

Centralbanken i den nya ekonomin

Effekten på makroekonomin av avregleringar av ett stort antal marknader, informationsteknologins utveckling och andra effektiviseringar är svåra att idag bedöma. Centralbanker måste i sin penningpolitik ändå försöka ta hänsyn till sådana effekter och till osäkerheten om dem. Likaså har avregleringar av kapitalmarknaden skapat nya krav på centralbankerna vad gäller värnandet om stabiliteten i det finansiella systemet i allmänhet och betalningsväsendet i synnerhet. Alla dessa aspekter av den "nya" ekonomin innebär utmaningar för centralbankerna.

Modeordet "ny ekonomi" förknippas väl i första hand med IT-ekonomins genombrott med dess enorma produktivitetsutveckling på informationsområdet. Frågan om beteckningen "ny" ekonomi är relevant eller inte behandlas inte närmare i denna artikel. Det bör dock betonas att de flesta av de processer som refereras till i samband med den "nya" ekonomin är välkända från tidigare skeden i den ekonomiska historien. Teknologiska genombrott och därmed sammanhängande genomgripande omvärderingar av marknadsekonomins möjligheter har förekommit i flera tidigare fall i historien. Speciellt erfarenheterna under 1990-talet i den amerikanska ekonomin¹ tycks tala för att informationsteknologins utveckling lett till förändringar i den totala ekonomin av det slag som den ekonomiska historien kan uppvisa i samband med elektricitetens eller explosionsmotorns genombrott. IT-sektorn har sålunda utvecklats i USA med rekordfart under flera årtionden, men de stora spridningseffekterna tycks inte ha uppkommit förrän under det senaste decenniet. Liksom varit fallet tidigare i historien kommer de stora, hela samhälls-

ekonomin omfattande produktivitetsvinster först i mognadsskedet av teknologitvecklingen. Den amerikanska ekonomins oavbrutet höga tillväxttakt under 1990-talet skulle kunna vara ett tecken på detta, speciellt som överhettning och därmed sammanhängande inflationsimpulser i stort sett undvikits.

Det finns emellertid andra faktorer än IT-revolutionen som kan ha bidragit till den amerikanska ekonomins framgångar. En allmän effektivisering av ekonomins funktionssätt med bättre fungerande både varu-, arbets-, och kapitalmarknader är en sådan faktor. Avreglering och förbättrad konkurrens kan ge utslag i form av ökad produktivitet och tillväxt under en rad år.

Den positiva utveckling som under de senaste åren karakteriserat ett antal europeiska ekonomier, däribland den svenska, kan alltså tänkas vara inledning till en tillväxtfas liknande den amerikanska med ungefär samma orsaker. Speciellt när det gäller effekterna av avreglering och ökad konkurrens borde europeiska länder ha en större förändringspotential, eftersom de europeiska ekonomierna i gemen varit mindre konkurrensutsatta och mera statligt reglerade. Inte minst bildandet av den europeiska unionen med dess väsentligt större och öppnare marknader bör sätta spår i den uppmätta produktiviteten. I den mån EMU med sin gemensamma valuta bidrar till ökad utrikeshandel skulle ytter-

Författarna är verksamma vid Sveriges Riksbank. STAFFAN VIOTTI är rådgivare åt riksbankschefen och adjungerad professor på Handelshögskolan i Stockholm. Docent ANDERS VREDIN är chef för Forskningsavdelningen vid Riksbanken.

¹ För en översikt, se Eriksson & Ådahl [2000].

ligare tillväxteffekter kunna registreras.

Vilka konsekvenser har då en sådan utveckling, vare sig prognosticerad eller faktiskt noterad, för centralbanker? Låt oss redan från början slå fast att vi tar avstånd från vulgärtolkningar av den ”nya” ekonomin enligt vilka t ex IT-revolutionen skulle göra den grundläggande analysen av marknadssystemet obsolet och överspelad. Tvärtom är det ju så att de väldiga reduktioner i transaktionskostnader som IT-revolutionen leder till, gör verklighetens marknader mer lika den ekonomiska teorins idealiserade marknader.

Vi kommer i första hand att ta den svenska centralbanken som exempel. Riksbankens fall är emellertid i många avseenden tämligen representativt för utvecklingen i ett flertal centralbanker inom OECD-området.

Den ”nya” ekonomin och penningpolitiken

En händelse av central betydelse för Riksbanken är naturligtvis det nya regelverk, som lagfäste bankens självständighet och infördes 1999. Det tydliggör att Riksbanken i sin penningpolitik skall verka oberoende av den löpande politiska beslutsprocessen utifrån det uppdrag som fastlagts i lagen. Man kan tolka denna förändring som enbart påtvingad utifrån via Maastricht-fördraget, men det är lika naturligt att se den som ett led i den allmänna reformering av marknadsekonomin som omnämnts ovan. Mot slutet av 1970-talet pekade såväl praktiska erfarenheter som nationalekonomisk forskning på att höga ambitioner att med aktiv stabiliseringspolitik försöka styra de kortsiktiga fluktuationerna i den ekonomiska aktiviteten hade negativa effekter i form av hög inflation. En viktig uppgift för centralbanker hade traditionellt varit att garantera en stabil valuta. Deras uppenbara misslyckande att fullgöra denna uppgift under 70- och 80-talen ledde till ett omtänkande vad gäller centralbankernas roll i den ekonomiska politiken. Resulta-

tet blev att penningpolitiken åter i högre grad inriktades på låg inflation. Ökad självständighet för centralbankerna sågs som ett sätt att skapa trovärdighet för en sådan politik.²

Både vad gäller förutsättningarna för penningpolitiken och vad gäller dess inriktning har stora förändringar således skett i Riksbanken under det senaste decenniet. Övergivandet av den fasta växelkursen och fokuseringen på ett inflationsmål innebar nya krav på en väl genomtänkt tankeram för penningpolitiken. Denna har också successivt utvecklats framför allt i samband med utarbetandet och presentationen av Inflationsrapporterna. Det finns föga som tyder på att denna tankeram kommer att förändras på något drastiskt sätt under den närmaste framtiden. Det är nog mer fråga om utveckling och förbättring av en given ram.³

Däremot kan man säga att den ”nya” ekonomin, vare sig förknippad med IT-revolutionen eller marknadernas avreglering och effektivisering, sätter penningpolitiken på svåra prov vad gäller dess praktiska genomförande. Centrala för politiken är de inflationsprognoser på ett till två års sikt som görs regelbundet i banken. Riksbankens penningpolitiska vapen, reporäntan, används när prognosen anger att inflationen inte ligger på målet (2 procent) på den sikt penningpolitiken antas verka (1 till 2 år). Inflationsprognosen byggs (enligt ett standardmässigt s k Phillipssamband) upp av två huvudkomponenter, inflationsförväntningarna och bedömningar av det s k produktionsgapet. Produktionsgapet är definierat som skillnaden mellan faktisk produktion, bestämd från efterfrågesidan, och potentiell produktion. Den senare bestäms av ekonomins mera långsiktiga tillväxtpotential. Om faktisk produktion inte avviker från den potentiella skall inte inflationen behöva förändras utan kunna ligga på den målsatta nivån (förutsatt att inte inflationsför-

² Se Apel & Viotti [1998] för en analys av denna process.

³ Se vidare Apel m fl [1999].

väntningarna av någon anledning avviker från inflationsmålet).

Denna i grunden enkla analysram för penningpolitiken bygger för sin framgång naturligtvis på att det går att göra hyggligt goda uppskattningar dels av produktionsgapet, dels av hur ett givet produktionsgap slår igenom på inflationen. Dessutom måste bedömningar göras med vilken styrka och över vilket tidsspänn en ränteändring påverkar produktionsgapet. Den ”nya” ekonomin har enligt denna tanke-ram relevans för penningpolitiken på flera sätt.

En period av hög tillväxt möjligen härörande från IT-revolutionen, som i USA, kan påverka både efterfråge- och utbudssidan i produktionsgapsbedömningen. Utbudssidan påverkas i den utsträckning ekonomins långsiktiga tillväxtpotential anses ändras. Med en högre tillväxtpotential kan ekonomin ”tåla” en genomsnittligt högre BNP-tillväxt utan ökad inflationsrisk. Samtidigt påverkas efterfrågesidan genom att bedömningar av framtida produktionsökningar diskonteras t ex via aktiemarknaden och får direkt effekt på både konsumtion och investeringar. Om timingen blir sådan att efterfrågeeffekten kommer långt före utbudseffekten, kan ett inflationstryck uppstå som måste pareras i tid av centralbanken. Man bör dock notera att problemen för penningpolitiken är minst lika stora om det visar sig att IT-ekonomins effekter på BNP-tillväxten inte alls blir enligt förväntningarna, såsom de tycks återspeglas i t ex aktiekursutvecklingen, och detta får ett plötsligt och starkt negativt genomslag på den aggregerade efterfrågan. I ett sådant läge skall Riksbanken med penningpolitiken motverka deflationstendenser helt i enlighet med dess symmetriska toleransintervall ($2\% \pm 1\%$).

Svårigheterna för Riksbanken ligger emellertid inte bara i att avgöra vad som har hänt, eller kommer att hända, med produktionsgapet. Etablerade makroekonomiska samband såsom de tar sig uttryck i t ex ekonometriska skattningar, riskerar

att förlora i tillförlitlighet vid stora strukturella förändringar. Frågan är därför om ett visst produktionsgap kan anses ha samma effekt på inflationen som tidigare (d v s om Phillipssambandet är stabilt). Teoretisk analys – redan före den ”nya ekonomin” – av detta samband tyder på att en omläggning av penningpolitiken påverkar sambandet mellan inflation och produktion (eller inflation och arbetslöshet). Att inflationen blivit låg trots högre tillväxt kan sålunda delvis tillskrivas det faktum att penningpolitiken fäst högre vikt vid inflationsbekämpning än tidigare. På detta sätt kan den sk utväxlingen mellan produktion och inflation ha ändrats oavsett om ekonomins långsiktiga produktionsförmåga har höjts eller ej.

Till detta kommer att avregleringar och ökad konkurrens både på varu- och arbetsmarknaderna kan ha effekter på Riksbankens bedömningar av inflationsutvecklingen.⁴ Om pris- och lönebildningen sker på ett annat sätt i en väletablerad låg-inflationsekonomi än i en höginflationsekonomi kan utväxlingen mellan produktionsgap och inflation ha förändrats. Alternativt (eller därutöver) kan effekterna av avreglering och ökad konkurrens ses som positiva ‘utbudshocker’ som tillfälligt dämpar inflationen. I vilket fall är det alltid en viktig uppgift för en centralbank att skaffa sig djupa kunskaper om pris- och lönebildningsprocesserna för att hålla så hög precision i inflationsprognoserna som rimligen kan begäras.

Den ”nya” ekonomin tolkad brett som de strukturförändringar som föranleds av IT-revolutionen och marknadernas effektivisering innebär således utmaningar för penningpolitiken. Det är emellertid, som påpekats, snarare fråga om utveckling och förbättring av en given analys- och tanke-ram än en förändring av politikens uppläggning. Den existerande tankeramen bygger *inte* på antagandet att sambandet mellan inflation och t ex produktion ska vara detsamma när det sker stora förändringar i ekonomin. Däremot är det givet-

⁴ Se Asplund & Friberg [1998] för en analys.

vis alltid svårt att snabbt avgöra vilka effekterna på inflationen den närmaste tiden kommer att bli, oavsett om förändringarna härrör från penningpolitiken själv eller från faktorer som centralbanken har mindre inflytande över.

Den ”nya” ekonomin och den finansiella stabiliteten

Liksom i ett antal andra centralbanker har intresset för Riksbankens andra viktiga uppgift, värnandet om betalningsväsendets säkerhet och effektivitet, ökat under det senaste årtiondet. Generellt bedöms statsmakterna ha ett ansvar för stabiliteten i det finansiella systemet, speciellt för betalningssystemet och kreditförmedlingen. I båda dessa fall är bankerna, jämte centralbanken, normalt de viktigaste aktörerna. Fram till mitten av 1980-talet var bankerna i Sverige liksom i de flesta andra OECD-länder föremål för omfattande regleringar. Dessa regleringar var framgångsrika i så måtto att inga egentliga hot mot banksystemets stabilitet uppkommit sedan 1930-talet. Globalisering och omvälvande finansiella innovationer (möjliggjorda bl a av IT-utvecklingen) gjorde emellertid den finansiella regleringen både ineffektiv och utvecklingshämmande. En ”ny” ekonomi skapad av omfattande avregleringar kompletterade med nya mera marknadskonforma regelverk innebar väsentligt ökad konkurrens och effektivisering i det finansiella systemet. De fulla konsekvenserna av denna ”nya” finansiella ekonomi kan ännu inte överblickas, men erfarenheterna från de omfattande bankkriser, som inträffade i Sverige liksom i ett flertal andra länder, har tydligt visat att den finansiella stabiliteten måste värnas på ett mycket mera aktivt sätt än tidigare under regleringstiden. Den faktiska hanteringen av denna uppgift skiljer sig i institutionellt hänseende mellan olika länder.⁵ I en del länder, t ex Frankrike och Italien, ligger ansvaret för den finansiella stabiliteten helt på centralbanken. I andra länder, däribland Sverige, är ansvaret delat mellan central-

banken och en särskild bank- och finansinspektionen. I Sverige har Finansinspektionen⁶ ansvaret för tillsynen av banker och övriga kreditinstitut, av försäkringsbolag samt av de finansiella marknaderna. Riksbanken har enligt lag ansvar för säkerheten och effektiviteten i betalningsväsendet. I och med bankernas centrala roll i betalningssystemet har Riksbanken därmed ett ansvar för att banksystemet som helhet fungerar på ett stabilt sätt.

Mycket arbete har från statsmakternas sida redan lagts ned på att anpassa det finansiella systemet till den ”nya” ekonomin med avreglerade marknader och konkurrensutsatta finansföretag. En statlig utredning, Banklagskommittén, har just avslutat sitt arbete efter att ha gjort en total översyn av regelverken rörande banker och kreditinstitut.⁷ Huvudbetänkandet (SOU 1998:160) ger förslag om hur reglering och tillsyn av banker (och övriga kreditinstitut) skall se ut under normala, icke krisbetonade förhållanden och slutbetänkandet (SOU 2000:66) ger motsvarande förslag om hur krissituationer skall hanteras. Vad gäller det förra finns en tydlig markering av behovet av s k ramlagstiftning med uppföljande tillsyn. Den ”nya” ekonomin på det finansiella området

⁵ För en analys av för- och nackdelar med olika organisatoriska lösningar, se Goodhart & Schoenmaker (1993).

⁶ Finansinspektionen bildades 1991 när dåvarande Bankinspektionen slogs samman med Försäkringsinspektionen. Denna sammanslagning kan i sig ses som en konsekvens av den ”nya” ekonomin på det finansiella området. Under regleringstiden var det enkelt (och sågs som naturligt) att behandla t ex bank och försäkring som helt väsensskilda verksamheter. Idag är så inte fallet, eftersom banker och försäkringsbolag på många områden, t ex sparande, erbjuder likartade produkter som bör behandlas lika i regleringshänseende.

⁷ En liknande översyn av regelverket på försäkringsområdet har tidigare gjorts i en statlig utredning (SOU 1995:87). Redan i början av 90-talet gjordes omfattande moderniseringar av regelverket på värdepappersområdet.

omöjliggör kvantitativa, rigida regleringar av banker av flera skäl. Dels blir effekterna av en rigid reglering alltför utvecklingshämmande, dels gör den avancerade finansiella teknologin det möjligt att i stor utsträckning kringgå regleringar. Bankregleringen bör därför bygga på några tydliga grundprinciper, som verkar vägledande för den löpande tillsynen. Uppgiften för Finansinspektionen blir då t ex att se till att bankerna har välfungerande och väl genomtänkta system för riskhantering och riskkontroll och har en i förhållande till sina risker betryggande kapitalbuffert.⁸ Denna typ av s k kvalitativ tillsyn kommer att ställa väsentligt annorlunda krav på tillsynsmyndigheten. Expertis vad gäller finansiell analys och riskbedömning måste komplettera de traditionella juridiska och redovisningsinriktade kompetenserna.

Riksbanken har, som påpekats, inget ansvar för den löpande tillsynen. I stället ägnar sig banken åt analys av stabilitetsläget i banksystemet som helhet. Sådana bedömningar görs regelbundet i de s k Stabilitetsrapporterna som publiceras två gånger om året. Idealt skall Finansinspektionens tillsyn och Riksbankens stabilitetsanalys komplettera varandra i den verksamhet som så långt möjligt skall förhindra uppkomsten av bankkriser.

I det fall en bankkris ändå är på väg att inträffa som kan innebära ett hot mot det finansiella systemet har Banklagskommittén rekommenderat ett regelverk som tydligt anger ansvarsfördelningen mellan olika myndigheter vid en sådan kris. Riksbankens roll blir här att vara "lender of last resort". Finansinspektionen utövar skärpt tillsyn, medan själva krishanteringsarbetet sköts av en särskild myndighet. I någon mån kan förslaget sägas utgöra en formalisering och precisering av den arbetsordning som gällde under den svenska bankkrisen, där den för ändamålet tillskapade Bankstödsnämnden svarade för krishanteringen.

Det är intressant att notera att Riksbankens uppgift i krissituationer är att funge-

ra som "lender of last resort" i klassisk mening. Frågan är om det därutöver, i den "nya" finansiella ekonomin med välfungerande interbankmarknader, egentligen finns något behov av en speciell lånefacilitet i centralbanken för att uppnå ett säkert och effektivt betalningsväsende. Den totala likviditeten kontrolleras idag mestadels via generella marknadsoperationer (de s k reporna). Den exakta utformningen av centralbankernas sätt att styra de kortaste räntorna är emellertid ett uttryck för stabiliseringspolitiska ambitioner snarare än en "lender of last resort"-funktion. Det är endast i krissituationer, när Riksbanken kan bedömas ha en bättre överblick av läget i det finansiella systemet, som banken har anledning att ge s k nödkrediter. De dagliga och veckovisa operationerna handlar mer om hur man bäst styr de korta räntorna för att uppnå en stabil makroekonomisk utveckling, i första hand låg inflation, än om att främja effektiviteten i betalningsväsendet.

Det är en helt annan sak att Riksbanken valt att tillhandahålla intradagskrediter till bankerna mot fullständiga säkerheter. Detta är ett led i Riksbankens hantering av betalningssystemet och återspeglar en annan typ av förändring som är en följd av den "nya" finansiella ekonomin. Den enorma utvecklingen av handeln i finansiella instrument, såsom värdepapper, derivat och valutor har ställt helt nya krav på systemen för clearing och avveckling av stora betalningar. Riksbanken spelar en central roll i denna verksamhet och erbjuder alltså intradagskrediter mot säkerheter för att överbrygga betalningspåfrestningar i bankerna. Eftersom dessa lån sker på i

8 Kapitaltäckningsreglerna för bankerna som naturligtvis kommer att finnas kvar är just exempel på kvantitativ tillsyn. När väl kapitaltäckningskraven är fastlagda är det mest fråga om en mekanisk kontroll från tillsynsmyndighetens sida att kraven är uppfyllda. Som diskussionen kring reformeringen av de s k Baselreglerna visar innebär det en omständlig och tidskrävande procedur att ändra på dessa regler. Se Andersson och Viotti [1999] och Lind och Molin [1999] för vidare diskussioner.

princip marknadsmässiga villkor är de av en helt annan karaktär än nödkrediterna.

Sammanfattningsvis har den ”nya” finansiella ekonomin på ett fundamentalt sätt påverkat och kommer vidare att påverka Riksbankens såväl som Finansinspektionens verksamheter när det gäller värnandet av den finansiella stabiliteten.

Avslutande kommentarer

I massmedia läser man titt som tätt, oftast i samband med diskussioner av penningpolitiken, att Riksbanken antingen ”tror på den nya ekonomin” eller ”ignorerar den nya ekonomin”. Sådana påståenden grundar sig i annat än försök att skapa klarhet om faktiska förhållanden.

Riksbanken och andra centralbanker har under de senaste åren, i samspel med forskare utanför centralbankerna, utvecklat sitt tänkande kring penningpolitik och inflationsmål. Den penningpolitiska ”tankeramen” förbättras sakta men säkert. Resultaten redovisas i inflationsrapporter, forskningsrapporter och artiklar i tidskrifter. Kunskapen om den teknologiska utvecklingens effekter på ekonomins produktionsförmåga behöver helt klart förbättras ytterligare. Det finns många andra aspekter i den ”nya ekonomin” som också behöver belysas ytterligare och där ökade insikter skulle kunna leda till förbättringar av centralbankernas politik. Att utarbeta någon helt ny ”tankeramen” för penningpolitiken verkar dock inte nödvändigt; flera av de frågor den ”nya ekonomin” reser – och andra, lika viktiga frågor – kan studeras genom att vidareutveckla de teorier och metoder man redan använder sig av. Man ska akta sig för att kasta ut barnet med badvattnet.

Det tycks oss som om de stora utmaningarna för centralbankerna i framtiden inte ligger så mycket inom det penningpolitiska området (att upprätthålla fast penningvärde) som inom det område som har att göra med uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende och ett stabilt finansiellt system. Den penningpolitiska ”tankeramen” för inflationsstyrning kan som sagt förbättras ytterliga-

re. I den mån man kan tala om så stora förändringar (jämfört med tidigare) att vi verkligen hamnat i en ”ny ekonomi”, är nog emellertid förändringarna av betalningsväsendets funktionssätt större än förändringarna av inflationens bestämningsfaktorer. Förändringar i inflationen är lättare att definiera och mäta än förändringar i betalningsväsendets säkerhet och effektivitet och det finansiella systemets stabilitet. Det förklarar massmedias fokusering på den ”nya ekonomins” konsekvenser för penningpolitiken. Centralbankernas ansvar och analysbehov sträcker sig emellertid längre än så.

Referenser

- Andersson, M & Viotti, S [1999], ”Managing and Preventing Financial Crises”, *Penning- och valutapolitik*, 1999:1, Sveriges Riksbank, s 71-89.
- Apel, M, Nessén, M, Söderström, U & Vredin, A, [1999], ”Olika sätt att bedriva inflationsmålspolitik – teori och praktik”, *Penning- och valutapolitik*, 1999:4, Sveriges Riksbank, s 13-42.
- Apel, M & Viotti, S, [1998], ”Varför är det bra med en självständig Riksbank?”, *Penning- och valutapolitik*, 1998:2, Sveriges Riksbank, s 5-32.
- Asplund, M & R Friberg, [1998], ”Sambanden mellan konkurrens och inflation”, *Penning- och valutapolitik*, 1998:3, Sveriges Riksbank, s 51-75.
- Eriksson, J A & Ådahl, M, [2000], ”Finns det en ny ekonomi och kommer den till Europa?”, *Penning- och valutapolitik*, 2000:1, Sveriges Riksbank, s 22-67.
- Goodhart, C A E & Schoenmaker, D, [1993], ”Institutional Separation Between Supervisory and Monetary Agencies”, i Goodhart, C A E, The Central Bank and the Financial System, MacMillan Press, 1995.
- Lind, G & J Molin [1999], ”Mot nya nationella och internationella bankregler”, *Penning- och valutapolitik*, 1999:3, Sveriges Riksbank, s 5-27.
- SOU 1995:87, *Försäkringsrörelse i förändring 3*.
- SOU 1998:160, *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*.
- SOU 2000:66, *Offentlig administration av banker i kris*.