



DATUM: 2011-11-17  
TALARE: Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson  
PLATS: Göteborgs universitet

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

## ■ Lars E.O. Svenssons Félix Neubergh-föreläsning: Utmaningar för Riksbanken – penningpolitik, finansiell stabilitet och kapitalförvaltning

Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson håller idag Félix Neubergh-föreläsningen på Handelshögskolan vid Göteborgs universitet. Föreläsningen, som hålls på engelska, har titeln "Central-banking challenges for the Riksbank: Monetary policy, financial-stability policy and asset management" (Utmaningar för Riksbanken – penningpolitik, finansiell stabilitet och kapitalförvaltning).

### Tre utmaningar för Riksbanken

I sin föreläsning diskuterar Svensson utmaningar som Riksbanken ställs inför i sina tre grundläggande uppgifter: att bedriva penningpolitik som syftar till att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt en hållbar nivå, att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende och därmed bedriva politik för finansiell stabilitet samt att förvalta sina finansiella tillgångar så att en god riskjusterad avkastning uppnås utan att de två första grundläggande uppgifterna åsidosätts.

*Penningpolitiken ska fokusera på att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet – inget annat*

En viktig utmaning för Riksbanken är att se till att penningpolitiken blir klar och entydig och tydligt inriktad på att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet och inte på något annat. Risken är annars att Riksbankens måluppfyllelse för inflationen och resursutnyttjandet försämras och att otydlighet gör det svårare att utvärdera penningpolitiken och utkräva ansvar av Riksbanken för den politik som förts.

Mer specifikt menar Lars Svensson att styrräntan inte ska behandlas som en oberoende målvariabel med det uttalade eller underförstådda målet att "normalisera" styrräntan till priset av en sämre måluppfyllelse för inflationen och/eller resursutnyttjandet. Det görs ofta försök att motivera en sådan normaliseringspolitik med hänvisning till att en låg styrränta under en längre tid

■ skulle kunna orsaka ospecificerade "obalanser" som hotar den finansiella stabiliteten. Men Svensson hävdar att det inte finns något teoretiskt eller empiriskt stöd för att en låg styrränta i sig skulle orsaka till exempel för hög belåningsgrad, "leverage", i det svenska finansiella systemet, i och med att detta domineras av några få storbanker och inte har någon "shadow banking"-sektor att tala om. Styrräntan är dessutom ett trubbigt och ineffektivt medel för att uppnå finansiell stabilitet. Eventuella "obalanser" tas mycket bättre om hand med mer riktade medel inom området finansiell stabilitet, som kapitaltäcknings- och likviditetskrav.

Enligt Svensson ska inte heller huspriserna och hushållens skuldsättning behandlas som uttalade eller underförstådda målvariabler för penningpolitiken. Nivåerna på huspriserna och hushållens skuldsättning ska inte betraktas som problematiska utan en noggrann analys. Om nivåerna skulle anses problematiska är styrräntan ett trubbigt och ineffektivt medel att påverka dem och har dessutom negativa konsekvenser för inflation och resursutnyttjandet. Det finns andra medel, som bolånetak och skärpta lånevillkor, som är mer effektiva.

#### *Politik för finansiell stabilitet ska inte blandas ihop med penningpolitik*

En närbesläktad utmaning som Riksbanken behöver hantera är risken för en begreppsmässig och praktisk sammanblandning av penningpolitik och politik för att främja finansiell stabilitet. Exempelvis hävdas det ibland att målen för penningpolitiken borde utökas och inkludera finansiell stabilitet och att penningpolitik och politik för finansiell stabilitet ska integreras och bedrivs tillsammans. Enligt Svensson är sådana förslag olämpliga eftersom de inte beaktar att penningpolitik och politik för finansiell stabilitet är olika sorters politik.

Penningpolitik och politik för finansiell stabilitet skiljer sig åt i och med att de har olika mål, olika medel och olika ansvariga myndigheter, på samma sätt som penningpolitik och finanspolitik är olika politik och har olika mål, medel och ansvariga myndigheter. Finanspolitiken har sina mål – såsom ekonomisk stabilitet, effektivitet och jämn inkomstfördelning – och sina medel – främst skatter och utgifter – med Finansdepartementet och Riksdagen som ansvariga myndigheter. Penningpolitiken har sina mål – stabil inflation och resursutnyttjande – och sina medel – främst styrräntan och kommunikation – med Riksbanken som ensam ansvarig myndighet. Politiken för finansiell stabilitet har sitt mål – finansiell stabilitet – och sina medel – främst makro- och mikrotillsyn och reglering – med ansvaret delat mellan Finansinspektionen, Riksbanken, Riksgälden och Finansdepartementet. Penningpolitiken bör bedrivs med beaktande av hur finanspolitiken bedrivs, och vice versa. På samma sätt bör penningpolitiken bedrivs med beaktande av hur politiken för finansiell stabilitet bedrivs, och vice versa. Men de ska inte blandas ihop. En sammanblandning riskerar att leda till sämre utfall för båda och gör det svårare att utkräva ansvar.

#### *Tillgångsförvaltningen ska vara effektiv och eliminera onödiga risker – inklusive valutarisken*

Den tredje utmaning som Svensson diskuterar i sin föreläsning gäller tillgångsförvaltningen. Riksbankens tillgångsförvaltning får inte samma uppmärksamhet i media eller utvärderingar av Riksbankens verksamhet som penningpolitik och politik för finansiell stabilitet. Avsaknaden av uppmärksamhet gör det än viktigare att Riksbanken internt utvecklar den förståelse och de metoder som krävs för en effektiv tillgångsförvaltning. Annars finns en risk att Riksbankens finansiella tillgångar förvaltas slentrianmässigt och med lägre avkastning och högre risk än vad som är nödvändigt med hänsyn till Riksbankens två första grund-

■ läggande uppgifter, att bedriva penningpolitik och att främja finansiell stabilitet.

Riksbankens nettotillgångar i utländsk valuta uppgår för närvarande till cirka 185 miljarder kronor, i storlek ungefär som en genomsnittlig svensk AP-fond. Denna valutareserv gör det möjligt för Riksbanken att främja den finansiella stabiliteten genom att ge likviditetsstöd i utländsk valuta till svenska banker om detta skulle behövas. Det är fråga om en avsevärd summa av skattebetalarnas pengar, omkring 40 000 kronor per hushåll. Utan att åsidosätta Riksbankens möjligheter att uppfylla sina första två grunduppgifter bör dessa tillgångar i övrigt förvaltas med samma omsorg och effektivitet som vilken pensionsfond som helst.

Men Riksbankens tillgångar och därmed skattebetalarnas pengar har traditionellt förvaltats så att de är exponerade för en stor valutarisk och därmed en risk för stora förluster på grund av fluktuationer i växelkursen. Valutarisken är större än summan av alla andra finansiella risker som Riksbankens tillgångar är exponerade för. Denna valutarisk är onödig, i och med att den inte bidrar till att öka avkastningen eller förbättrar möjligheterna för Riksbanken att bedriva penningpolitik eller främja den finansiella stabiliteten. Riksbankens avdelning för kapitalförvaltning har dock utarbetat en metod som innebär att Riksbanken skulle kunna eliminera valutarisken genom ett avtal med Riksgälden där denna tar över valutarisken. Denna metod lämnar Riksbankens valutatillgångar orörda så att de vid behov fortfarande kan utnyttjas för likviditetsstöd i utländsk valuta. Riksbankens oberoende påverkas inte. Eftersom Riksgälden i utgångsläget har en valutaskuld medför metoden dessutom att Riksgäldens valutarisk också minskar samt att Riksgälden får hand om statens samlade valutarisk som då kan hanteras mer effektivt.

Att eliminera valutarisken minskar den finansiella risken i Riksbankens balansräkning till mer än hälften och mer än fördubblar den riskjusterade avkastningen. Att minska den finansiella risken lika mycket utan att eliminera valutarisken skulle minska den förväntade avkastningen med ungefär 2,8 miljarder kronor per år. Detta belopp är således ett mått på alternativkostnaden för att inte eliminera valutarisken. Det är fyra gånger kostnaden för att bedriva Riksbankens verksamhet, som är ungefär 700 miljoner kronor per år. Ett annat mått på alternativkostnaden för att inte eliminera valutarisken är det extra kapitalbehov som risken för valutaförluster ger upphov till. Det är för närvarande cirka 43 miljarder kronor, nästan en fjärdedel av Riksbankens nettotillgångar i valuta och nästan 10 000 kr per hushåll.

Flera andra centralbanker har med olika metoder reducerat eller eliminerat valutarisken. Att eliminera valutarisken för Riksbankens tillgångar och skattebetalarnas pengar är en förbättring av Riksbankens kapitalförvaltning som länge varit angelägen, framhåller Svensson.