länderna. Exempelvis har flera av de obalanser som identifierats kommit från fastighetsmarknaderna, vilka fungerar ganska olika i olika EU-länder. Att hitta gemensamma EU-ramar för regelverket för makrotillsyn har därför varit särskilt utmanande samtidigt som både behovet av och det politiska trycket på ett gemensamt ramverk har varit stort för att främja den gemensamma marknaden.

4.2.1 Det institutionella ramverket

Krisen ledde också till att det institutionella ramverket inom EU förändrades betydligt. EU:s dåvarande tre tillsynskommittéer omvandlades 2011 till nya självständiga myndigheter: en för banker, European Banking Authority (EBA), en för försäkringar, European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) och en för värdepapper, European Securities and Markets Authority (ESMA). Dessa myndigheters befogenheter utökades också och inkluderar nu dels att säkerställa att de nya finansiella reglerna implementeras korrekt, dels att ta fram tekniska standarder som komplement till reglerna, dels att säkerställa att reglering och tillsyn är lämplig, effektiv och harmoniserad inom EU. Det är tillsynsmyndigheterna som är

¹⁷ Ett exempel är den så kallade kontracykliska kapitalbufferten eller Countercyclical Capital Buffer (CCyB), där alla Baselmedlemmar har förbundit sig att följa de nivåer (upp till 2,5 procentenheters extra kapitalkrav) som andra medlemsländer i Baselkommittén applicerar på exponeringar i hemlandet.

¹⁸ Total förlustabsorberande kapacitet för globalt systemviktiga banker (Total Loss Absorbing Capacity – TLAC) innebär något förenklat ett krav på att världens största och viktigaste banker har tillräckligt med kapital – eller skuld som kan omvandlas till kapital – för att tackla en större finanskris.

medlemmar i dessa tre myndigheter.¹⁹ Om ett lands banktillsynsmyndighet ligger utanför centralbanken är också landets centralbank normalt observatör i EBA:s styrelse.²⁰

Vidare fick insikterna om att det behövdes ett systemövergripande perspektiv tydliga institutionella konsekvenser på EU-nivå. EU beslöt att skapa en helt ny organisation, ett europeiskt makrotillsynsorgan: Europeiska systemrisknämnden, European Systemic Risk Board (ESRB). Denna nämnd, som inledde sin verksamhet 2011, fick i uppdrag att identifiera, förebygga och mildra risker i det europeiska finansiella systemet. ESRB har mjuka verktyg, det vill säga möjlighet att utfärda varningar och rekommendationer till nationella och europeiska myndigheter eller organisationer. Dess styrelse består huvudsakligen av cheferna för centralbankerna och tillsynsmyndigheterna inom EU, och det är centralbankerna som har rösträtten.

Några år senare, 2014, togs ytterligare viktiga steg i utvecklingen av det institutionella ramverket för den finansiella sektorn i Europa, genom att Bankunionen skapades. Detta innebar att ECB tog över ansvaret för tillsynen av de viktigaste bankerna i bankunionsländerna.²¹ ECB fick också ett delat ansvar med nationella myndigheter för makrotillsynen i dessa länder. Det institutionella ramverket inom EU vidareutvecklades ytterligare i början av 2016 när Gemensamma resolutionsnämnden, Single Resolution Board (SRB), startade sin verksamhet. Den fick ansvar för att rekonstruera och avveckla krisdrabbade banker som ECB utövar tillsyn över samt gränsöverskridande bankkoncerner i dessa länder. En resolutionsfond för att finansiera sådana åtgärder är under uppbyggnad.

4.2.2 Riksbankens arbete på EU-nivå

Riksbanken har varit aktivt involverad i det intensiva regleringsarbetet inom EU efter krisen och bidragit med analyser och synpunkter till Finansdepartementet inför de olika EU-förhandlingar som regeringen deltagit i. Det har exempelvis handlat om hur man ska utforma det nya europeiska ramverket för tillsyn, det reviderade regelverket för kapitaltäckning och det nya ramverket för krishantering i banksektorn.

Riksbanken har också varit mycket aktiv i ESRB:s arbete. Redan när ESRB inledde sin verksamhet i början av 2011 valdes Stefan Ingves till ordförande i ESRB:s rådgivande tekniska kommitté (ATC), en position han innehade fram till våren 2017. Den rådgivande tekniska kommittén kom att utvecklas till mycket av en ”motor” för ESRB-arbetet.

Under snart åtta år har ESRB belyst risker för stabiliteten i det finansiella systemet på ett antal olika områden. Den har exempelvis rekommenderat berörda myndigheter att minska riskerna relaterat till bankers utlåning i utländsk valuta respektive finansiering i dollar samt utfärdat varningar till ett antal EU-länder, däribland Sverige, rörande riskerna på bostadsmarknaden. ESRB har också drivit på för att EU-länderna ska införa effektiva organisatoriska strukturer och instrument för makrotillsyn.

Stefan Ingves ordförandeskap i ATC har gjort att Riksbanken haft täta kontakter med ESRB-sekretariatet och goda möjligheter att bidra till utformningen av ESRB:s verksamhet. Det har också gett en värdefull inblick i hur berörda aktörer ser på olika frågor. Dessutom har Riksbankens medarbetare deltagit i ett stort antal expertgrupper, vilket gjort det möjligt för Riksbanken att påverka ESRB:s arbete på specifika områden. Eftersom Sverige inte ingår i Bankunionen saknar vi tillträde till ECB:s makrotillsynsdiskussioner. Det har gjort det extra viktigt för Sverige att värna ESRB som forum för diskussioner om makrotillsyn inom EU.

19 I Sveriges fall Finansinspektionen.

20 I Sveriges fall Riksbanken.

21 Dessa länder är för närvarande desamma som de som ingår i Euro-området, men andra EU-länder har möjlighet att ansluta sig.

4.3 Svensk nivå

Den globala regleringsagendan har också till stor del styrt utvecklingen av det svenska finansiella regelverket, inte minst via direktverkande EU-förordningar. Vidare har de institutionella förändringarna inom EU återspeglats i Sverige, även om ansvarsfördelningen mellan de svenska myndigheterna delvis kommit att avvika från strukturerna inom resten av EU.

4.3.1 Det institutionella ramverket

Finansinspektionen blev, i början av 2014, ansvarig myndighet för makrotillsynen i Sverige och parallellt med detta inledde det så kallade Stabilitetsrådet sin verksamhet. Rådet är tänkt att fungera som ett forum för berörda myndigheter och regeringen att utbyta information och erfarenheter i frågor kring finansiell stabilitet.²² I mars 2015 beslöt regeringen att Riksgälden skulle utses till resolutionsmyndighet för banker i Sverige. Därutöver pågår för närvarande en utredning om för- och nackdelar för Sverige med att ingå eller inte ingå i Bankunionen, och i en annan utredning ser man över riksbankslagen, så det svenska institutionella ramverket för finansiell stabilitet är inte nödvändigtvis klart.

För Riksbankens del innebar Stefan Ingves ordförandeskap i Baselkommittén och i ESRB:s rådgivande tekniska kommitté (ATC) att Riksbankens tjänstemän fick möjligheter att påverka det internationella reformarbetet som inte annars varit tillgängliga. Som en följd av främst den globala finanskrisen men också delvis för att ge Riksbanken den bemanning och "brain power" som krävdes för att delta i arbetet skedde också ett omfattande resursskifte inom Riksbanken, och avdelningen för finansiell stabilitet (AFS) växte från 35 helårsarbetare 2007 till 68 helårsarbetare 2013.²³ Hela direktionen kom också i allt högre grad att engageras i frågor som rörde finansiell stabilitet.

4.3.2 Ökat fokus på finansiella stabilitetsfrågor

Direktionens ökade intresse för frågor om finansiell stabilitet kom bland annat till uttryck genom att den finansiella stabilitetsrapporten omvandlades från en analysprodukt till en mer policyorienterad skrift. Exempelvis lämnar Riksbanken sedan hösten 2010 rekommendationer till externa parter i rapporten. Rekommendationerna riktade sig initialt till bankerna som då uppmanades att öka transparensen i sina offentliga rapporter.²⁴ Med tiden blev dock Riksbankens rekommendationer mer handfasta. Bankerna skulle inte bara uppfylla de globala minimikraven utan Riksbanken ansåg att de svenska bankerna skulle ha högre kapitalnivåer än så. Motiven var att banksystemet är koncentrerat, att storbankerna har en stor andel marknadsfinansiering i utländsk valuta, att marknaden räknar med att storbankerna har en implicit garanti från staten och att de svenska bankerna är stora i förhållande till den svenska ekonomin (se Sveriges riksbank 2011b). Så småningom riktades också vissa rekommendationer till Finansinspektionen och politiker. Att Riksbanken valde att rekommendera vad andra myndigheter skulle göra var inte okontroversiellt, men direktionen ansåg att det var viktigt att Riksbanken var tydlig med vilka åtgärder den ansåg behövde vidtas för att förbättra den finansiella stabiliteten i Sverige.

Även för Riksbankens penningpolitiska bedömningar har analysen av vilka risker som finns för den finansiella stabiliteten blivit allt viktigare under senare år. Finanskrisen gjorde det tydligt att det i praktiken är svårt att särskilja finansiell stabilitet från penningpolitik. Åtgärderna inom ett av områdena påverkar det andra. Riksbanken har därför successivt

22 Medlemmar är Finansdepartementet, Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgälden. Även tidigare fanns det ett mer informellt samarbete mellan dessa myndigheter.

23 På senare år har dock antalet medarbetare på AFS minskat till 52 helårsarbetare i juni 2018. Detta är bland annat en följd av att det intensiva arbetet med de globala reformerna av banksektorn efter krisen blev klart. Det är också delvis en konsekvens av att Stefan Ingves ordförandeskap i ESRB:s rådgivande tekniska kommitté avslutades.

24 I rapporten från hösten 2010 skriver till exempel Riksbanken att "tydligheten i bankernas offentliga likviditetsrapportering behöver förbättras eftersom bristen på offentlig likviditetsrapportering skapar osäkerhet" (Sveriges riksbank 2010b, s. 11).

utvecklat sin analys för att bättre kunna bedöma hur risker för den finansiella stabiliteten kan påverka, och påverkas av, den reala ekonomin. Ett exempel på detta är hur makro-tillsynsåtgärder påverkar de finansiella stabilitetsriskerna och därmed den reala ekonomin och förutsättningarna för penningpolitiken.

4.3.3 Riksbankens syn på valutareserven och hushållens skuldsättning

Det finns också vissa finansiella stabilitetsfrågor som varit särskilt omdiskuterade i Sverige under de senaste åren. De två mest centrala av dessa är valutareservens storlek respektive hushållens skuldsättning. Det kan därför finnas anledning att närmare förklara hur Riksbanken formulerat politik och opinionsbildat i dessa frågor.

4.3.4 Valutareserven

Åren före den globala finanskrisen ökade de svenska bankernas finansiering i utländsk valuta. På så sätt finansierade bankerna dels valutasäkrade tillgångar i svenska kronor, dels tillgångar i utländsk valuta, inte minst lån i euro till hushåll och företag i de baltiska staterna. Det var inte ett specifikt svenskt fenomen, utan en del av en internationell trend som under början av 2000-talet ofta välkomnades av effektivitets- och diversifieringsskäl. Händelseutvecklingen under 2008–2009, både i Sverige och internationellt, visade emellertid att riskerna med en omfattande utlandsfinansiering hade underskattats. När krisen kom 2008–2009 fick Riksbanken låna ut motsvarande 30 miljarder amerikanska dollar till svenska banker och ingå ett kreditavtal med den lettiska centralbanken för att hjälpa Lettland upprätthålla sin växelkurs. Även om Riksbanken inte förlorade några pengar på det – tvärtom – var det ett antal lyckliga omständigheter som gjorde att Sverige trots allt kom ut på andra sidan krisen i förhållandevis gott skick. Konsekvenserna hade kunnat bli långt mer omfattande för svensk ekonomi, de offentliga finanserna och folkhushållet än vad de faktiskt blev, om till exempel Riksbanken inte fått tillgång till amerikanska dollar via swapavtalet med Federal Reserve – dollar som sedermera kunde lånas ut till svenska banker – eller om Lettland devalverat sin valuta. Det blev ett uppvaknande för Riksbanken att se vilken hastighet och omfattning som krävdes för att bistå de svenska bankerna med valutalån, och det har påverkat Riksbankens syn både på hur bankernas likviditetsrisker bör regleras och på hur stor Riksbankens valuta-reserv bör vara och vem som fattar beslut om den.

Ett av syftena med det nya regelverket Basel III var just att begränsa hur stora likviditetsrisker bankerna fick ta. Ett viktigt regelverktyg för att begränsa bankernas likviditetsrisker i Basel III var LCR, men flera av de mest tongivande länderna i Baselkommittén har banksystem som antingen finansierar sig i inhemsk valuta eller har tillgång till reservvaluta genom stående swapavtal med andra centralbanker. Därför fick likviditetsrisker i utländsk valuta inte en lika framträdande roll i Basel III eller i det påföljande EU-direktivet, som hade varit befogat ur ett svenskt perspektiv. Riksbanken var därför tidigt ute med att rekommendera att de svenska storbankerna omgående skulle minska sina finansierings- och likviditetsrisker i utländsk valuta och införde en sådan rekommendation i den första stabilitetsrapporten för 2011 (Sveriges riksbank 2011a, s. 76). I nästkommande stabilitetsrapport hade rekommendationen preciserats till att storbankerna redan i skrivande stund borde uppfylla LCR separat i euro och amerikanska dollar (Sveriges riksbank 2011d, s. 71). Riksbanken välkomnade därför när Finansinspektionen i början av 2013 införde LCR i amerikanska dollar och euro i sina föreskrifter.

Även om syftet med LCR är att bankerna ska försäkra sig själva mot likviditetsrisker har centralbanker en viktig roll i att kunna agera sista låneinstans (LoLR), eftersom en centralbank har en unik, och i princip oändlig, kapacitet att skapa pengar i landets egen valuta. Logiken som underbygger centralbankens roll som sista låneinstans kan dock inte överföras till likvida medel i *utländsk valuta*. En centralbanks möjligheter att ge likviditetsstöd i utländsk valuta är begränsade till de valutor som centralbanken själv har i sin valuta-reserv eller kan låna.

Likviditetstöd i inhemsk valuta är dessutom – så länge centralbanken inte gör en kreditförlust på utlåningen – bokföringsmässigt kostnadsfritt medan avkastningen på en valutareserv typiskt sett är negativ om medlen också måste lånas upp.

Även om Riksbanken under den globala finanskrisen fick tillgång till en viss mängd amerikanska dollar genom arrangemanget med Federal Reserve är tillgången till dollar ingenting som kan tas för givet i framtiden. Under finanskrisen 2008–2009 låg det i USA:s eget intresse att sprida dollar i världsekonomin. Det är däremot ytterst osäkert om det blir fallet i nästa kris. Utgångspunkten för Riksbankens analys har därför varit att Riksbanken främst ska kunna låna ut från den egna valutareserven. Därmed uppstår frågan om hur stor valutareserven ska vara.

Före krisen uppgick valutareserven till ungefär 200 miljarder kronor. Under 2009 ökade den och vid slutet av 2009 uppgick den till 300 miljarder kronor.

Med de nya lärdomarna från finanskrisen startade Riksbanken 2012 en utredning om hur stor valutareserven borde vara. Men vad som är en lagom stor valutareserv för ett land som Sverige är en viktig policyfråga där svaret ytterst beror på beslutsfattarens riskaversion. Det är dock också en analytiskt utmanande uppgift eftersom de flesta tumregler och metoder för att beräkna behovet utgår från utvecklingsländer eller tillväxtekonomier vars omständigheter inte alltid kan överföras till ett finansiellt system som Sveriges. Baserat på data över bankernas likviditetsrisker tog Riksbanken istället fram olika scenarier för hur mycket likviditet Riksbanken skulle kunna behöva tillföra till det finansiella systemet om en ny kris kom. Analysen av detta indikerade att det skulle behövas mellan 70 och drygt 900 miljarder kronor, beroende hur lång krisen kunde tänkas bli och i vilken utsträckning utländska centralbanker skulle bistå Sverige. Under 2012 beslöt Riksbankens direktion efter omfattande diskussioner att förstärka valutareserven till 400 miljarder kronor. Detta finansierades med lån från Riksgälden, vilket aktualiserade kontroversiella frågor om gränserna för Riksbankens oberoende; i vilken utsträckning som Riksbanken kan begära att Riksgälden lånar upp valuta till valutareserven och vem som därmed ytterst bestämmer över Sveriges valutareserv. Direktionens beslut sammanföll med att regeringens utredare Harry Flam lade fram ett betänkande från en utredning om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (se Statens Offentliga Utredningar 2013). Utredningen föreslog enkelt uttryckt att Riksbankens valutareserv skulle minskas till 200 miljarder kronor, och därmed begränsa direktionens beslutanderätt över valutareservens storlek. Men förslaget blev aldrig till en proposition, utan frågan om valutareservens storlek och vem som ska bestämma över den hanteras istället i översynen av riksbankslagen som ska vara klar 2019.

4.3.5 Hushållens skulder och makrotillsyn i Sverige

En annan fråga som spelat stor roll för Riksbankens analyser och beslut är hushållens skuldsättning och priserna på bostäder som ökat snabbt sedan början av 2000-talet. Riksbanken var en av de första bedömare som varnade för att hushållen fick allt högre skulder. Redan i stabilitetsrapporterna under 2005 beskrevs hushållens ökande skuldsättning med viss oro (se till exempel Sveriges riksbank 2005a, s. 24 och Sveriges riksbank 2005b, s. 28).

En viktig fråga var om hushållens allt högre skulder skulle orsaka direkta kreditförluster för bankerna i ett dåligt scenario, det vill säga om tillräckligt många hushåll skulle få svårt att betala av sina lån om räntorna steg eller arbetslösheten ökade. Visserligen gjorde bankerna bara små förluster på sina lån till hushåll under den svenska fastighetskrisen i början av 1990-talet, men det var inte säkert att den erfarenheten kunde användas som en kompass för framtiden. Frågan blev självfallet särskilt aktuell mot bakgrund av att bostadslånen till ekonomiskt svaga hushåll i USA vid den tiden ökade snabbt.

För att svara på frågan hade Riksbanken sedan något år tillbaka tagit del av ett stort datamaterial över enskilda hushålls ekonomi från Statistiska Centralbyrån (SCB). Materialet bestod av anonymiserade uppgifter om inkomster, skulder, förmögenheter, ränteutgifter

samt diverse hushållskaraktäristika som uppgifter om antalet barn och geografisk hemvist. Utifrån datamaterialet kunde Riksbanken konstruera ett stort antal typiska hushåll och simulera hur de ekonomiska förutsättningarna för dessa hushåll skulle påverkas om räntorna ändrades eller om någon hushållsmedlem blev arbetslös. Slutsatsen från simuleringarna var att motståndskraften hos hushållen med bolån överlag var hög och att de största skulderna fanns hos hushåll med höga inkomster och två inkomstagare. Därmed föreföll risken liten att en krasch på den svenska bostadsmarknaden skulle sätta det svenska bankväsendet i gungning bara genom att bankerna skulle göra *direkta* kreditförluster på bostadslån.

Men det fanns fortfarande *indirekta* kanaler genom vilka en krasch på bostadsmarknaden skulle kunna få allvarliga konsekvenser för den finansiella stabiliteten i Sverige. Exempelvis skulle en rejäl sänkning i bostadspriserna göra hushåll som äger sin bostad fattigare och få dem att spara mer för att stärka sina sargade balansräkningar (så kallad deleveraging), vilket i sin tur skulle kunna innebära en lång period av svag ekonomisk utveckling i Sverige. En annan kanal genom vilken en dålig utveckling på bostadsmarknaden skulle kunna påverka svensk ekonomi gick genom bankernas utlandsfinansiering. Som vi har beskrivit tidigare överraskades Riksbanken efter Lehman Brothers konkurs 2008 av hur lättflyktig den utländska finansieringen kunde vara för det svenska bankväsendet. Därför föreföll det rimligt att anta att en krasch på den svenska bostadsmarknaden också skulle kunna orsaka finansieringsproblem för svenska banker och därmed försämra kreditförsörjningen för svensk ekonomi med dåliga makroekonomiska utfall som följd.

För att få mer kunskap gjorde Riksbanken därför en omfattande utredning om bostadsmarknaden (se Sveriges riksbank 2011c). Utredningen syftade bland annat till att analysera orsakerna till att bostadspriserna och hushållens skulder ökade, vilken roll penningpolitiken hade i den frågan, vilka risker som utvecklingen på bostadsmarknaden kunde medföra och inte minst vilka åtgärder som skulle kunna minska riskerna. Utredningen genomfördes av tjänstemän på Riksbanken och externa konsulter och var klar våren 2011. En viktig slutsats var att det inte finns någon enskild nivå där man kan dra slutsatsen att hushållens skulder eller riskerna för den finansiella stabiliteten är för höga. Istället är det beslutsfattaren (i det här fallet Riksbankens direktion) som ytterst får avgöra hur stora risker man bör ta för att bestämma om det är lämpligt att försöka minska hushållens skulder eller i vart fall bromsa tillväxten av dessa. Majoriteten i direktionen bedömde då att riskerna var så stora att det motiverade ingrepp i form av makrotillsynsåtgärder.²⁵

I den ekonomisk-politiska debatten i Sverige har makrotillsyn kommit att bli mer eller mindre synonymt med åtgärder eller verktyg för att bromsa hushållens skuldsättning, vilket speglar att detta varit den klart dominerande risken för den finansiella stabiliteten under senare år.

Parallellt med att teorin och empirin om makrotillsyn utvecklades funderade regering och riksdag på vilken myndighet som skulle få huvudansvaret för att genomföra makrotillsynsåtgärder i Sverige. Tidigt under hösten 2013 stod det klart att regeringen ämnade ge Finansinspektionen huvudansvaret. Riksbanken visade dock fortsatt starkt intresse för hushållens skuldsättning och riktade in verksamheten på att utveckla policyförslag och rekommendera Finansinspektionen att införa dessa. I den första stabilitetsrapporten för 2015 presenterade Riksbanken till exempel en katalog av "Åtgärder för att hantera finansiella risker i hushållssektorn" (se Sveriges riksbank 2015, s. 22–32). I alla senare stabilitetsrapporter har hushållens skuldsättning varit ett genomgående tema när riskerna för den finansiella stabiliteten har diskuterats. Förståelsen för vilka risker hushållens höga skuldsättning medför för realekonomin har också spritt sig i den svenska politiska debatten. Många av de åtgärder som Riksbanken efterlyst (bolånetak, amorteringskrav, skuldkvotstak och ändrade riskvikter på bolån) har genomförts, om än senare och mindre omfattande än vad Riksbanken förordat. Men det kan ändå finnas skäl till självkritik. Riksbankens analys och policyförslag

²⁵ Denna artikel berör inte hur riskbedömningen av hushållens skulder påverkade den förda penningpolitiken.

fokuserade nämligen under lång tid uteslutande på bostadsmarknadens efterfrågesida, på penningpolitikens inverkan och på hur olika makrotillsynsåtgärder kunde utformas. Många av de faktorer som styr bostadsmarknadens utveckling är dock av mer strukturell natur som demografi, skattesystem och utbudsfaktorer. Dessa omständigheter har varit kända länge och Riksbanken identifierade några redan 2011 (Sveriges riksbank 2011c). Ändå var det inte förrän mot slutet av 2015 som dessa faktorer fick ta en huvudroll i Riksbankens analys av vilka åtgärder som behövdes på bostadsmarknaden.

5 Framtida utmaningar

Till sist är det naturligt att blicka framåt och fundera över vilka de viktigaste utmaningarna för att säkra finansiell stabilitet blir framöver. Vi begränsar oss här till tre av dessa.

En betydande utmaning är att kunna stoppa en överdriven tillväxt av hushållens skulder och därmed minska riskerna för en framtida finansiell kris. Hushållens skulder fortsätter att växa, även om de inte längre växer lika fort. Trots att det verkar finnas en bred acceptans för de stora riskerna med denna utveckling så har de åtgärder som vidtagits för att minska tillväxten i hushållens skulder nästan undantagslöst endast påverkat nya låntagare. Utbudsåtgärder har dessutom nästan helt uteblivit.

En andra utmaning är att i tid uppmärksamma de risker som följer av struktur-omvandlingen i den finansiella sektorn. Det finns till exempel tydliga tecken på att vissa traditionella banktjänster börjar utföras av andra aktörer som en följd av teknisk utveckling och striktare regler för banker. En sådan utveckling är troligen positiv då den kan göra den finansiella sektorn mer effektiv, men den kan också innebära att risker uppstår på nya sätt och hos nya aktörer. Det kommer att vara en utmaning för Riksbanken att följa och förstå dessa risker.

En tredje utmaning är delvis relaterad till den föregående. Den tekniska utvecklingen har gjort att svenskar använder allt mindre kontanter. Det skapar nya utmaningar för hushåll och företag men även för Riksbanken. Många hushåll och företag är snabba med att anamma nya tekniker och i större omfattning använda sig av elektroniska betalningsmedel, men för vissa hushåll och företag innebär den nya tekniken utmaningar. Om kontanterna inte kan användas som tidigare kan kunder utan tillgång till banktjänster komma i kläm, och alla kunder tvingas använda betalningsmetoder som bestäms av privata intressen.²⁶ Den snabbt sjunkande kontantanvändningen innebär att det kan finnas behov av statligt utgivna elektroniska pengar, en e-krona. Det ställer, i sin tur, frågan om skillnaden mellan statliga elektroniska pengar och privata bankers kontohållning på sin spets. Hur skulle en e-krona skilja sig åt från vanlig bankinlåning och hur påverkas bankernas inlåning av en e-krona? Hur påverkas relationen mellan de två i normaltid och vid en kris? Vad innebär detta för möjligheterna att främja finansiell stabilitet? Det är viktiga frågor att utreda närmare (se Sveriges riksbank 2018).

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att det hänt mycket sedan den svenska finanskrisen på 1990-talet. Riksbankens analys och arbete med finansiell stabilitet har utvecklats och förändrats. Såväl den globala finanskrisen som arbetet efter krisen har skapat ett nytt landskap av regleringar och institutioner. Kraven på bankerna har skärpts och makrotillsyn har utvecklats som nytt politikområde. Samtidigt sker stora strukturella förändringar på de finansiella marknaderna, vilket gör att helt nya risker kan komma att materialiseras framöver. Det medför en betydande utmaning för centralbanker, liksom för andra myndigheter, då det alltid finns en tendens att "rusta sig för det förra kriget".

²⁶ En ytterligare bieffekt av en minskad kontantanvändning är för Riksbankens egen del, att efterfrågan på dess produkter försvinner vilket får konsekvensen att seignioraget minskar kraftigt, vilket i sin tur kan försvåra möjligheterna att bibehålla Riksbankens finansiella oberoende.

Referenser

- Andersson, Martin (2008), "Stabilitetsrapporten 10 år – ett bokslut", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 5–21, Sveriges riksbank.
- Bagehot, Walter (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Henry S. King and Co: London.
- Bank of England (1996), *Financial Stability Review*, Autumn.
- BIS (2010), "Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems", Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements.
- BIS (2017), "Basel III: Finalising post-crisis reforms", Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements.
- Diamond, Douglas W. och Philip H. Dybvig (1983). "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, nr 3, s. 401–419.
- ECB (2005), "Memorandum of understanding on co-operation between the banking supervisors, central banks and finance ministries of the European Union in financial crisis situations", pressmeddelande 18 maj, European Central Bank.
- ECB (2008), "On Cross-Border Financial Stability", Memorandum of Understanding on Cooperation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries of the European Union, European Central Bank.
- Elmér, Heidi, Gabriela Guibourg, David Kjellberg och Marianne Nessén (2012), "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen: utvärdering och lärdomar", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 8–30, Sveriges riksbank.
- Ingves, Stefan (2018), "Reflektioner kring finanskrisen och tiden därefter", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 6–17, Sveriges riksbank.
- Meyersson, Pernilla och Ann-Leena Mikiver (2018), "Riksbankens kommunikation före, under och efter den finansiella krisen", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 34–45, Sveriges riksbank.
- Niemeyer, Jonas (2016), "Basel III – vad och varför?" *Penning och valutapolitik*, nr 1, s. 57–89, Sveriges riksbank.
- Norges Bank (1996), *Finansiell stabilitet*, nr 2.
- Rajan, Raghuram (2005), "Has financial development made the world riskier?" in *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole 2005.
- Statens Offentliga Utredningar (2013), "Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning", SOU 2013:9.
- Sveriges riksbank (2001), *Finansiell stabilitet*, nr 1.
- Sveriges riksbank (2002), *Finansiell stabilitet*, nr 2.
- Sveriges riksbank (2003), *Finansiell stabilitet*, nr 2.
- Sveriges riksbank (2004), *Finansiell stabilitet*, nr 1.
- Sveriges riksbank (2005a), *Finansiell stabilitet*, nr 1.
- Sveriges riksbank (2005b), *Finansiell stabilitet*, nr 2.
- Sveriges riksbank (2006a), "Riksbanken och centralbankerna i Estland, Lettland och Litauen sluter överenskommelse", pressmeddelande 18 december.
- Sveriges riksbank (2006b), *Finansiell stabilitet*, nr 1.
- Sveriges riksbank (2006c), *Finansiell stabilitet*, nr 2.
- Sveriges riksbank (2007a), *Finansiell stabilitet*, nr 1.

- Sveriges riksbank (2007b), *Finansiell stabilitet*, nr 2.
- Sveriges riksbank (2008a), "Riksbanken ingår swapavtal med Sedlabanki Íslands", pressmeddelande 16 maj.
- Sveriges riksbank (2008b), "Centralbanker tillkännager swapfaciliteter med den amerikanska centralbanken Federal Reserve", pressmeddelande 24 september.
- Sveriges riksbank (2008c), "Ökade lån och längre löptid", pressmeddelande 6 oktober.
- Sveriges riksbank (2008d), "Riksbanken ger likviditetsstöd till Kaupthing Bank Sverige AB", pressmeddelande 8 oktober.
- Sveriges riksbank (2008e), "Likviditetsstöd till Carnegie Investment Bank", pressmeddelande 27 oktober.
- Sveriges riksbank (2008f), "Riksbanken beviljar lån till Lettlands centralbank", pressmeddelande 16 december.
- Sveriges riksbank (2009a), *Årsredovisning 2008*.
- Sveriges riksbank (2009b), *Finansiell stabilitet*, nr 2.
- Sveriges riksbank (2010a), *Årsredovisning 2009*.
- Sveriges riksbank (2010b), *Finansiell stabilitet*, nr 2.
- Sveriges riksbank (2011a), *Finansiell stabilitet*, nr 1.
- Sveriges riksbank (2011b), "Högre kapitaltäckningskrav för de stora svenska bankgrupperna", pressmeddelande, 25 november.
- Sveriges riksbank (2011c), "Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden".
- Sveriges riksbank (2011d), *Finansiell stabilitet*, nr 2.
- Sveriges riksbank (2015), *Finansiell stabilitet*, nr 1.
- Sveriges riksbank (2018), E-kronaprojekt, rapport 2.
- Tucker, Paul (2009), "The repertoire of official sector interventions in the financial system – last resort lending, market-making, and capital", tal vid konferensen "Financial System and Monetary Policy: Implementation", Bank of Japan, Tokyo, 27–28 maj 2009.

Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen

Jesper Hansson, Marianne Nessén och Anders Vredin*

Jesper Hansson är chef för avdelningen för penningpolitik, Marianne Nessén senior rådgivare till direktionen och Anders Vredin chef för stabsavdelningen på Riksbanken. Vredin var chef för penningpolitiska avdelningen 2003–2009, Nessén var avdelningschef 2012–2016.

Den finansiella krisen och erfarenheterna sedan dess har blottlagt en del svagheter i den penningpolitiska analysapparaten som tillämpats under inflationsmålsregimen. I denna artikel beskriver vi några av erfarenheterna och lyfter fram några områden där vi anser att det är särskilt angeläget att utvidga den penningpolitiska analysen: det finansiella systemets roll i penningpolitikens transmissionsmekanism, ekonomins utbudssida, och kopplingarna mellan penningpolitik och finanspolitik.

1 Introduktion

Underlaget för de penningpolitiska besluten, det vill säga den penningpolitiska analysen, ser i stora delar ut på samma sätt idag som före den finansiella krisen. Det har förvisso gjorts många nya analyser av olika relevanta frågeställningar, men de viktigaste beslutsunderlagen i form av penningpolitiska rapporter, eller motsvarande, har inte förändrats särskilt mycket. Vår bild är att detta är situationen inte bara i Sverige utan även i andra länder. Samtidigt visade den finansiella krisen och erfarenheterna sedan dess att underlagen, kommunikationen och analyserna behöver utvidgas i vissa avseenden. Det gäller exempelvis hur penningpolitiken påverkar inflation och den ekonomiska utvecklingen i övrigt via det finansiella systemet, den så kallade transmissionsmekanismen, och vad förändringar i denna mekanism kan ha för konsekvenser. Det senare kan exempelvis handla om hur förändringar på kredit- och tillgångsmarknader påverkar penningpolitikens genomslag, när så kallade kvantitativa lättnader (eller åtstramningar) kan vara befogade utöver ändringar i styrräntor, eller om risker för finansiell stabilitet bör beaktas i de penningpolitiska besluten. Erfarenheterna visar också att analysen i ökad utsträckning behöver fokusera på mer varaktiga, strukturella förändringar utöver de mer kortsiktiga, konjunkturella förlopp som av tradition oftast står i fokus. Sambanden mellan penningpolitiken och finanspolitiken är ytterligare ett område som inte givits tillräcklig uppmärksamhet under inflationsmålregimen. Det är inte så att dessa frågeställningar har ignorerats – tvärtom finns det gott om exempel på fördjupningar, forskningsrapporter och andra publikationer – men analyserna har inte givit särskilt stora och varaktiga avtryck i beslutsprocesserna. Utmaningen framöver är att anamma den kunskap som trots allt håller på att byggas upp och inlemma den i beslutsunderlagen.

Avsaknaden av stora förändringar i den penningpolitiska analysen trots de erfarenheter som gjorts beror enligt vår bedömning inte på att centralbanker och andra prognosmakare har en ovilja att tänka om, utan på att de nya analyser som behöver göras och de nya

* Vi vill tacka Meredith Beechey Österholm, Vesna Corbo, Mattias Erlandsson, Magnus Jonsson, Stefan Laséen, Jesper Lindé och Ulf Söderström för värdefulla och uppriktiga diskussioner. De synpunkter som framförs i artikeln är författarnas egna och behöver inte sammanfalla med de synpunkter som finns i Riksbankens direktion.

modeller som behövs för detta är genuint svåra att utveckla och anpassa till centralbankernas behov. Det finns idag ingen allmänt accepterad ny tankemodell att utgå från, till skillnad från när Riksbanken för ca femton år sedan anammade en tankemodell för flexibel inflationsmålpolitik och började använda en uppsättning nya makromodeller speciellt anpassade för den tankemodellen. Men det beror också på att grundstommen i den analysapparat som tillämpats före och efter den finansiella krisen fortfarande upplevs som mycket användbar och på goda grunder anses ha tjänat penningpolitiken och samhällsekonomin väl.¹ Det finns varken hos centralbankerna själva eller hos ledande forskare på området något brett stöd för ett totalt nytänkande. Den så kallade inflationsmålpolitiken uppfattas överlag som en framgångsrik penningpolitisk strategi. Exempelvis var inflationen i Sverige decennierna före inflationsmålet infördes i genomsnitt 8 procent.² Den genomsnittliga inflationen är nu väsentligt lägre. Räknat som ett genomsnitt under perioden mellan januari 1995 och oktober 2018 är den 1,3 procent i termer av konsumentprisindex (KPI) och 1,6 procent om man istället ser till KPI med fast ränta, KPIF.

Den svenska utvecklingen avspeglar en internationell trend mot lägre och stabilare inflation så det vore missvisande att påstå att inflationens utveckling i Sverige helt är ett resultat av Riksbankens framgångar eller tillkortakommanden. Under 1990-talet ändrades också ramverket för lönebildningen, som manifesterades i det så kallade Industriavtalet 1997, och finanspolitiken i Sverige fick ett ökat fokus på långsiktigt hållbara offentliga finanser. Som en konsekvens av den så kallade budgetsaneringen under första hälften av 1990-talet stärktes den offentliga sektorns strukturella sparande med motsvarande 7 procent av bruttonationalprodukten (BNP) mellan 1994 och 1998.³ Finanspolitiken reformerades även i många andra EU-länder efter Maastrichtfördragets implementering. Perioden från mitten av 1980-talet fram till 2008 betecknas i den internationella ekonomisk-politiska diskussionen ofta som "Det stora lugnet" ("the Great Moderation").⁴ Efter 1970-talets problem med stagflation, det vill säga hög inflation kombinerat med låg tillväxt, föll inflationen till låga och stabila nivåer samtidigt som den ekonomiska tillväxten var god.

Denna lugna period avslutades inledningsvis i USA under 2007 och övergick sedan i "the Great Recession" 2008, då den internationella finansiella krisen drog fram som en storm över stora delar av världsekonomin – "stormen efter lugnet". Centralbanker och regeringar världen över vidtog kraftfulla åtgärder i syfte att mildra effekterna av den finansiella krisen på inflation, tillväxt och sysselsättning. Sverige tillhörde länderna med störst fall i BNP och Riksbanken och andra myndigheter var mycket aktiva. Reporäntan sänktes från 4,75 till 0,25 procent inom loppet av 7 månader från oktober 2008 till april 2009 samtidigt som Riksbanken lånade ut stora mängder utländsk valuta och svenska kronor till bankerna för att stabilisera finanssektorn och förhindra en kreditåtstramning.

Det har nu gått 10 år sedan den ekonomiska "stormen" under hösten 2008. Det kan konstateras att återhämtningen efter den finansiella krisen har varit mycket trögare än väntat, både i Sverige och globalt, trots mycket kraftfulla åtgärder från centralbanker och regeringar (se Berg m.fl. 2018). Någon normalisering av penningpolitiken, åtminstone i Europa, har ännu inte skett. Någon ny konsensus om hur penningpolitik bäst bör bedrivas finns heller inte på samma sätt som under "Det stora lugnet". När den finansiella krisen spreds över världen 2007–2008 övergavs inte inflationsmålpolitiken, men de förhållandevis enkla principer för räntestyrning som hade etablerats under "Det stora lugnet" behövde snabbt kompletteras med andra åtgärder.

I denna artikel ger vi en översiktlig bild av penningpolitiken och erfarenheterna i Sverige och i andra länder under det senaste dryga decenniet. Vi diskuterar vilka frågor den penningpolitiska analysen har brottats med och lyfter fram några områden som vi

1 Se Galí (2018) och Lindé (2018) för färskare beskrivningar av analysramverket.

2 Genomsnittet under 1973–1992 för den årliga procentuella förändringen i KPI.

3 Strukturellt sparande i offentlig sektor, procent av potentiell BNP enligt Konjunkturinstitutet (2018).

4 I Sverige började den stabilare utvecklingen först en bit in på 1990-talet.

tror kommer behöva ägnas mer uppmärksamhet i framtiden. När vi gör det kommer vi att peka på områden där den analysapparat som blev dominerande under ”Det Stora Lugnet” behöver kompletteras. Den utgick ofta från en starkt förenklad syn på hur det finansiella systemet fungerar, på centralbankens roll och på vad som ska räknas in i begreppet penningpolitik. Den var därtill framtagen för att främst förstå kortsiktiga fluktuationer i den ekonomiska utvecklingen, och där mer långsiktiga och strukturella fenomen inte lika lätt kunde analyseras. Och finanspolitiken fanns oftast inte med, vilket innebar att dess effekter på den ekonomiska utvecklingen fick för lite uppmärksamhet. På dessa tre områden behövs fördjupade analyser.

Syftet med denna artikel är inte i första hand att göra någon ny utvärdering av *penningpolitiken* utan att beskriva några utmaningar för den *penningpolitiska analysen*.⁵ En vanlig bild både i Sverige och utomlands är att centralbankerna och penningpolitiken misslets av bristfälliga modeller av makroekonomin. Det har dock gjorts noggranna studier som talar för att den kritiken är missvisande.⁶ Vi anser ändå att vi som varit ansvariga för den penningpolitiska analysen har skäl att vara självkritiska och mot bakgrund av de erfarenheter som gjorts dra några slutsatser om på vilka områden analysen behöver förbättras. Artikeln är bara ett inspel till en diskussion och för att komma vidare behövs förstås djupare analyser. Vi fortsätter i nästa avsnitt med att beskriva utvecklingen av inflationen och penningpolitiken i Sverige, USA och euroområdet under det senaste dryga decenniet. Denna redogörelse hjälper oss att illustrera några av de områden där vi menar att den enkla tankeramen för inflationsmålpolitik behöver utvecklas och kompletteras.

2 Låg inflation trots låg ränta och god genomsnittlig tillväxt

Diagram 1 visar utvecklingen av inflationstakten i Sverige, euroområdet och USA från 2000 till 2017.⁷ För Sverige avses KPIF som under denna period ännu inte var målvariabel men som blev alltmer viktig som vägledning för räntebesluten i takt med att det blev mer och mer tydligt att de direkta effekterna på KPI av ränteförändringar skymde den mer trendmässiga utvecklingen av inflationen.⁸ För euroområdet och USA redovisas inflationen enligt respektive centralbanks målvariabel, HIKP och deflatorn för privat konsumtion. Inget av dessa mått påverkas direkt av ränteförändringar som det svenska KPI. Av diagrammet framgår att det finns skillnader i utvecklingen – inflationen var lägre i Sverige under 2004–2007 och 2011–2013 – men också tydliga gemensamma drag. Inflationstakten toppade 2008 innan den finansiella krisen bröt ut på allvar. Därefter följde flera år med en nedåtgående trend i inflationstakten. Särskilt under 2014 och 2015 blev inflationen i alla dessa valutaområden oväntat och oönskat låg. Sedan dess har dock inflationen åter stigit.

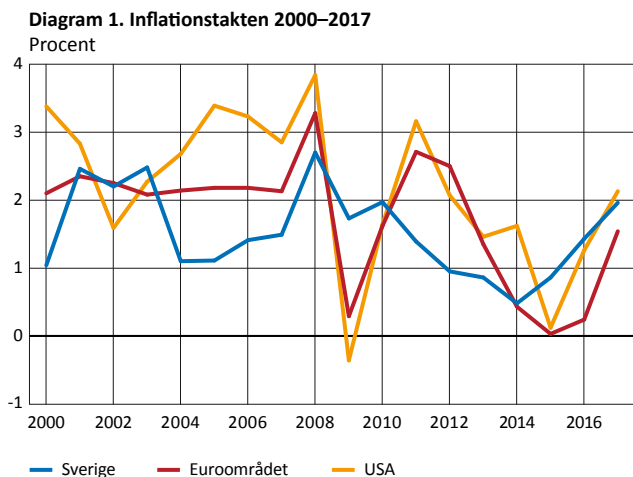
Den nedåtgående trenden i inflationstakten skulle vara lättare att förstå om den sammanfallit med ovanligt svag tillväxt och fallande resursutnyttjande. Men som framgår av Diagram 2 var tillväxten i BNP några år efter den finansiella krisen jämförelsevis god. Den genomsnittliga tillväxten under perioden 2014–2015 var ca 3,5 procent i Sverige, dryga 2,5 procent i USA, och ca 2 procent i euroområdet. Visserligen var resursutnyttjandet fortfarande lägre än normalt 2014–2015 enligt exempelvis OECD:s bedömning, men det höll på att förbättras efter en svag utveckling 2012–2013.

5 För utvärderingar av penningpolitiken i Sverige, se Goodhart och Rochet (2011), Bryant m.fl. (2012) och Goodfriend och King (2016).

6 För svenska studier se Iversen m.fl. (2016) som visar att Riksbankens modellprognoser varit mer träffsäkra än de publicerade prognoserna. En tidigare studie av Adolfson m.fl. (2007) kom till liknande resultat. Lindé och Reslow (2017) visar att Riksbankens publicerade prognoser på medellång sikt mestadels baseras på bedömningar snarare än på modellprognoser.

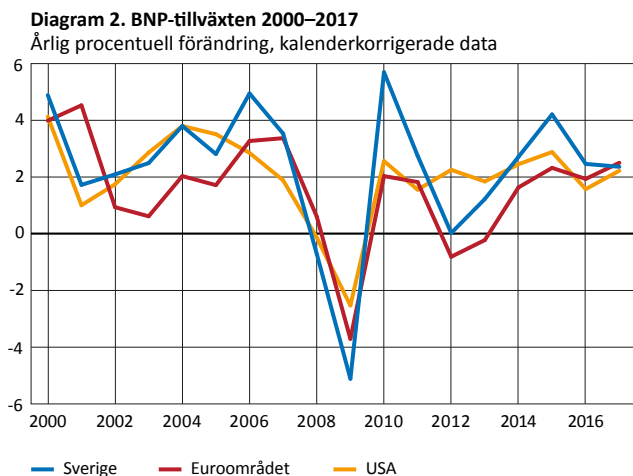
7 Tillsammans utgör euroområdet och USA drygt hälften av Sveriges handelsviktade omvärld.

8 Fram till september 2017 var KPI den officiella målvariabeln. Men i och med att KPI påverkats så mekaniskt och starkt av det senaste decenniets stora ränterörelser har penningpolitiken i praktiken väglett av KPIF. Se Sveriges riksbank (2016).



Anm. För Sverige avses KPIF, för euroområdet används HIKP och för USA deflatorn för privat konsumtion.

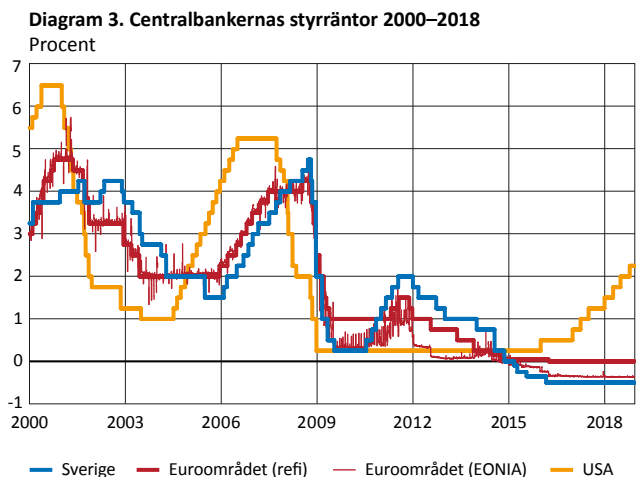
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

Den nedåtgående trenden i inflationstakten har också varit oväntad givet den mycket expansiva penningpolitik som bedrivits alltsedan den finansiella krisen. Diagram 3 visar utvecklingen av styrräntorna i Sverige, euroområdet och USA. Återigen finns likheter i utvecklingen. Under högkonjunkturen före den finansiella krisen höjdes styrräntorna successivt under några år för att toppa i spannet 3–5 procent. Därefter sänktes som bekant styrräntorna kraftigt under 2008–2009 och de har sedan dess legat kvar på historiskt låga nivåer. I USA höll Federal Reserve styrräntan kvar på 0,25 procent i nästan 7 år, från december 2008 ända fram till slutet av 2015, varefter försiktiga höjningar inleddes. Riksbanken och (i mindre utsträckning) ECB höjde styrräntorna 2010–2011 för att därefter sedan sänka dem igen när den statsfinansiella krisen i euroområdet fördjupades. När inflationen under 2014 och 2015 fortsatte att sjunka sänkte både Riksbanken och ECB styrräntorna under noll. Sedan 2015 har Riksbanken genom den negativa räntan en lägre styrränta än Federal Reserve men ungefär samma nivå som ECB.

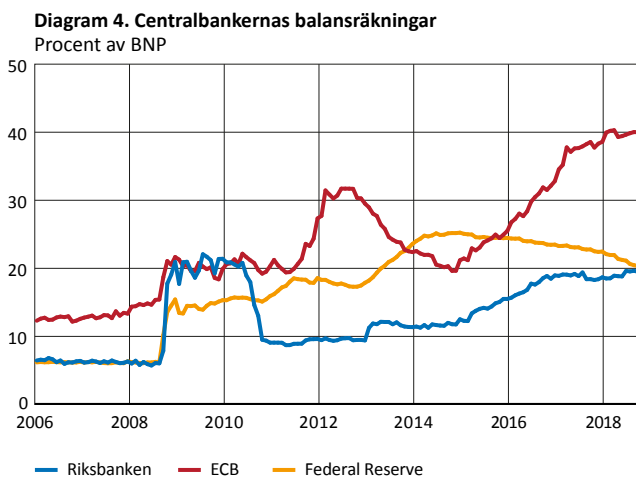
För att få en mer heltäckande bild av penningpolitiken och graden av penningpolitisk stimulans behöver vi dock beakta ytterligare tre förhållanden.



Anm. För Sverige avses reporäntan, för euroområdet refi och dagslåneräntan EONIA eftersom den senare sedan 2009 systematiskt har underskridit styrräntan refi, samt för USA taket i spannet för Fed Funds Target Rate.
Källor: Macrobond och nationella centralbanker

2.1 Det finns fler penningpolitiska instrument än räntan

För det första – penningpolitik är inte bara förändringar i styrräntan. Under den finansiella krisen började flera centralbanker bedriva penningpolitik genom olika åtgärder som fått omslutningen på balansräkningen att öka. Diagram 4 visar omslutningen på centralbankernas balansräkningar i procent av BNP i de tre studerade valutaområdena. Riksbanken, ECB och Federal Reserve ökade kraftigt storleken på sina balansräkningar i slutet av 2008, inledningsvis främst genom olika slags utlåningsprogram riktade till banker. Federal Reserve lånade även ut till andra finansiella intermediärer samt köpte statsobligationer och bostadsobligationer som garanterades av statliga aktörer. Federal Reserves balansomslutning stannade kvar på hög nivå och ökade till och med ytterligare fram till och med 2014 till följd av fortsatta tillgångsköp. Riksbankens balansomslutning sjönk under hösten 2010 när de stora ett-åriga fasträntelånen till bankerna betalades tillbaka. En motsvarande utveckling ser man i ECB:s balansräkning under 2013 och 2014 då stora lån utgivna till europeiska affärsbanker betalades tillbaka. Sedan början av 2015 har dock Riksbankens och ECB:s balansräkningar åter ökat till följd av stora köp av statsobligationer.



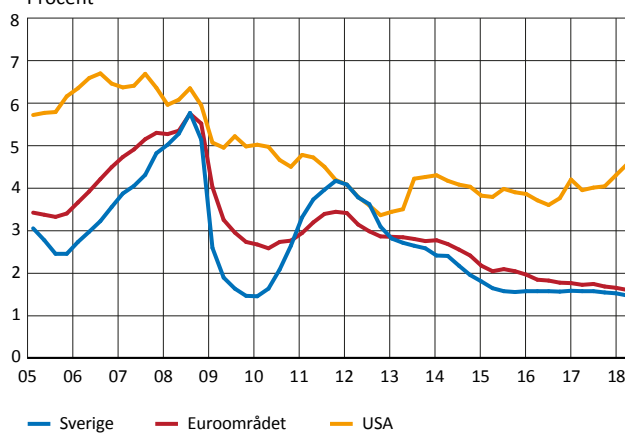
Källor: ECB, Federal Reserve och Riksbanken

2.2 En viss nivå på styrräntan kan ha olika effekt

För det andra – för att beskriva den penningpolitik som bedrivits och vilken slags effekt som penningpolitiken rimligen haft på ekonomin behöver vi även se hur sluträntor till företag och hushåll utvecklats samt hur kreditgivningen sett ut. Under den finansiella krisen blev det extra tydligt att en viss given nivå på styrräntan kunde vara förknippad med olika nivåer på sluträntor och kreditutvecklingen. Detta var förstås inget nytt fenomen, men det blev särskilt tydligt under finanskrisen.

En illustration av detta ges i Diagram 5, som visar utvecklingen av de räntor som hushåll i de tre valutaområdena möter, Diagram 6 som visar skillnaden mellan dessa räntor och respektive centralbanks styrränta, och Diagram 7 som visar hur kreditgivningen till hushållssektorn utvecklats. Studerar man först hushållsräntorna i Diagram 5 ser vi dels att de är högre än centralbankernas styrräntor, dels att skillnaden dem emellan inte ser ut som skillnaden mellan styrräntor. I Diagram 6 illustreras detta på ett annat sätt i form av skillnaden mellan hushållsräntan och styrräntan. Dessa så kallade ”spreadar” steg kraftigt under den akuta fasen av den finansiella krisen 2008–2009, särskilt i USA. I euroområdet och Sverige fortsatte de att stiga till följd av bland annat den europeiska skuldkrisen. Spreadarna har sedan dess minskat – till följd av bland annat centralbanksåtgärder – men inte tillbaka till de nivåer som rådde 2007. Till sist, kreditgivningen till hushåll, som visas i Diagram 7, bromsade in under 2008 och 2009, särskilt i USA och euroområdet. Men medan kreditgivningen i USA efter några år började att växa igen har kreditgivningen till hushållen i euroområdet haft en mycket svag utveckling. I Sverige har kredittillväxten varit mycket mer stabil, och hållit sig i intervallet 5–10 procent.

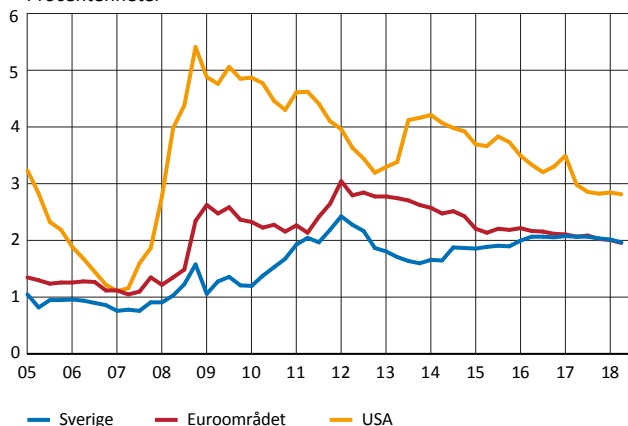
Diagram 5. Räntor på nyutlåning till hushåll, bostadslån med kort räntebindningstid
Procent



Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 6. Skillnad mellan hushållsräntor och centralbankens styrränta

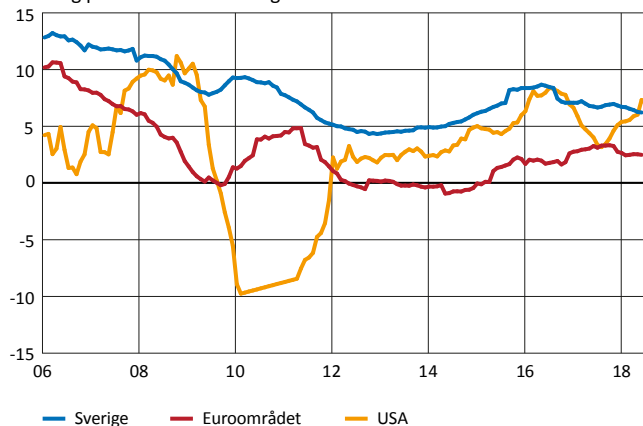
Procentenheter



Anm. Skillnad mellan bolåneränta med kort räntebindningstid och styrränta.
Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 7. Kreditgivning till hushåll

Årlig procentuell förändring

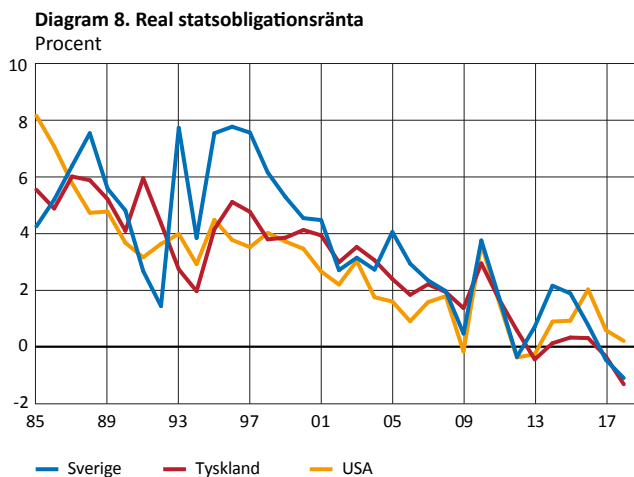


Anm. Hushållens totala skulder till banker och andra monetära finansiella institut.
Källor: Macrobond och Riksbanken

Vad dessa bilder förmedlar är att transmissionsmekanismen och graden av penningpolitisk stimulans (eller dess motsats) inte bara fångas av nivån på centralbankernas styrräntor. Ett exempel gäller kreditgivningen till hushåll och räntorna på den under 2013–2015 i Sverige respektive euroområdet. Trots att den svenska styrräntan var högre än den i euroområdet var de räntor som svenska hushåll mötte lägre, och kreditgivningen växte snabbare än i euroområdet. Kredittillväxten påverkas både av efterfrågan på krediter, som påverkas av konjunkturen och penningpolitiken, och utbudet på krediter som också kan påverkas av penningpolitikens inriktning. Svag konjunktur i euroområdet kan vara en del av förklaringen till den svaga kredittillväxten, men även utbudet spelar sannolikt en viktig roll. Transmissionsmekanismen påverkas alltså starkt av faktorer som påverkar bankernas räntesättning på lån och på deras kreditgivning, utöver centralbankens styrränta. Det kan handla om olika riskpremier som investerare kräver och om tillståndet hos banker och andra finansiella intermediärer, och vi återkommer till dessa frågor i avsnitt 3.

2.3 Det allmänna ränteläget har sjunkit under de senaste decennierna

För det tredje – en diskussion av penningpolitikens expansivitet behöver även ta upp den nedåtgående trenden i globala realräntor under de senaste decennierna. Det internationella ränteläget har sjunkit trendmässigt under flera decennier vilket även smittat av sig på det svenska ränteläget, se Diagram 8. Från nivåer kring 5–7 procent under 1980-talet har realiserade realräntor för statsobligationer med lång löptid fallit till ca 2 procent före finanskrisen och på senare år ända ner till omkring noll procent eller lägre. I grund och botten handlar en fallande ränta om att utbudet av sparande är högre än efterfrågan. En omfattande forskningslitteratur har växt fram under senare år som i detalj studerat faktorer som påverkar utbudet respektive efterfrågan. Faktorer som ofta lyfts fram är fallande produktivitet, åldrande befolkning, ökande inkomstklyftor och brist på säkra tillgångar (se till exempel Del Negro m.fl. 2017 och Ingves 2017). För en liten öppen ekonomi som Sverige kan det vara särskilt betydelsefullt att realränteutvecklingen i olika länder verkar bli mer och mer synkroniserad, där utvecklingen i USA blir alltmer vägledande (se Del Negro m.fl. 2018). Globala realräntor har alltså fallit under de senaste decennierna, men det är först efter den finansiella krisen som denna utveckling har uppmärksamats på allvar i policysammanhang, och som ett huvudskäl till att centralbankernas styrräntor är så låga och, under senare år, till och med negativa.



Anm. Nominell statsobligationsränta med 10 års löptid, deflaterad med KPI.
Källor: Federal Reserve, Macrobond och Riksbanken

2.4 Vad kan vi lära oss av utvecklingen?

Vad kan vi lära oss av utvecklingen under det senaste dryga decenniet? En första observation tar sin utgångspunkt i inflationsutvecklingen, som alltså blivit väsentligt lägre än man haft anledning att tro mot bakgrund av den mycket expansiva penningpolitik som bedrivits i Sverige och i de stora ekonomierna under större delen av perioden. Eftersom penningpolitik påverkar inflationen främst via efterfrågan ligger det nära till hands att se det oväntat svaga inflationstrycket som en effekt av olika förändringar på ekonomins utbudssida. Fenomen som digitalisering och globalisering har ofta diskuterats som tänkbara förklaringar, men i avsaknad av tydliga forskningsresultat på området har det varit svårt att diskutera sambanden annat än på ett principiellt plan. Det finns dock ny forskning på området och det blir viktigt för centralbanker att följa den.⁹

⁹ Se till exempel de uppsatser som presenterades i Jackson Hole 2018 (se Federal Reserve Bank of Kansas City 2018).

En andra observation – som vi redan varit inne på – gäller penningpolitikens genomslag, det vill säga hur förändringar i styrräntan och andra centralbanksåtgärder fortplantar sig genom det finansiella systemet och till sist påverkar de räntor som spelar roll för den ekonomiska utvecklingen. Den finansiella krisen och de åtgärder som vidtagits med anledning av den har gjort det uppenbart att man inte kan räkna med att den penningpolitiska transmissionsmekanismen är helt stabil. För att löpande kunna ta hänsyn till detta i den penningpolitiska analysen krävs fokus på hur finansiella tillgångar och risk prissätts, hur banker och andra finansiella intermediärer agerar och hur sambanden påverkas av olika finansiella friktioner. Med finansiella friktioner menar vi exempelvis asymmetrisk information och "agency costs", se Adrian och Liang (2018) eller Finocchiaro och Grodecka (2018) för en diskussion. Som vi återkommer till nedan har de flesta makromodeller och enklare tumregler som använts för praktisk penningpolitisk analys en starkt förenklad beskrivning av finansiella marknader, och oftast ingen explicit roll för finansiella intermediärer. Man kan säga att dessa modeller antar att finansiella marknader är "perfekta", där friktioner inte behöver modelleras. Utvecklingen det senaste decenniet visar dock att denna förenkling behöver överges om effekterna av till exempel ändrade förhållanden mellan styrräntor och sluträntor eller effekter av centralbankens köp av statspapper ska kunna analyseras.¹⁰ Studien av Cai m.fl. (2018) visar också i en prognosutvärdering av de modeller som används på Federal Reserve Bank of New York att modeller som inkluderar finansiella friktioner gjort bättre prognoser än modeller som saknar dem.

En tredje observation: en fundamental svårighet när man studerar ekonomiska förlopp är att skilja mellan tillfälliga ("konjunkturella") störningar och sådana av mer varaktig ("strukturell") natur. Den nedåtgående trenden i globala realräntor som vi diskuterade ovan är ett exempel på en långsiktig strukturell förändring som har gjort kortsiktsanalyserna mer komplicerade, men det finns flera. Teknologiska förändringar, ökad internationell handel och ökad rörlighet för kapital och arbetskraft över nationsgränser de senaste decennierna har bidragit till ökad konkurrens och en "globalisering" som påverkat inflation, lönebildning och finansiella marknader utöver de mekanismer och kortsiktiga fluktuationer som man förknippar med vanliga konjunkturcykler. De modeller som utvecklades för penningpolitisk analys under "Det stora lugnet" bygger på forskning som huvudsakligen syftat till att förstå ekonomiska fluktuationer, det vill säga variationer i data runt dessa trender. Dessa modeller är med andra ord inte avsedda att använda för att studera brott i trender eller andra varaktiga strukturella förändringar.

En fjärde observation – till denna lista av områden som behöver belysas bättre för att man ska kunna förstå penningpolitikens effekter hör kopplingarna mellan penningpolitiken och finanspolitiken. Vi konstaterade ovan att det penningpolitiska regelverket i Sverige reformerades ungefär samtidigt med finanspolitiken. På samma sätt som en mer statsfinansiellt hållbar finanspolitik kan ha bidragit till att dämpa inflationen när reformerna genomfördes, kan den också ha bidragit till den låga inflationen på senare år. När båda politikområdena reformerades under 1990-talet var dock inte frågor om kopplingar mellan penning- och finanspolitiken prioriterade. Erfarenheterna av aktiv stabiliseringspolitik på 1970- och 1980-talen var huvudsakligen negativa. Ambitionen var att utforma nya regelverk för varje område för sig. Ett inflationsmål infördes, uppgiften att upprätthålla ett fast penningvärde lagfästes och Riksbanken fick ökad självständighet. På finanspolitikens område infördes en ny lag för statsbudgeten (budgetlagen), kommunalt balanskrav och något senare ett överskottsmål för de offentliga finanserna. Inflationsmålet och överskottsmålet uppfattades båda som ambitiösa men också oberoende av varandra. Riksbankens självständighet och instruktionsförbudet har medfört att politiker avhållit sig från att recensera

¹⁰ Antagandet om stela priser och löner – en "friktion" på ekonomspråk – är ett centralt antagande i ny-keynesianska modeller, och en anledning till att penningpolitik antas ha reala effekter. Det borde vara lika naturligt att explicit ha med friktioner på de finansiella marknaderna (i den mån de bedöms vara av betydelse). Se vidare i till exempel Woodford (2012).

penningpolitiken, och Riksbanken har heller inte kommenterat finanspolitiken. Dessa skarpa gränser mellan penning- och finanspolitik kan visa sig svårare att upprätthålla framöver, både i Sverige och i andra länder. Exempelvis närmar sig centralbankernas "okonventionella" åtgärder finanspolitiken om man tar på sig ökad kreditrisk, och frågor om penningpolitikens fördelningseffekter ställs allt oftare. Samtidigt bör utrymmet för kontracyklisk finanspolitik rimligen öka i takt med att de offentliga finanserna blir mer robusta. Dessutom innebär den lägre globala räntenivån att Riksbankens och andra centralbankers styrräntor oftare kommer att nå den effektiva nedre gränsen framöver. Även om det finns andra penningpolitiska instrument innebär det att kontracyklisk finanspolitik kan bli viktigare för att stabilisera ekonomin framöver.

Det går alltså att identifiera ett antal utvecklingsområden för den penningpolitiska analysen som vi menar borde vara prioriterade. I nästa avsnitt diskuterar vi några av dem lite mer i detalj.

3 Lärdomar för penningpolitisk analys – vilka frågor behöver mer fokus framöver?

3.1 Fördjupad förståelse för den finansiella sektorn och dess roll i den penningpolitiska transmissionsmekanismen

Standardmodellerna för analys av penningpolitik i en inflationsmålsregim utgår vanligen från ett förenklat sätt att se på hur penningpolitiken påverkar inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt. Centralbanken bestämmer sin styrränta och denna blir sedan vägledande för hushållens och företagens beslut. Relationerna mellan centralbankens styrränta och de räntor som mer direkt styr hushållens och företagens beteende (som bankernas ut- och inlåningsräntor och räntorna på olika obligationer) antas vara stabila. Kortfristiga marknadsräntor antas vara nära kopplade till centralbankens styrränta, och långfristiga räntor hänger ihop med kortfristiga enligt den så kallade förväntningshypotesen: långa räntor är helt enkelt lika med genomsnittet av framtida förväntade korträntor. Därmed kan centralbankens åtgärder beskrivas i termer av en enda variabel, styrräntan, och andra åtgärder än förändringar i den behöver under dessa antaganden inte vidtas.

Som framgick av den inledande beskrivningen av den makroekonomiska utvecklingen i avsnitt 2 varierar dock skillnaden mellan centralbankens styrränta och hushållens och företagens låneräntor såväl över tid som mellan länder. Den så kallade transmissionsmekanismen är inte stabil utan påverkas exempelvis av olika premier på de finansiella marknaderna, hur risk prissätts, hur robust banksystemet är eller uppfattas vara. Som nämnts ovan innebär det att styrräntans nivå inte är det enda relevanta måttet på "hur expansiv" penningpolitiken är och inte heller det enda instrumentet för centralbanken att påverka ekonomin. Detta blev särskilt tydligt under upprinnelsen till den finansiella krisen 2007–2008 och för Sveriges del när både regeringen, Riksbanken och Riksgälden behövde gripa in under 2008 och 2009. Men även senare, under den långsamma återhämtningen, när nivån på Riksbankens och andra centralbankers styrränta kommit nära sin nedre gräns och andra åtgärder som obligationsköp vidtagits, har det blivit tydligt att penningpolitik handlar om mer än att bestämma nivån på en kortsiktig styrränta. Andra faktorer som har att göra med centralbanken som "bankernas bank" har också effekt på finansiella förhållanden och är därmed penningpolitiska instrument. Exempel på detta är: vilka finansiella institut ska få låna av, eller placera medel i, centralbanken? På vilka villkor, när det gäller till exempel löptid, säkerheter för lånen och andra krav på instituten? På vilka andra sätt kan centralbankens balansräkning användas för att påverka räntor och kreditvolym i ekonomin? Hur kan till

exempel en centralbanks köp av statsobligationer eller andra finansiella tillgångar påverka marknadsräntor och därmed ses som ett komplement till, eller substitut för, styrränteförändringar?

Alla dessa frågor är mycket viktiga för en centralbank, inte bara i en finansiell kris eller när en sådan närmar sig, utan även under normala omständigheter. Det faktum att ränteläget sjunkit trendmässigt de senaste decennierna och att centralbanker därmed riskerar att oftare slå i den nedre gränsen för styrräntan understryker behovet av att inlemma även penningpolitiska åtgärder som obligationsköp i standardmodellen för penningpolitisk analys (se Nessén 2016 för en diskussion och ytterligare referenser). Men även när styrräntan är på behörigt avstånd från sin nedre gräns påverkar centralbankens köp och försäljningar av finansiella tillgångar (vilket även påverkar mängden reserver i det finansiella systemet) de allmänna kreditförhållandena i ekonomin och därmed inflationen och konjunkturen. Detta är en gammal insikt i den makroekonomiska forskningen som förknippas bland annat med bidrag till forskningslitteraturen av Nobelpristagaren James Tobin, men den tycks delvis ha gått förlorad under "Det stora lugnet".¹¹

Några konsekvenser för praktisk penningpolitisk analys

Om man väl accepterar tanken att det finns friktioner i det finansiella systemet och att dessa påverkar penningpolitikens genomslag och effekter, så följer flera viktiga slutsatser för praktisk penningpolitisk analys.

För det första innebär det faktum att förekomsten och betydelsen av finansiella friktioner kan variera över tiden, att centralbanken kontinuerligt behöver följa hur transmissionsmekanismen utvecklas (se till exempel Woodford 2010). Den praktiska penningpolitiska analysen behöver alltså följa, till exempel, hur olika premier kopplade till olika slags risk utvecklas, hur finansieringskostnader för banker och företag förändras, och hur tillgången på krediter ser ut. Detta behövs för att kunna avgöra om en viss nivå på styrräntan eller balansräkningen (eller dess sammansättning) kan antas ha samma konsekvenser för inflation och konjunktur som tidigare. Det kan till och med vara så att om det skett förändringar i transmissionsmekanismen – till exempel i form av ändrade räntespreadar – kan nya penningpolitiska åtgärder behövas även om makroförhållandena i övrigt inte ändrats.¹²

För det andra finns det skäl att tro att storleken och sammansättningen på centralbankens balansräkning har betydelse för inflationen och konjunkturen (se till exempel Gertler och Karadi 2013 och Greenwood m.fl. 2016). Om centralbanken exempelvis köper statsobligationer kommer detta att sänka marknadsräntorna på statsobligationer, men detta kommer att smitta av sig även på räntorna till hushåll och företag. Om centralbanken köper andra tillgångar än statspapper kan detta förväntas få ännu större effekter på de finansiella marknaderna och makroekonomin, men eftersom centralbanken i så fall också tar på sig mera risk kan detta anses gå utanför vad som normalt betraktas som penningpolitik. Förekomsten av finansiella friktioner talar i vilket fall som helst för att tillgångsköp (och försäljningar) alltså kan vara ett komplement till, eller substitut för, förändringar i centralbankernas mer kortfristiga styrräntor. På senare år har det både på centralbanker och bland akademiska ekonomer ägnats mycket arbete åt att uppskatta effekterna av centralbankernas tillgångsköp.¹³ Men det har ofta handlat om studier där man försöker fånga effekterna av centralbankernas beslut som sådana, utan att mäta betydelsen av storleken på de tillgångsköp som gjorts.

11 I samband med ett tal sa den dåvarande amerikanska centralbankschefen Ben Bernanke att kvantitativa åtgärder "fungerar i praktiken, men inte i teorin" (Brookings Institution 2014). Som påpekas i till exempel Dell'Ariccia m.fl. (2018) gäller detta endast teoretiska modeller utan finansiella friktioner.

12 Se Adrian och Liang (2018) för förslag på vilken typ av analyser som skulle kunna ingå i en sådan process. Vredin (2015) kopplar sådana förslag till en inflationsmålsstrategi. Gertler och Gilchrist (2018) sammanfattar ny forskning om finansiella faktors roll i "the Great Recession".

13 Se Dell'Ariccia m.fl. (2018) för en sammanfattning av empiriska studier som gjorts för euroområdet, Japan och Storbritannien, och Kuttner (2018) för USA. De Rezende (2017) har gjort en studie av effekterna av Riksbankens obligationsköp.

För det tredje, förekomsten av friktioner på de finansiella marknaderna kan påverka hur man ser på vilka centralbankens uppgifter, och målen för penningpolitiken, bör vara. Detta är en omdiskuterad fråga – huruvida centralbankens penningpolitik bör ta *särskild* hänsyn till risker för finansiell instabilitet, *utöver* de konsekvenser sådana risker kan ha för inflationen och den realekonomiska stabiliteten. Att graden av finansiell stabilitet påverkar den penningpolitiska transmissionsmekanismen tycks numera vara allmänt accepterat, även om sådana effekter fortfarande är svåra att inkorporera i den löpande penningpolitiska analysen. Graden av finansiell stabilitet är således något som centralbanken bör beakta när de penningpolitiska besluten tas. Men frågan är om det räcker att ta hänsyn till de effekter som graden av finansiell stabilitet har för prognosticerade avvikelser från inflationsmålet och ett eventuellt mål för produktion eller sysselsättning, eller om finansiell stabilitet bör vara ett ytterligare mål för penningpolitiken *i sig självt*. Enligt Woodford (2012) är svaret på denna fråga i princip ja. Precis som prisstelheter och bristande konkurrens på varu- och tjänstemarknaderna skapar ineffektiviteter i ekonomin som centralbanken kan motverka genom att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet, så kan friktioner i det finansiella systemet ge upphov till obalanser som penningpolitiken kan behöva motverka. Det kan dock knappast sägas råda någon konsensus i litteraturen i denna fråga.¹⁴

Ett skäl till att finansiella intermediärer, finansiella friktioner och viktiga finansiella mekanismer hittills oftast saknats i de återkommande penningpolitiska analyserna är att detta är svårt att få in i de standardmodeller som hittills använts. Leeper och Nason (2015) menar att det är svårt att förstå betydelsen av finansiell stabilitet, och därmed implikationerna för penningpolitiken, om man utgår från det förenklande antagandet om en "representativ agent" som oftast görs i makromodellerna. Kostnader för finansiell instabilitet uppstår i hög grad för att riskerna inte är jämnt fördelade mellan olika individer i ekonomin, men sådant är svårt att analysera om man bara tittar på aggregerade data och därmed analyserar utvecklingen för den genomsnittlige individen. Det finns alltså mycket som talar för att penningpolitisk analys framöver i högre utsträckning behöver bygga på modeller (både teorier och data) där man kan beakta skillnader mellan olika hushåll och företag. Mer mikrodata kommer därför att behövas, såväl för penningpolitiska analyser som analyser av finansiell stabilitet.¹⁵

Man kan både bland centralbanksekonomer och akademiska forskare se olika förhållningssätt, som var för sig kan vara inbördes konsistenta, men som har olika konsekvenser för den praktiska politiken. Ett synsätt är att finansiella friktioner inte har så stor betydelse (annat än, möjligen, i krissituationer). Då ser man en kortfristig styrränta som centralbankens enda instrument (åtminstone i normalsituationer), man menar att tillgångsköp inte har så stor betydelse, man tycker inte finansiell stabilitet bör vara något mål för penningpolitiken och som konsekvens av detta kan analyser av penningpolitik och finansiell stabilitet bedrivas i stort sett åtskilda inom centralbanken. Ett annat synsätt är att finansiella friktioner har signifikant betydelse, även i normala situationer. Då följer att styrräntan inte är det enda penningpolitiska instrumentet, att till exempel tillgångsköp utgör ett komplement, att ett säkert och effektivt finansiellt system bör vara ett av målen även för penningpolitiken och att centralbankernas beslutsunderlag för penningpolitiken bör integreras med deras analyser av finansiell stabilitet. Hittills har inflationsmålspolitiken typiskt sett utmärkts av det första synsättet. Vi tycker att det är hög tid att röra sig i riktning mot det andra. Det gäller även i länder där andra myndigheter än centralbanken har det direkta ansvaret för att upprätthålla den finansiella stabiliteten och har tilldelats verktyg för exempelvis makrotillsyn.

14 För lättillgängliga översikter av olika argument, se till exempel Mester (2016), Schnabel (2016) och Svensson (2017, 2018) samt förslaget till ny lag för Norges Bank, Norges offentlige utredningar (2017), främst kapitel 11.

15 De så kallade Heterogenous Agent New Keynesian (HANK)-modellerna är försök att frångå antagandet om en representativ agent. Se till exempel Kaplan m.fl. (2018) och Debortoli och Galí (2018).

Avslutningsvis, oavsett om finansiell stabilitet bör vara ett separat mål för penningpolitiken eller bara spelar roll för transmissionsmekanismen är det mycket som talar för att analyser av finansiell stabilitet bör och kan spela en mycket större roll i beredningar av penningpolitiska beslut än de gjort hittills. Det är inte osannolikt att en större medvetenhet om riskerna för finansiell instabilitet kunde ha påverkat penningpolitiken internationellt och i Sverige före den finansiella krisen och att krisen möjligen blivit mindre.¹⁶ Men för att veta om finansiell stabilitet bör påverka penningpolitiken och i så fall *hur*, så behövs ju i vilket fall som helst noggranna analyser av den finansiella stabiliteten som en del av underlaget för penningpolitiken.

3.2 Ökat hänsynstagande till strukturella förändringar

Arbetet med prognoser av inflation, BNP, arbetslöshet etc. och analyser av lämplig penningpolitisk (eller finanspolitisk) respons på sådana variabler har traditionellt starkt fokus på "efterfrågesidan" i ekonomin. Detta gäller såväl det prognosarbete och de politikanalyser som görs på den privata marknaden, av banker m.fl., som motsvarande analyser som görs på centralbanker och andra myndigheter. Fokuseringen på efterfrågesidan beror i sin tur på att nationalekonomisk makroanalys traditionellt gjort skillnad på förklaringsmodeller (teorier) för kortsiktiga konjunkturfluktuationer respektive långsiktiga strukturella fenomen som olika trender. Antagandet har varit att de kortsiktiga förändringar man är mest intresserad av att prognosticera och förstå handlar om kortsiktiga fluktuationer runt relativt stabila trender, och att variationer i efterfrågan dominerar de kortsiktiga svängningarna medan utbudsfaktorer (demografi, teknologi, arbetsmarknadens funktionssätt, skattesystemets incitamentseffekter, konkurrensförhållanden) är av relativt större betydelse för de långsiktiga trenderna. Så presenteras också regelmässigt BNP-tillväxten, på ett missvisande sätt, som orsakad av förändringar i efterfrågan så som den avspeglas i olika efterfrågekomponenter som konsumtion, investeringar och export. Och arbetslöshetens förändringar presenteras oftast som ett resultat av förändringar i efterfrågan på arbetskraft – även om förändringar i utbudet mycket väl skulle kunna vara lika relevanta, även på kort sikt. De dynamiska allmän jämviktsmodeller (DSGE-modeller) som centralbanker de senaste 10–20 åren har använt i policyanalysen ger både tillfälliga och permanenta teknologiförändringar en jämförelsevis stor roll i förklaringen av ekonomiska fluktuationer.¹⁷ Men de innehåller inte flera av de faktorer som behövs för att analysera förändrade långsiktiga trender som ofta förknippas med ekonomins utbudssida.

Faust och Leeper (2015) menar att fokuseringen på kortsiktiga fluktuationer runt trender är en stor svaghet i de analyser som görs på centralbanker, finansdepartement och andra prognosmakare världen över, eftersom de problem som beslutsfattarna de facto brottats med efter "Det stora lugnet" i stor utsträckning handlat just om förändringar i trender eller andra varaktiga skift i ekonomin, inte om cykliska fenomen.

Vi har tidigare diskuterat den nedåtgående trenden i globala realräntor, vilket är ett exempel på en varaktig förändring, men det finns flera. Vi tar nu upp ytterligare en, som handlar om förändringar på arbetsmarknaden.

Förändringar på arbetsmarknadens utbudssida

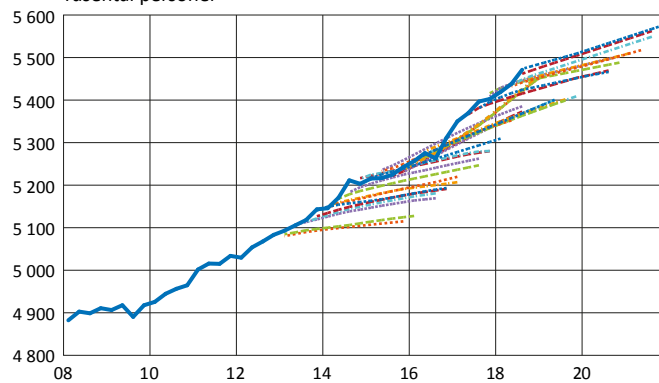
Arbetsmarknadens utveckling i Sverige ger ytterligare exempel på trendmässiga förändringar som prognosmakare, inte bara Riksbanken, haft svårt att fånga upp. Diagram 9 visar utvecklingen av arbetskraftens storlek i Sverige de senaste åren tillsammans med Riksbankens prognoser från olika tidpunkter. Riksbanken har som synes underskattat ökningen i arbetskraften. Detta beror dels på en underskattning av befolkningen (även

¹⁶ Rajan (2005) gjorde bland annat denna poäng, intressant nog *före* den finansiella krisen.

¹⁷ Denna sorts analys har dock varit svår att passa ihop med den traditionella, mer efterfrågeinriktade konjunkturanalysen och har därför inte haft en så framskjutet roll i den penningpolitiska analysen och kommunikationen.

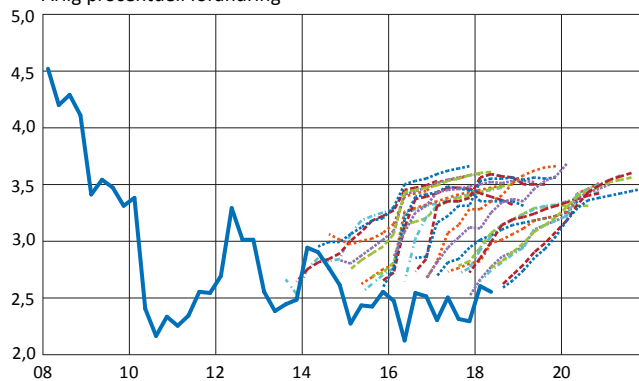
i SCB:s prognoser, som Riksbanken baserar sina på), dels på att arbetskraftsdeltagandet har stigit som andel av befolkningen (se Flodberg och Löf 2017). Vad det senare beror på är svårt att veta, men det skulle kunna vara en effekt av olika reformer som gjorts under åren för att stimulera arbetskraftsutbud och sysselsättning. Till detta kommer ett ökat utbud av utländsk icke-folkbokförd arbetskraft, som exempelvis arbetar i Sverige på olika former av tillfälliga kontrakt och som är svåra att fånga i statistiken. Att prognoserna för löneutvecklingen inneburit överskattningar – se Diagram 10 – samtidigt som arbetskraften och sysselsättningen underskattats (och kanske än mer än vad som framgår av den officiella statistiken) talar för att de måttliga löneökningarna delvis beror på ett ökat arbetskraftsutbud. Det ökade arbetskraftsutbudet kan i sin tur ha flera olika förklaringar: invandring och andra befolkningsförändringar, ökade drivkrafter att arbeta till följd av förändrat skatte- och pensionssystem, andra beteendeförändringar, o.s.v. Sådana förändringar fångar de modeller som används i praktisk penningpolitisk analys vanligtvis inte upp.

Diagram 9. Arbetskraftsdeltagande 2008–2018 och Riksbankens prognoser sedan 2013
Tusental personer



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 10. Löneökningstakt 2008–2018 enligt konjunkturlöne-statistiken och Riksbankens prognoser sedan 2013
Årlig procentuell förändring



Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Jonsson och Theobald (2018) är ett exempel på den sortens analyser som vi menar bör bli mer vanliga inslag i den löpande penningpolitiska analysen. Denna studie försöker identifiera effekter av förändringar på arbetsmarknaden. Med hjälp av en siffersatt teoretisk allmänjämviktsmodell finner de att man har skäl att förvänta sig att de förändringar i arbetsutbud och arbetstagarnas förhandlingsstyrka som observerats sedan den finansiella krisen ger lägre ökningstakt i reallöner, nominallöner och den allmänna prisnivån.

Om långsamma löneökningar bidrar till lägre inflation, inte för att det råder svag efterfrågan på arbetskraft (vilket skulle kunna vara förknippat med svag BNP-tillväxt, vilket vi inte sett i Sverige), utan för att utbudet av arbetskraft ökat (vilket skulle kunna vara förknippat med stark BNP-tillväxt, mer i linje med den svenska utvecklingen), då skulle detta kunna ha betydelse inte bara för tolkningarna av den låga inflationen hittills och för prognoserna för utvecklingen framöver utan även för vad som bedöms vara en väl avvägd penningpolitik. Det är dock inte uppenbart exakt vad de penningpolitiska implikationerna är. Ett lägre resursutnyttjande motiverar vanligen en mer expansiv penningpolitik oavsett om resursutnyttjandet gått ned för att efterfrågan minskat eller för att resurserna ökat till följd av ökat utbud (på grund av ökat arbetskraftsutbud eller ökad konkurrens). Men rimligen borde ens syn på behovet av penningpolitisk stimulans påverkas av om man tror att det huvudsakligen är konsumtionen som bestämmer produktionen genom effekterna på efterfrågan, eller om det är den teknologiska utvecklingen och tillgången på arbetskraft som styr produktionen och därmed konsumtionen. Båda mekanismerna är säkert relevanta. Svårigheten ligger i att avgöra vilka drivkrafter som har störst betydelse vid olika tidpunkter och för olika tidshorisonter. Men utbudssidan i ekonomin behöver få mer fokus i analys- och prognosarbetet framöver för att man ska kunna få tillfredsställande svar på sådana frågor.

3.3 Kopplingarna mellan finans- och penningpolitiken

I Sverige utvecklades under det sena 1990-talet en syn om att penningpolitiken har det huvudsakliga ansvaret för stabiliseringspolitiken. Finanspolitiken skulle inriktas på att skapa uthålliga offentliga finanser inför kommande demografiskt drivna utgiftsökningar och bara användas i stabiliseringspolitiskt syfte i krislägen. Uppfattningen kom till uttryck bland annat i den så kallade STEMU-utredningen inför folkomröstningen om euron 2003 (Statens offentliga utredningar 2002, s. 35) och på senare tid exempelvis i Finanspolitiska rådet (2018). Analysen bakom vilar på den enkla Mundell-Flemming modellen som förutsäger att finanspolitiken bara har en begränsad effekt på efterfrågan i en öppen ekonomi med rörlig växelkurs. En förmodligen viktigare anledning till att man drog slutsatsen att penningpolitiken är bättre lämpad än finanspolitik för stabiliseringspolitik, var de dåliga erfarenheterna från 1970- och 80-talens finanspolitik. Enligt detta synsätt blir slutsatserna att de automatiska stabilisatorerna i finanspolitiken ska få verka fullt ut, men aktiv finanspolitik ska reserveras till perioder med exceptionella omständigheter. Penningpolitiken ska inriktas på prisstabilitet, men ta realekonomisk hänsyn när så är möjligt (så kallade flexibel inflationsmålspolitik). Aktiv penningpolitik blir då i praktiken mer använd än aktiv finanspolitik för stabilisering av resursutnyttjandet. Detta till trots delar penning- och finanspolitiken huvudansvaret för stabiliseringspolitiken, dels för att penningpolitikens viktigaste roll är att skapa prisstabilitet, dels för att finanspolitiken har stor betydelse för den ekonomiska utvecklingen via de automatiska stabilisatorerna.

Den långa trenden med fallande globala realräntor har medfört att centralbankernas styrräntor oftare riskerar att nå den så kallade effektiva nedre gränsen. Tidigare ansågs denna gräns ligga vid noll procent eftersom räntan på kontanter är noll procent, men erfarenheterna från bland annat Sverige, Schweiz, Danmark och euroområdet har visat att svagt negativa styrräntor är möjliga (se Nessén 2016). Även om styrräntan inte går att sänka hur mycket som helst finns det andra metoder för att göra penningpolitiken mer expansiv så som tillgångsköp och valutainterventioner. Det står dock klart att det blir svårare att stimulera efterfrågan i ekonomin när inte det tidigare huvudsakliga verktyget, korta räntor, går att utnyttja lika mycket. Det innebär i sin tur att finanspolitikens roll för att stabilisera både konjunktur och inflation blir viktigare.

Den långa perioden med inflation under målet efter finanskrisen i stora delar av världen har samtidigt aktualiserat forskningen om vad som egentligen bestämmer inflationen. Enligt "the fiscal theory of the price level" bestäms prinsnivån, och därmed inflationen,

av den samlade offentliga sektorns skuld i förhållande till förväntade framtida (primära) budgetöverskott. Den samlade offentliga sektorns skuld inkluderar både allmänhetens fordran på centralbanken (kontanter och monetär bas) och den vanliga statskulden. Det är kanske inte så konstigt att mängden kontanter, som är en icke-räntebärande fordran på staten, påverkar inflationen på liknande sätt som statens räntebärande obligationsskuld. Det finns många som är skeptiska till en bokstavlig tolkning av denna teori, se till exempel Finanspolitiska rådet (2018). Däremot är det allmänt accepterat att resursutnyttjande och inflation påverkas av både finans- och penningpolitik. Hur mycket respektive politikområde bidrar beror på omständigheter som kan variera över tid. Finanspolitiken har rimligen större effekt i en liten ekonomi med fast växelkurs än i en ekonomi med inflationsmål och rörlig växelkurs, men även med rörlig växelkurs påverkar finanspolitiken den ekonomiska utvecklingen signifikant. Även om man liksom till exempel Hassler (2017) tycker att den nuvarande ansvarsfördelningen mellan finans- och penningpolitik har fungerat bra i Sverige, kan dagens delvis nya omständigheter leda till andra slutsatser framöver. Corsetti och Müller (2015) diskuterar under vilka omständigheter finanspolitiken har störst effekt på efterfrågan och när det är lämpligt att ingripa med aktiv finanspolitik. De drar bland annat slutsatsen att finanspolitiken är särskilt effektiv för att stabilisera stora (negativa) chocker om statsfinanserna är solida i utgångsläget (låg statskuld) samt i situationer när penningpolitiken begränsas av den effektiva nedre gränsen för styrräntan.

Exakt hur samspelet mellan finans- och penningpolitik bestämmer inflationen är fortfarande ett omtvistat forskningsområde. Penningpolitikens effekter på ekonomin är beroende av hur den finanspolitiska handlingsregeln ser ut och vice versa, se till exempel Leeper (2018). Leeper driver tesen att penningpolitiken i dagsläget inte varaktigt kan få upp inflationen till målet utan stöd av ett lämpligt finanspolitiskt ramverk och ifrågasätter om de svenska ramverken för penning- och finanspolitiken är konsistenta med varandra. Under de förhållanden som rådde under "Det stora lugnet" var den finanspolitiska handlingsregeln inte avgörande för penningpolitikens möjligheter att stabilisera inflationen och finanspolitiken hade en underordnad roll i de flesta modeller som användes för penningpolitisk analys. Men erfarenheterna från utvecklingen efter finanskrisen har uppmärksammat ekonomer på att den finanspolitiska handlingsregeln spelar roll för penningpolitikens effekter.

Samtidigt finns det betydande problem med att bedriva aktiv finanspolitik i syfte att stabilisera resursutnyttjandet. Risken för så kallad underskottsbias, det vill säga att statskulden trendmässigt stiger, och att finanspolitiska åtgärder tar så lång tid att implementera att de i istället för att stabilisera efterfrågan bidrar till att förstärka konjunktursvängningar ska mot bakgrund av de historiska erfarenheterna inte underskattas. Argumenten för aktiv finanspolitik är dock starkare nu än tidigare eftersom penningpolitikens handlingsutrymme har blivit mindre när det allmänna ränteläget är lägre. Det kommer sannolikt vara motiverat att använda aktiv finanspolitik även under mindre exceptionella omständigheter än vad den gängse uppfattningen har varit i Sverige och EU. Utmaningen är att utforma spelregler för finanspolitiken som ger möjlighet till stabiliseringspolitik utan att urholka den långsiktiga uthålligheten i statsfinanserna. Om inte finanspolitiken kan ta ett större ansvar för stabiliseringen kan vi tvingas acceptera längre perioder med lågt resursutnyttjande och avvikelser från inflationsmålet. Det skulle innebära en utmaning för centralbanker att förklara och även påverka hur en väl avvägd penningpolitik ser ut.

Mot denna bakgrund menar vi att bland annat Riksbankens analyser och prognoser kommer behöva ta hänsyn till hur finanspolitiken bedrivs i större utsträckning än under "Det stora lugnet". Modellstödet för analys av finanspolitiken kommer att behöva utvecklas. Det handlar om att bättre förstå både effekterna av olika slags finanspolitiska åtgärder och hur finanspolitiken typiskt sett bedrivs i Sverige och andra länder. Precis som när det gäller analysen av finansiell stabilitet behövs i detta fall sannolikt modeller som inte utgår från antagandet om en representativ agent (se diskussionen och referenserna ovan).

4 Slutsatser

Den finansiella krisen och erfarenheterna sedan dess har blottlagt en del svagheter i den penningpolitiska analysapparaten som tillämpats under inflationsmålsregimen. Inflationen – i Sverige och i vår omvärld – har under återhämtningen ofta varit lägre än prognosticerat, trots att den realekonomiska utvecklingen snarare varit starkare än väntat. På Riksbanken har stor möda lagts ned på att tolka den låga inflationen och intressanta resultat har kommit fram från dessa analyser.¹⁸ Men analyser av penningpolitiken, både de som görs inom respektive utanför centralbanker, och underlagen för penningpolitiken ser i stora delar ut på samma sätt idag som före den finansiella krisen. Enligt vår bedömning gäller det både i Sverige och i andra länder. Lite tillspetsat skulle man kunna säga att det ser ut som om den finansiella krisen aldrig inträffat. I denna artikel har vi lyft fram några områden där vi anser att det finns särskilt stort behov av att förbättra analyserna, mot bakgrund av de erfarenheter som gjorts under de senaste tio åren.

För det första behöver implikationerna av friktioner på de finansiella marknaderna beaktas i högre grad. De påverkar såväl effekterna av en given penningpolitik, som synen på hur penningpolitiken bör bedrivas. Tror man att centralbankernas tillgångsköp och växande balansräkningar haft avsedda effekter, då bygger denna slutsats åtminstone implicit på antagandet att finansiella friktioner är viktiga. Men det förhållandet kan också innebära att stabilitet och effektivitet i det finansiella systemet bör vara ett av målen för penningpolitiken.

För det andra behöver strukturella (långsiktiga) förhållanden i ekonomin få ökad uppmärksamhet, då inflation och konjunktursvängningar inte styrs bara av kortsiktiga förändringar i efterfrågan. Den trendmässiga nedgången i globala realräntor är ett exempel på en strukturell förändring som har stora konsekvenser för penningpolitiken. Vad ett ökat arbetskraftsutbud (i vid mening, inklusive immigration och förändrade styrkeförhållanden mellan arbetsmarknadens parter) har för konsekvenser för inflationen och penningpolitiken behöver också analyseras mer.

För det tredje behöver förståelsen av samspelet mellan finans- och penningpolitiken fördjupas och sannolikt beaktas mer explicit i den penningpolitiska analysen. Beroende av vilka slutsatser som dras av denna analys kan ramverken för de båda politikområdena behöva justeras.

De analyser som vi efterlyser framöver kommer behöva understödjas av utveckling av nya tankemallar, data, arbetssätt och formella modeller. Modellernas viktigaste roll i den penningpolitiska analysen är att identifiera, illustrera och kvantifiera ekonomiska mekanismer.¹⁹ De har alltid begränsningar och för att ta fram bra beslutsunderlag och prognoser behöver de användas med omdöme och kompletteras med bedömningar. Riksbanken har aldrig använt modeller mekaniskt för att göra prognoser och kommer inte heller att göra det framöver. Nya modeller kommer att förbättra underlagen för de penningpolitiska besluten framöver, men kommer självklart inte lösa alla problem som följer av en osäker och föränderlig värld.

¹⁸ Se till exempel studien av Andersson m.fl. (2015).

¹⁹ Här avses strukturella ekonomiska modeller. Dessutom används – både nu och troligen i framtiden – statistiska modeller för kortsiktiga prognoser.

Referenser

- Adolfson, Malin, Michael Andersson, Jesper Lindé, Mattias Villani och Anders Vredin (2007), "Modern forecasting models in action: improving macroeconomic analyses at central banks", *International Journal of Central Banking*, vol. 3, nr 4, s. 111–144.
- Adrian, Tobias och Nellie Liang (2018), "Monetary policy, financial conditions, and financial stability", *International Journal of Central Banking* vol. 14, nr 1, s. 73–131.
- Andersson, Björn, Vesna Corbo och Mårten Löf (2015), "Varför har inflationen varit så låg?", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 5–46, Sveriges riksbank.
- Berg, Claes, Pernilla Meyersson och Johan Molin (2018), "Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017" *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 18–33, Sveriges riksbank.
- Brookings Institution (2014), "A discussion with Federal Reserve chairman Ben Bernanke on the Fed's 100th anniversary", i *Central banking after the Great Recession: lessons learned and challenges ahead*, 16 januari, Brookings Institution.
- Bryant, Ralph, Dale Henderson och Torbjörn Becker (2012), *Maintaining financial stability in an open economy: Sweden in the global crisis and beyond*, SNS förlag. Stockholm.
- Cai, Michael, Marco Del Negro, Marc Giannoni, Abhi Gupta, Pearl Li och Erica Maszkowski (2018), "DSGE forecasts of the lost recovery", Staff Report nr 844, Federal Reserve Bank of New York.
- Corsetti, Giancarlo och Gernot J. Müller (2015), "Fiscal multipliers: lessons from the great recession for small open economies", underlagsrapport till Finanspolitiska rådet, nr 2.
- Debortoli, Davide och Jordi Galí (2018), "Monetary policy with heterogenous agents: insights from TANK models", working paper, Centre de Recerca en Economia Internacional.
- Dell'Ariccia, Giovanni, Pau Rabanal och Damiano Sandri (2018), "Unconventional monetary policies in the Euro area, Japan and the United States", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, nr 4, s. 147–172.
- Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc Giannoni och Andrea Tambalotti (2017), "Safety, liquidity and the natural rate of interest", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, s. 235–294.
- Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc Giannoni och Andrea Tambalotti (2018), "Global trends in interest rates", Staff Report nr 866, Federal Reserve Bank of New York.
- De Rezende, Rafael B. (2017), "The interest rate effects of government bond purchases away from the lower bound", *Journal of International Money and Finance*, vol. 74, s. 165–186.
- Faust, Jon och Eric Leeper (2015), "The myth of normal: the bumpy story of inflation and monetary Policy", in *Inflation Dynamics and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole 2015.
- Federal Reserve Bank of Kansas City (2018), *Changing Market Structures and Implications for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole 2018.
- Finanspolitiska rådet (2018), "Svensk finanspolitik 2018", Finanspolitiska rådets rapport 2018.
- Finocchiaro, Daria och Anna Grodecka (2018), "Financial frictions, financial regulation and their impact on the macroeconomy", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 47–68, Sveriges riksbank.
- Flodberg, Caroline och Mårten Löf (2017), "Utbudet av arbetskraft har ökat överraskande snabbt", Staff memo, Sveriges riksbank.
- Galí, Jordi (2018), "The state of new keynesian economics: a partial assessment", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, nr 3, s. 87–112.
- Gertler, Mark och Simon Gilchrist (2018), "What happened: financial factors in the Great Recession", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, nr 3, s. 3–30.
- Gertler, Mark och Peter Karadi (2013), "QE 1 vs. 2 vs. 3. . . : A framework for analyzing large-scale asset purchases as a monetary policy tool", *International Journal of Central Banking*, vol. 9, nr 1, s. 5–52.

Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson och Jeremy C. Stein (2016), "The Federal Reserve's balance sheet as a financial-stability tool", in *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole 2016.

Goodhart, Charles och Jean-Charles Rochet (2011), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010", rapport från riksdagen 2010/11:RFR5.

Goodfriend, Marvin och Mervyn King (2016), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik", rapport från riksdagen 2015/16:RFR6.

Hassler, John (2017), "Finanspolitik, penningpolitik och sambandet dem emellan", *Ekonomisk debatt*, årgång 45, nr 4, s. 41–55.

Ingves, Stefan (2017), "Penningpolitiska utmaningar – att väga idag mot imorgon", tal vid Nationalekonomiska Föreningen, den 16 maj, Sveriges riksbank.

Iversen, Jens, Stefan Laséen, Henrik Lundvall och Ulf Söderström (2016), "Real-time forecasting for monetary policy analysis: the case of Sveriges Riksbank", Working Paper series nr 318, Sveriges Riksbank.

Jonsson, Magnus och Emelie Theobald (2018), "Arbetsmarknadens effekter på pris- och lönebildningen, Phillipskurvan och Beveridgekurvan", internt utkast, Sveriges riksbank.

Kaplan, Greg, Benjamin Moll och Giovanni L. Violante (2018), "Monetary policy according to HANK", *American Economic Review*, vol. 108, nr 3, s. 697–743.

Konjunkturinstitutet (2018), *Konjunkturläget*, juni.

Kuttner, Kenneth (2018), "Outside the box: unconventional monetary policy in the Great Recession and beyond", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, nr 4, s. 121–146.

Leeper, Eric och James Nason (2015), "Bringing financial stability into monetary policy", Working Paper nr 305, Sveriges riksbank.

Leeper, Eric (2018), "Sweden's fiscal framework and monetary policy", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 15–47, Sveriges riksbank.

Lindé, Jesper och André Reslow (2017), "En myt att Riksbankens prognoser styrts av modeller", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 27–48, Sveriges riksbank.

Lindé, Jesper (2018), "DSGE models: still useful in policy analysis?", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 34, nr 1–2, s. 269–286.

Mester, Loretta (2016), "Five points about monetary policy and financial stability", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 39–48, Sveriges riksbank.

Nessén, Marianne (2016), "Comments on Marvin Goodfriend", in *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole 2016.

Norges offentlige utredninger (2017), "Ny sentralbankslov. Organisering av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland", NOU 2017:16.

Rajan, Raghuram (2005), "Has financial development made the world riskier?" in *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium at Jackson Hole 2005.

Schnabel, Isabel (2016), "What role for central banks in safeguarding financial stability", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 49–54, Sveriges riksbank.

Statens offentliga utredningar (2002), "Stabiliseringspolitik i valutaunionen", Kommittén för stabiliseringspolitik för full sysselsättning vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen, slutbetänkande, SOU 2002:16.

Svensson, Lars E.O. (2017), "The costs and benefits of leaning against the wind", *Journal of Monetary Economics*, vol. 90, s. 193–213.

Svensson, Lars E.O. (2018), "Monetary policy and macroprudential policy: different and separate?", *Canadian Journal of Economics*, vol. 51, nr 3, s. 802–827.

Sveriges riksbank (2016), "Riksbankens inflationsmål – målvariabel och intervall", Riksbanksstudier september.

Vredin, Anders (2015), "Inflation targeting and financial stability: providing policymakers with relevant information", Working Papers nr 503, Bank for International Settlements.

Woodford, Michael (2010), "Financial intermediation and macroeconomic analysis", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, nr 4, s. 21–44.

Woodford, Michael (2012), "Inflation targeting and financial stability", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 7–32, Sveriges riksbank.



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08 787 00 00
Fax 08 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se