

# Regimskifte i centralbanksfabriken

## CECILIA KAHN

är doktorand vid Ekonomisk-historiska institutionen i Uppsala och tjänstledig från avdelningen för finansiell stabilitet på Riksbanken.

I sin avhandling undersöker hon hur och varför olika aktörers inflytande över bankreglering förändras över tid.

cecilia.kahn@ekhist.uu.se

*Tre olika makroekonomiska regleringsregimer präglade 1900-talet. När dessa skiftade var det inte som plötsliga händelser eller som en enkelriktad utveckling åt ett särskilt håll. I stället innehöll regimerna ofta motsägelsefulla tendenser och regimskiftena tog lång tid. Synen på regimskiften som en pendelrörelse mellan exempelvis mer eller mindre reglering är en vilseledande förenkling. Nu står vi eventuellt inför en ny regim med nya förutsättningar och krav på politiken. Det är därför en lämplig tidpunkt att se tillbaka på tidigare regimer och regimskiften.*

Den regleringsregim<sup>1</sup> för centralbankspolitik, finansiell reglering och finanspolitik som gällt sedan 1990-talet verkar lida mot sitt slut och konturerna av en ny börjar ta form. Efter den finansiella krisen 2008 följde en våg av nya finansiella regleringar och centralbankernas metoder för att uppnå sina inflationsmål utvecklades. Finanspolitiken förändrades först i mer begränsad utsträckning, men senare skiftade konsensus om finanspolitikens möjligheter och ramar. Enligt vissa innebar dessa förändringar ett brott med den tidigare ordningen (Goodhart 2011) medan andra menade att det inte var fallet (Baker 2012; Moshella och Tsingou 2013). Sedan dess har världen genomgått en pandemi som förstärkt tendenserna och Ryssland har startat ett krig i Europa, som förutom mänskligt lidande och säkerhetspolitiska konsekvenser även påverkat ekonomi och politik.<sup>2</sup> Ett regimskifte går inte snabbt, utan sker under en längre övergångsperiod då målen och verktygen för politiken sakta omprövas. Med anledning av att vi befinner oss i en sådan övergångstid, tar jag nu tillfället i akt att blicka tillbaka på tidigare regimer och skiften.

Den uppenbara frågan är vad den nya regleringsregimen kommer att innehålla, men denna fråga saknar ännu svar. I den här texten gör jag en tillbakablick på 1900-talets tre regleringsregimer. Jag anlägger en historisk ansats som inte nödvändigtvis har ambitionen, eller lämpar sig för, att ge

<sup>1</sup> Här används begreppet "regleringsregim". Larsson och Söderberg (2017) använder "makroekonomisk regim" i linje med Forsyth och Notermans (1997). Goodhart (2011) talar om regim, monetär regim eller system. Man kan också använda mer snäva begrepp som "penningpolitisk regim" (vilket riksbanksutredningen använder), som främst avser centralbankens huvudsakliga målvariabel. Finanskrisen visade behovet av att betrakta finans- och penningpolitik, liksom finansiell reglering, som sammanlänkade (Quaglia 2013) och därför är det bredare begreppet "regleringsregim" passande.

<sup>2</sup> Den här texten skrevs i huvudsak före invasionen av Ukraina och konsekvenserna av denna är därför inte fokus.

entydiga svar på avgränsade frågeställningar. Syftet med texten är i stället att beskriva tidigare regimskiften samt att nyansera, fördjupa och kontextualisera lärdomar som kan dras. Syftet med texten är att bidra till en fördjupad och nyanserad förståelse för dagens situation genom att beskriva och dra lärdomar från tidigare regimskiften i sina specifika historiska kontexter.

Regimbegreppet används för att med breda penseldrag beskriva politikförändring över tid. Begreppet lämpar sig därmed för det helikopterperspektiv som jag anlägger här. Utgångspunkten och frågeställningen är stor nog för att undersökas i en bok, men här finns inte utrymme för en detaljerad kronologi. Mitt syfte är inte heller att utvärdera politiken. I stället lyfts valda delar av tidigare regimer, som är av vikt för textens syfte, fram. Tyngdpunkten ligger på centralbankspolitikens utveckling, samt dess relation till bankerna.<sup>3</sup>

## 1. Regleringsregimer och regimskiften

Det finns ingen exakt definition av begreppet regleringsregim. Innebörden är att det finns övergripande mål för den ekonomiska politiken (finanspolitik, centralbankspolitik<sup>4</sup> och finansiell reglering) och därmed förknippade verktyg, samt att dessa skiftar över tid. Verktyg i det här sammanhanget kan inkludera centralbanksoperationer, regleringar, budgetregler, m m. Ibland kan dessa skilja sig mellan regimer, ibland används samma verktyg på olika sätt. En viktig poäng är just vikten av att betrakta finans- och centralbankspolitik samt finansiell reglering som samverkande. Den förda politiken kan variera inom en regim och det finns ofta utrymme för motsägelsefulla tendenser. Ett regimskifte innebär en omläggning av målen för den ekonomiska politiken. Även om en regim kan ta sig olika uttryck i olika länder har internationell konvergens rätt vad gäller övergripande innehåll och timing för regimer och regimskiften (Forsyth och Notermans 1997).

Charles Goodhart (2011) identifierar tre olika regleringsregimer på basis av centralbankens skiftande roll och daterar dem till 1840–1914, 1930–60 samt 1980–2007. Han konstaterar att de olika regimerna kan kategoriseras utifrån centralbankens skiftande prioriteringar mellan pris- och finansiell stabilitet. Ett regimskifte sker när den strategi som centralbanken använder för att uppfylla sina mål blir ohållbar. Då tvingas centralbanken att tänka om, hitta en ny balans mellan sina mål och nya sätt att uppfylla dem på. En sådan situation kan uppstå till följd av krig eller marknadstryck.

Forsyth och Notermans (1997) identifierar två perioder med ”institutionsbyggande och omorientering av målen för den ekonomiska politiken”, alltså regimskiften: 1931–47 respektive 1973–90. Före, mellan och efter dessa perioder rådde olika regleringsregimer. De menar att regimskiften

<sup>3</sup> Med ”banker” avses genomgående affärsbanker när inte annat specificeras.

<sup>4</sup> Jag använder begreppet ”centralbankspolitik” genomgående i texten för att beskriva den politik som förs av Riksbanken vid det aktuella tillfället. När begreppet ”penningpolitik” används är det i den bemärkelse som begreppet har i dag.

inleds med att centralbankspolitiken ändras, efter vilket nödvändiga förändringar i den finansiella regleringen följer. Förändringen av centralbankspolitiken föranleds i sin tur främst av förändringar i den relativa prisnivån, alltså deflationistiska (1920-tal) eller inflationistiska (1970-tal) tryck.

Jag kommer att utgå från Larsson och Söderbergs (2017) periodisering av regleringsregimer för Sverige. De identifierar den *klassiska regimen* från 1920 till mitten av 1930-talet, *statsregimen* från 1930 till 1970-talet och *marknadsregimen* från 1970-talets mitt till i dag. Till skillnad från Forsyth och Notermans (1997) betonar Larsson och Söderberg (2017) idéernas roll för politikskiften, särskilt avseende bankernas roll i samhället. De får stöd av John Maynard Keynes som ofta citeras i dessa sammanhang:

...the ideas of economists and political philosophers, both when they are right and when they are wrong, are more powerful than is commonly understood. Indeed the world is ruled by little else. (Keynes 1936)

## 2. Den klassiska regimen

År 1897 godkände riksdagen en ny riksbankslag som gav monopol på sedelutgivning till Riksbanken. Banklagstiftningen moderniserades 1903 med införandet av likviditets- och soliditetskrav och 1907 etablerades banktillsynen som en egen myndighet. Larsson och Söderberg (2017) förlägger den klassiska regimen början till 1920 men de tre ovan nämnda åtgärderna är en lämpligare startpunkt. Även Larsson (1998) pekar ut 1903 års banklag som slutet för 1800-talets liberala banklagstiftning. Både sedelmonopolet och banklagstiftningen medförde betydligt starkare statskontroll, samtidigt som affärsbankerna fick vissa nya friheter, framför allt aktieförvärvsrätten som infördes 1911.

Riksbanken skulle hålla värdet på pengar stabilt, medan affärsbankerna skulle tillhandahålla krediter till näringslivet (SOU 1927:11, s 66–67). Följaktligen tog Riksbanken allt mer formen som bankernas bank och mindre av en bank för allmänhet och näringsliv, som den varit tidigare. Inriktningen på Riksbankens verksamhet diskuterades dock vid flera tillfällen och dess mer tillbakadragna roll ifrågasattes. Vissa ansåg att affärsbankerna fick en alltför stor roll för ”penningomsättningen i landet” och att de ”i stället för att vara näringslivets tjänare bleve dess herrar” (Riksdagens skrivelse 2017:322). Debatten handlade alltså om vilken kontroll det allmänna, genom Riksbanken, skulle ha över den samhällsekonomiska utvecklingen. Även vad gällde affärsbankernas rätt att inneha och handla med aktier fanns det en oro för att det skulle leda till en alltför stor maktkoncentration hos bankerna samt stärka deras ”herravälde” över industribolagen. En utredning tillsattes och inskränkningar i bankernas aktieförvärvsrätt föreslogs, medan arbetsfördelningen mellan Riksbanken och affärsbankerna inte ansågs behöva förändras (Regeringens proposition 1921:182; SOU 1927:11).

Samtidigt var Riksbankens huvudsakliga mål att upprätthålla guldmyntfoten. Enligt Larsson och Söderberg (2017, s 23) sågs centralbanker

som mekaniskt fungerande institutioner som upprätthöll ett automatiskt system baserat på guldmyntfoten. De menar dock att detta var ett missförstånd och att centralbankerna i själva verket genomförde återkommande interventioner. Stabila externa balanser var ett övergripande mål för den ekonomiska politiken och för det var internationella kapitalflöden nödvändiga. Den finansiella regleringen medgav därför en hel del öppenhet för kapitalflöden mellan länder (Forsyth och Notermans 1997).

Guldstandarden släpptes under första världskriget och krigsslutet följdes av börskrasch, bankkrasch och deflation. Riksdagen drev på för att Sverige skulle ta sig tillbaka till guldmyntfoten till samma kurs som före kriget, vilket sedan skedde redan 1924. Runt 1930 lämnade flera länder guldmyntfoten och så även Sverige 1932. Direkt därefter införde Riksbanken ett ”prisstabilitetsmål” innan kronan knöts till pundet (Berg och Jonung 1999). Kreugerkraschen 1932 eldade på uppfattningen om att bankerna fått för stora friheter och rätten för banker att inneha och handla med aktier togs därför bort (SOU 1932:30; Regeringens proposition 1933:167).

### 3. Statsregimen

I många länder skedde under 1930-talet en politisk omsvängning till full sysselsättning och hög ekonomisk tillväxt som övergripande mål för den ekonomiska politiken. Många centralbanker förstatligades och i Sverige kom Riksbanken under gradvis starkare politisk kontroll. Larsson och Söderberg (2017) förlägger en trevande start på *statsregimen* till år 1937 och genomslaget för regimen till andra världskriget. Den åtgärd som de antagligen åsyftar var en tillfällig lagstiftning som från 1938 gav Riksbanken möjlighet att införa striktare likviditetskrav på bankerna – vilken aldrig utnyttjades. I stället fungerade lagen som påtryckningsmedel på bankerna för att de skulle följa Riksbankens rekommendationer. Bankföreningen kritiserade lagen och påpekade att den utformats som bankreglering men med syftet att hjälpa Riksbanken att sköta sin ”valutavårdande uppgift” och ”påverka penningläget” (Regeringens proposition 1937:304). I och med detta infördes ett moment som blev definierande för statsregimen – Riksbankens styrning av affärsbankerna.

Under andra världskriget förstärktes regeringens kontroll över Riksbanken och finansminister Ernst Wigforss program för penningpolitiken angav tre mål utan inbördes prioritering: stabil prinsnivå, valutakurs och ränta. 1951 slog Riksbanken fast att räntan inte kunde användas för att påverka kreditgivningen och att man i stället behövde andra verktyg. Utifrån detta antogs lagen om räntereglering som även gav Riksbanken kontroll över emission av obligationslån. Även denna lag användes som påtryckningsmedel på bankerna snarare än att direkt implementeras (Jonung 1993a, s 295–298).

Sedermera reglerade Riksbanken bankernas utlåning, balansräkningar och räntor; och bankernas krediter styrdes mot utvalda sektorer som bo-

stadsbyggande. Vid sidan av formella åtgärder förekom informella regleringar, i form av påtryckningar och andra ”mjukare” åtgärder. Under 1950- och 1960-talen var Riksbankens verksamhet således inriktad på *fine tuning* med målsättning att hålla en hög sysselsättning och låga räntor. Riksbanken var nära knuten till finansdepartementet och det socialdemokratiska partiet, även om det fanns ett mått av oberoende som kan illustreras med ”räntekuppen” våren 1957 då en ränteförändring genomfördes utan att regeringen informerades.

Till skillnad från den klassiska regimen var den inhemska ekonomin i fokus i de flesta länder och internationella kapitalflöden prioriterades inte. Det ledde till en viss nationell isolering som medförde att de finansiella systemen i olika länder divergerade. Bretton Woods-samarbetet präglade växelkurspolitiken under större delen av efterkrigstiden och ersattes av andra växelkursarrangemang efter kollapsen 1972. Växelkursen var den ”röda tråden” för Riksbanken under 1970- och 1980-talen, även om riksbanksregleringarna kvarstod (Jonung 1993b). De övergripande ekonomisk-politiska målen förändrades successivt från efterkrigstidens fokus på låg ränta, hög tillväxt och låg arbetslöshet mot en kontracyklisk politik och allt mer marknadsorienterade räntor (Larsson och Söderberg 2017).

Efter flera års utredning harmoniserades lagstiftningen för affärs-, spar-, och jordbruksbanker 1968 med kraftigt sänkta kapitalkrav för affärsbankerna som följd (Regeringens proposition 1968:143). Reformen fick dock begränsad effekt på grund av riksbanksregleringarna. 1970-talet var en turbulent tid för hela världsekonomin och riksbanksregleringarna stramades åt. På vissa sätt var det svenska finansiella systemet hårdare reglerat under andra halvan av 1970-talet än någonsin, samtidigt som vissa lättnader infördes, som exempelvis en viss avreglering av utländska lån (Larsson och Söderberg 2017).

## 4. Marknadsregimen

På 1980-talet avvecklades så riksbanksregleringarna och finansmarknaderna skulle utvecklas fritt. Viktigast var borttagandet av valuta- och kreditregleringarna. Detta möjliggjorde större internationella kapitalflöden samt ökad kreditgivning. Även 1968 års liberaliserande reform fick fullt genomslag när riksbanksregleringarna togs bort. Denna ”dubbla” avreglering berörde framför allt sparbankerna (Larsson och Söderberg 2017). Det politiska trycket på Riksbanken lättade (Jonung 1993b) och Riksbankens roll gentemot affärsbankerna försvagades också när bankerna inte längre stod i samma beroendeställning till Riksbanken. Vanligtvis beskrivs bankinspektionen som åsidosatt under statsregimen eftersom Riksbanken hade en så stor roll. Men även borttagandet av regleringarna ledde till att bankinspektionen försvagades ytterligare eftersom delar av verksamheten nedmonterades när marknadskrafterna skulle leda bankernas utveckling (Larsson och Söderberg 2017).

1990-talskrisen ledde till två huvudsakliga reformer: Sverige övergick till flytande växelkurs 1992 och ett prisstabilitetsmål på två procents inflation infördes 1993. Inflation som målvariabel för centralbanker var inget nytt och hade blivit allt viktigare sedan 1970-talet (Forsyth och Notermans 1997; Larsson och Söderberg 2017). När fasta växelkurser inte längre var norm följde inflationsmålet som standard för centralbanker i många länder. Flytande växelkurs, prisstabilitetsmål och centralbankens oberoende är definierande komponenter i *marknadsregimen*, liksom avreglerade internationella kapitalrörelser och balans- eller överskottsmål för finanspolitiken. En stor förändring för centralbanker som övergången till marknadsregimen medfört är större transparens och fokus på kommunikation utåt, vilket ändrat centralbankens relation till marknadsaktörer och allmänhet jämfört med tidigare (Meyersson och Petrelius Karlberg 2012).

De första åren av 2000-talet kan beskrivas som ”oskyldighetens tid”. När krisen kom 2008 hade centralbankerna därmed tappat fokus på finansmarknaderna till fördel för inflationen och finjustering (Tucker 2018). Även Stefan Ingves har gett uttryck för den synen (Ingves 2015).

## 5. På väg mot en ny regimen?

Finanskrisen 2008 ledde till omfattande diskussioner om centralbankernas roll, mandat och ansvar, liksom behovet av mer reglering av finansiella aktörer och marknader. Många centralbanker, inklusive Riksbanken, anser att man sedan dess har befunnit sig i ett stadium av skifte (Georgsson m fl 2015; Sveriges riksbank 2016). Stefan Ingves konstaterade 2016 att man rör sig i riktning mot ordningen under statsregimen (Ingves 2015).

En global regleringsvåg följde på krisen.<sup>5</sup> Med ledord som ”jämn spelplan” och ”harmonisering” var internationell integration ett övergripande mål. En insikt från finanskrisen var att krav på enskilda bankers solvens och likviditet inte var tillräckligt för att upprätthålla systemstabilitet. Därför tillkom politikområdet makrotillsyn som fokuserade på systemrisk. En systemrisknämnd, ESRB, inrättades i EU och ett svenskt mandat för makrotillsyn tilldelades finansinspektionen. En viktig idé som legat till grund för marknadsregimens syn på finansiella marknader var att priser reflekterar all tillgänglig information (*efficient market hypothesis*). Makrotillsynens utgångspunkter går på tvärs med den uppfattningen, eftersom den förutsätter att alla risker inte är prissatta. Enligt vissa kan makrotillsynens införande därför ses som en ideologisk-teoretisk vändpunkt för finansiell reglering (Baker 2013). Larsson och Söderberg (2017) betonar dock kontinuiteten och menar att den reglering som införts sedan krisen fokuserar på att bevara marknadsinriktningen från 1970- och 1980-talet.

Penningpolitiken fick en stor roll för att understödja ekonomin efter krisen; den har i huvudsak bestått av låga eller negativa räntor, åtgärder för att tillhandahålla likviditet samt tillgångsköp. Penningpolitikens inrikt-

<sup>5</sup> För en översikt se Claessens och Kodres (2014) och Quaglia (2013).

ning exemplifierades av Mario Draghis numera bevingade ord ”whatever it takes” med vilket han menade att den europeiska centralbanken skulle använda alla verktyg som stod till buds för att rädda euron.<sup>6</sup> Samma inriktning gällde under coronapandemin, men med delvis nya verktyg. Riksbanken sjösatte olika program för att tillhandahålla likviditet till bankerna och utökade köpen av finansiella tillgångar (statsobligationer och -växlar, kommun- och regionobligationer, bostadsobligationer samt företagsobligationer och -certifikat). Tillgångsköpen syftade till att hålla priserna på dessa tillgångar uppe och därmed räntorna nere. I de flesta länder var både finans- och penningpolitiken expansiv. Exempelvis tog de japanska och amerikanska centralbankerna nya grepp på inflationsmålet för att kunna motivera mer expansiv politik.<sup>7</sup> Inom den europeiska centralbanken betonade chefsekonomen Philip Lane att de inte ville se längre räntor stiga innan inflationsdynamiken förbättrats (Arnold 2021c).

Två frågor som tar allt mer plats inom centralbankspolitik och finansiell reglering är fördelningsfrågan och klimatförändringarna. Exempelvis har Federal Reserve uppvärderat sitt sysselsättningsmål. I den nya riksbankslagen föreslås att Riksbanken ska ta ökad hänsyn till sysselsättning. En annan typ av fördelningsfråga som har aktualiserats i och med centralbankers köp av värdepapper är vilka branscher eller sektorer som gynnas av den förda politiken. Det koncept som centralbanker använder sig av för att hantera detta är ”marknadsneutralitet”. Det innebär att alla värdepapper som uppfyller förutbestämda och generella kriterier ska omfattas av köpen och att centralbanken inte ska detaljstyra vilka företag som ingår. Det kan ses som ett sätt för centralbanker att skydda den teknokratiska aspekten av den förda politiken och undvika att åtgärderna politiseras (van’t Klooster och Fontan 2019).

I ett avseende vill dock flera centralbanker, Riksbanken inkluderat, inte vara neutrala – klimatfrågan. Den förre chefen för Bank of England, Mark Carney, satte frågan på centralbanksdagordningen 2015 (Carney 2015). Samma år sjösatte finansministrar och centralbankscheferna i G20 och Financial Stability Board (FSB)<sup>8</sup> en arbetsgrupp för hur finanssektorn kan ta fram bättre data över klimatrelaterade exponeringar, risker och möjligheter. Ytterligare en arbetsgrupp, Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS), startades 2017 och i maj 2022 omfattar den 114 centralbanker och tillsynsmyndigheter. Även individuella centralbanker har vidtagit åtgärder. Europeiska centralbanken hanterar klimatfrågorna i sin strategiöversyn, Banque de France har drivit på för en koldioxidneutral portfölj och Bank of England fick i mars 2021 i uppdrag att inkludera klimathänsyn i sina tillgångsköp (Arnold

<sup>6</sup> Se Tooze (2018) för en detaljerad redogörelse av eurokrisen.

<sup>7</sup> Med detta avses s k *Yield Curve Control* och *Average Inflation Targeting*.

<sup>8</sup> Financial Stability Board inrättades av G20-länderna 2009 och ersatte Financial Stability Forum. I dag finansieras FSB av Bank of International Settlements (BIS), där den har sitt huvudkontor. FSB är ett forum för internationellt samarbete kring finansiell reglering, riktlinjer och standarder.

2021a; 2021b; Bank of England 2021). Det finns dock de som uttrycker tvivel om hur långt centralbanker bör gå för att adressera klimatfrågan. Jens Weidmann, tills nyligen chef för tyska Bundesbank, menar att politik för att bekämpa klimatförändringarna måste komma från exempelvis finans- eller energipolitiken och att gynna eller missgynna särskilda sektorer inte bör vara penningpolitikens mål (Weidmann 2020). Riksbanken har inte fått ett uppdrag att adressera klimatfrågan av sin huvudman riksdagen men bedömer att det ligger inom det befintliga mandatet. Till exempel tillämpas negativ screening vid köp av företagspapper, dvs att endast företag som möter internationella standarder för hållbarhet ska ingå i Riksbankens portfölj (Sveriges riksbank 2021).

Finanspolitiken genomgick inte tillnärmelsevis lika stor omsvängning eller tillskrevs lika stor vikt som centralbanks- eller regleringspolitiken direkt efter finanskrisen. Här gällde fortsatt överskotts- eller balansmål. Under 2020 rörde sig dock konsensus. Till och med institutioner som IMF och OECD, som tidigare sjungit överskottsmålets lov, har gett uttryck för att finanspolitiken bör bli mer expansiv. En slående skillnad i hur centralbanker förhöll sig till coronakrisen jämfört med finanskrisen 2008 var att de efterfrågat expansiv finanspolitik som komplement till penningpolitiken (Powell 2020; Jansson 2021).

I februari 2022 invaderade Ryssland Ukraina med enorma och ännu oöverblickbara konsekvenser. Inflationen, som redan hade börjat stiga, är på den högsta nivån på decennier. Det penningpolitiska svaret har varit höjda räntor och avtrappande inköpsprogram. Den generella regleringen av finansiella aktörer har inte förändrats, men åtgärderna mot ryska banker och andra aktörer visar att även finanssektorn påverkas.

## 6. Avslutning: Vad kan vi lära av tidigare regimskiften?

För att förstå den rådande ekonomisk-politiska regleringsregimen måste centralbankspolitik, finanspolitik och regleringen av finansmarknader beaktas tillsammans. Här har jag mycket kortfattat tecknat konturerna av 1900-talets regleringsregimer, med tyngdpunkten på centralbanker och finansiella aktörer snarare än finanspolitiken. Eftersom den täckta tidsperioden är lång har helikopterperspektivet dominerat och det finns betydligt mer att säga om allt som berörts.

I efterhand kan ett regimskifte se ut som en inkrementell process i en särskild riktning – mot den nya regimen. Men tidigare regimskiften har inte varit tydliga rörelser åt ett visst håll eller med en genomtänkt plan. Motstridiga regleringstendenser har alltid funnits, både inom och mellan regimerna. På 1910-talet rådde exempelvis en ekonomisk politik som var präglad av *laissez-faire* samtidigt som det fanns en skepticism mot affärsbankernas växande roll i ekonomin. Ett annat exempel är den strikta bankreglering som rådde under 1960-talet, samtidigt som kapitalkraven kraftigt



sänktes 1968. Ett tredje exempel är den avreglering som skedde i flera länder på 1970-talet, samtidigt som Baselkommittén för Banktillsyn grundades 1974 vilket kom att bli navet för nästa regleringsvåg. Slutligen under tidigt 2000-tal, när marknadsregimen stod på sin höjd och ”oskyldighetens tid” rådde, pågick arbete inom Baselkommittén som resulterade i Basel II och som innebar en betydligt striktare syn på reglering än som rått under 1980-talet.

Trots att regimerna alltså inte ska ses som monolitiska perioder finns det viktiga aspekter som skiljer dem åt.

Det politiska inflytandet över Riksbanken varierade mellan regimerna. Under den klassiska regimen agerade Riksbanken utan direkt politiskt tryck, men dess roll för samhällsekonomin diskuterades i riksdagen och i utredningar. Ett annat exempel från samma period är när riksdagen ville återgå till guldstandarden och ålade Riksbanken att implementera denna deflationistiska politik. Under statsregimen var Riksbanken helt inlemmad i regeringens politiska agenda, även om graden av politisk kontroll kunde skifta även under den här perioden. Under marknadsregimen var oberoendet en central komponent i regimen och har så förblivit.

Det politiska inflytandet har växlat med vilken roll Riksbanken haft i ekonomin. Ett mer begränsat mandat med väldefinierade verktyg har åtföljts av större oberoende och vice versa. Betraktelsen att det finns en avvägning mellan oberoende och centralbanksmandatets omfattning har gjorts av många (Tucker 2017; Goodhart och Lastra 2018). Efter finanskrisen 2008 har centralbankerna blivit mer aktiva med användandet av nya penningpolitiska verktyg, deltagande i globala regleringsansträngningar och engagemang i nya frågor som fördelning och klimat. Vidgade mål och verktyg får som konsekvens ökad efterfrågan på politisk kontroll. Det kan noteras att statsregimens omfattande politiska kontroll också föregicks av en mer ingripande politik från Riksbankens sida. Det betyder dock inte att politisk kontroll à la statsregimen är en förutbestämd ingrediens i kommande regleringsregim.

Detta för oss in på den nya riksbankslagen. Ungefär samtidigt som regimskiften skett har också riksbankslagen uppdaterats: 1897, 1934 och 1988. Även den här gången prickas en tid av skifte in och förslaget på ny riksbankslag förväntas klubbas i riksdagen i år. I regel har nya riksbankslagar inte bidragit till regimskiftena, trots timingen, utan har främst formaliserat rådande praxis. Men det är värt att notera vissa förändringar som den nya lagen kommer att medföra. Exempelvis ska Riksbanken, vid sidan av det huvudsakliga målet ”låg och stabil inflation” även ”bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning”. Formuleringen att Riksbanken ska ”främja ett säkert och effektivt betalningsväsende” ersätts av att Riksbanken ska ”bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt”. Riksbanken föreslås också få en större och tydligare roll för konthanteringen i landet. På flera sätt innebär den nya riksbankslagen att befintlig praxis fastslås i lag och att Riksbanken därmed får en mer detal-

jerad lagstyrning. Vad gäller det finansiella oberoendet innebär den nya lagen dock en styrning av Riksbankens vinstdisposition och balansräkning som inte är i linje med nuvarande praxis. Enligt riksbankskommittén är detta en förstärkning av det finansiella oberoendet medan Riksbanken uttrycker det motsatta (SOU 2019:46; Sveriges riksbank 2020).

Pengarnas, eller betalningsmedlens, historia har inte behandlats i den här texten, men kom ihåg att startpunkten för den moderna Riksbanken sattes till (åter)införandet av sedelmonopolet. Betalningsfrågor är centrala för alla centralbanker. Kontanter används i allt mindre utsträckning i Sverige och Riksbanken har utrett en e-krona sedan 2017. Regeringen tillsatte i slutet av 2020 en särskild utredare för att undersöka statens roll på betalningsmarknaden. Beroende på hur en e-krona skulle utformas, har den potential att bli en viktig del av den regleringsregim som ligger framför oss.

I viss mån kan regimskiften ses som en pendelrörelse mellan olika lägen av marknads- respektive regleringsdominans, men det perspektivet riskerar att leda fel. Som en jämförelse präglades den klassiska regimen av en moraliskt laddad syn på bankerna och deras roll i ekonomin skulle begränsas så att de inte fick för stor makt över näringslivet. När marknadsregimen gjorde sitt inträde hade synen på finanssektorn förändrats och den typen av diskussioner fördes inte längre. Även om dessa regimer skulle vara på samma sida pendeln finns alltså stora olikheter. Om vi jämför dagens situation med statsregimen ser det också väldigt olika ut. Finanskrisen följdes av finansiell reglering, men som Larsson och Söderberg (2017) påpekar är denna fundamentalt skild från regleringen under statsregimen. Inriktningen på regleringen är ännu marknadscentrerad och syftar inte till att lägga finansmarknaden under politisk kontroll.

Jag inledde den här texten med att konstatera att konturerna av en ny regim börjat ta form. Nya händelser och skeenden som stigande priser och krig i Europa kommer säkerligen att påverka nästa regims utformning. Charles Goodharts beskriver perioderna mellan regleringsregimerna som präglade av ”otydlighet och sökande” och Forsyth och Notermans beskriver den som perioder av ”institutionsbyggande och omorientering av målen för den ekonomiska politiken”. Båda ger tiden för omställning runt tjugo år. Vi kan lugnt konstatera att det är där vi befinner oss nu.

Arnold, M (2021a), ”ECB Urged to ‘Decarbonise’ Its 2.4tn Corporate Credit Holdings”, *Financial Times*, 11 februari 2021, <https://www.ft.com/content/3a157276-d892-4698-8d54-ee655b1aa48>.

Arnold, M (2021b), ”ECB Set to Disappoint Campaigners on Climate Change”, *Financial Times*, 21 februari 2021, <https://www.ft.com/content/ef64a281-4184-4141-a283-26f12134f322>.

Arnold, M (2021c), ”Philip Lane: ‘We Have a Unique Initiative in Europe Now – It Is Really Quite Something’”, *Financial Times*, 16 mars 2021, <https://www.ft.com/content/2aa6750d-48b7-441c-9e84-7cb6467c5366>.

Baker, A (2013), ”The New Political Economy of the Macroeconomic Ideational Shift”, *New Political Economy*, vol 18, s 112–139.

Bank of England (2021), ”Remit for the

## REFERENSER

- Monetary Policy Committee (MPC)", <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2021/march/2021-mpc-remit-letter.pdf?la=en&hash=C3A91905E1A58A3A98071B2DD41E65FAFD-1CF03E>.
- Berg, C och L Jonung (1999), "Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931–1937", *Journal of Monetary Economics*, vol 43, s 525–551.
- Carney, M (2015), *Breaking the Tragedy of the Horizon – Climate Change and Financial Stability*, [tal], <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf?la=en&hash=7C67E785651862457D99511147C7424FF5EA0C1A>.
- Claessens, S och L Kodres (2014), "The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis: Some Uncomfortable Questions", IMF Working Paper, Research Department and Institute for Capacity Development, Washington.
- Forsyth, D J och T Notermans (1997), *Regime Changes: Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s to the 1990s*, Berghahn, Providence.
- Georgsson, M, A Vredin och P Åsberg Sommar (2015), "Den moderna centralbankens mandat och diskussionen efter krisen", *Penning och valutapolitik*, årg 2015, nr 1, [http://archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/POV/2015/2015\\_1/rap\\_pov\\_artikel\\_2\\_150325\\_sve.pdf](http://archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/POV/2015/2015_1/rap_pov_artikel_2_150325_sve.pdf).
- Goodhart, C A E (2011), "The Changing Role of Central Banks", *Financial History Review*, vol 18, s 135–154.
- Goodhart, C och R Lastra (2018), "Populism and Central Bank Independence", *Open Economies Review*, vol 29, s 49–68.
- Ingves, S (2015), "Centralbankens mål och medel genom historien – perspektiv på dagens penningpolitik", [tal], [http://archive.riksbank.se/Documents/Tal/Ingves/2015/tal\\_ingves\\_150506\\_sve.pdf](http://archive.riksbank.se/Documents/Tal/Ingves/2015/tal_ingves_150506_sve.pdf).
- Jansson, P (2021), "Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken?", [tal], <https://www.riksbank.se/globalassets/media/tal/svenska/jansson/2021/jansson-tal-ar-det-dags-att-se-over-rollfördelningen-i-den-makroekonomiska-politiken.pdf>.
- Jonung, L (1993a), "Beslutsfattarnas syn på riksbankens politik", i Werin, L och P Englund (red), *Från räntereglering till inflation snorm – det finansiella systemet och Riksbankens politik 1945–1990*, SNS Förlag, Stockholm.
- Jonung, L (1993b), "Riksbankens politik 1945–1990 – en krönika", i Werin, L och P Englund (red), *Från räntereglering till inflation snorm – det finansiella systemet och Riksbankens politik 1945–1990*, SNS Förlag, Stockholm.
- Keynes, J M (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.
- van 't Klooster, J och C Fontan (2020), "The Myth of Market Neutrality: A Comparative Study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's Corporate Security Purchases", *New Political Economy*, vol 25, s 865–879.
- Larsson, M (1998), *Staten och Kapitalet – det svenska finansiella systemet under 1900-talet*, SNS Förlag, Stockholm.
- Larsson, M och G Söderberg (2017), *Finance and the Welfare State*, Springer, New York NY.
- Moschella, M och E Tsingou (red) (2013), *Great Expectations, Slow Transformations: Incremental Change in Post-Crisis Regulation*, ECPR Press, Colchester.
- Meyersson, P och P Petrelius Karlberg (2012), *En resa i kommunikation – fallet Sveriges riksbank*, SNS Förlag, Stockholm.
- Powell, J (2020), *Recent Economic Developments and the Challenges Ahead*, [tal], <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20201006a.htm>.
- Quaglia, L (2013), "Financial Regulation and Supervision in the European Union after the Crisis", *Journal of Economic Policy Reform*, vol 16, s 17–30.
- Regeringens proposition (1921:182), *med förslag till dels lag om ändring i vissa delar av lagen den 22 juni 1911 om bankrörelse, dels ock lag om ändrad lydelse av 29 § i lagen den 29 juli 1892 angående sparbanker; givna Stockholms slott den 4 mars 1921*.
- Regeringens proposition (1933:167), *med förslag till lag om ändring i vissa delar av lagen den 22 juni 1911 (nr 74) om bankrörelse, m.m.; givna Stockholms slott den 24 februari 1933*.
- Regeringens proposition (1937:304), *med förslag till lag angående rätt för Konungen att i vissa fall meddela särskilda bestämmelser örn bankaktiebolags kassareserv; givna Stockholms slott den 30 april 1937*.
- Regeringens proposition (1968:143), *med förslag till lag angående ändring i lagen den 31 mars 1955 (nr 183) om bankrörelse, m.m.; givna Stockholms slott den 18 oktober 1968*.
- Riksdagens skrivelse (1917:322), *angående en kraftigare reglerande verksamhet från statens sida på den inhemska penningmarknaden eventuellt genom en särskilt statsbank*.

SOU (1927:11), *Betänkande med förslag till lag om ändring i vissa delar av lagen den 22 juni 1911 (nr 74) om bankrörelse m.m.*

SOU (1932:30), *Betänkande med förslag till lag om ändring i vissa delar av lagen den 22 juni 1911 (nr 74) om bankrörelse m.m.*

SOU (2019:46), *En ny riksbankslag.*

Sveriges riksbank (2016), "Nytänkande kring centralbankers mandat", *Penning och valutapolitik*, årg 2016, nr 3, [http://archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/POV/2016/2016\\_3/rap\\_pov\\_161129\\_sve.pdf#page=4](http://archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/POV/2016/2016_3/rap_pov_161129_sve.pdf#page=4).

Sveriges riksbank (2020), *Remissvar – en ny riksbankslag*, SOU 2019:46, [https://www.riksbank.se/globalassets/media/remissvar/riksbankens-remissvar/svenska/2020/remissvar-angaende-en-ny-riksbankslag-sou\\_2019\\_46.pdf](https://www.riksbank.se/globalassets/media/remissvar/riksbankens-remissvar/svenska/2020/remissvar-angaende-en-ny-riksbankslag-sou_2019_46.pdf).

Sveriges riksbank (2021), *Klimatrapport*, <https://www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/riksbankens-arbete-med-hallbarhet/klimatrapport/2021/riksbankens-klimatrapport-december-2021/>.

Tooze, A (2018), *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*, Viking, New York NY.

Tucker, P (2018), *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press, Princeton NJ.

Weidmann, J (2020), "Bundesbank Chief: How Central Banks Should Address Climate Change", *Financial Times*, 19 november 2020, <https://www.ft.com/content/ed270eb2-e5f9-4a2a-8987-41df4cb67418>.