

Utmaningar för penningpolitiken i ljuset av den finansiella krisen

NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2013-06-12

Sammanfattade av
Birgitta Filppa, Karin
Sirén och Elisabeth
Gustafsson

Laura Hartman

Jag hälsar alla välkomna till Nationalekonomiska Föreningens möte som också är föreningens årsmöte. Mitt namn är Laura Hartman och jag är vice ordförande i Nationalekonomiska Föreningens styrelse. Till vardags är jag även analyschef på Försäkringskassan.

Jag har nöjet att hälsa riksbankschef Stefan Ingves välkommen. Stefan ska tala under rubriken "Utmaningar för penningpolitiken i ljuset av den finansiella krisen". Vi som läste tidningen i morse fick en liten försmak. Efter Stefan kommer en kommentator som vi har bjudit hit, nämligen Klas Eklund, adjungerad professor och seniorrådgivare.

Stefan Ingves

Stort tack för att jag än en gång har fått möjlighet att tala inför Nationalekonomiska Föreningen. Det är extra roligt att få göra det här eftersom jag ganska vettskrämd stod i samma aula 1976 inför 250 studenter och skulle försöka lära dem grunderna i ekonomi.

Jag tänkte i dag tala om en del läromodul som vi och andra har dragit av den finansiella kris som vi har genomlevt och som man i vissa delar av Europa fortfarande kämpar med. Men det är i viss mening inget nytt under solen därför att finansiella kriser har inträffat i alla tider. Den här gången blev det flera länder som drabbades och det har blivit väldigt mycket diskussion om hur vi ska hantera sådana frågor framöver så att vi inte hamnar där igen. Den andra frågan, som alltid på ett eller annat sätt dyker upp, är var centralbanksverksamheten

och inte minst penningpolitiken kommer in.

Den svenska krisen på 1990-talet lärde oss att finansiella kriser kan vara oerhört kostsamma. Många länder har sedan dess gått igenom liknande kriser och därmed fått se hur kostsamma de kan vara. Det tar lång tid att städa upp efter en finansiell kris och det får stora realekonomiska konsekvenser.

Vi har vidare lärt oss att prisstabilitet inte garanterar finansiell stabilitet. Vår strävan efter prisstabilitet är i allra högsta grad eftersträvansvärd i sig, men dessvärre kan det uppstå problem på den finansiella sidan trots att man har hyggligt stabila priser. Vi vet också att mikrotillsyn, bank för bank eller institut för institut, inte heller har varit någon garanti för finansiell stabilitet. Det väcker naturligtvis frågan om det finns nya verktyg eller nygamla verktyg för att hantera den här typen av frågor.

Diskussionen som förs i Sverige i dag är inte på något sätt unik, utan den finns i stort sett över hela världen, inte minst i Europa och USA. Det handlar om hur man ska ta hand om finansiella kriser så att de inte upprepas. En del handlar om penningpolitiken och dess utformning, dvs hur penningpolitiken påverkar vad som sker i den finansiella sektorn. En annan del handlar om hur mycket folk lånar och hur mycket penningpolitiken ska ta hänsyn till finansiell stabilitet.

När det gäller finansiell stabilitet har frågeställningarna samtidigt varit ganska vaga om vem som gör vad och vad man egentligen ska göra. När man diskuterar vem som gör vad och vad det innebär har det nya begreppet makrotillsyn kommit i fokus, som handlar om hela den finansiella sektorn och hur man hanterar den. Här har vi ett nytt politikområde som inte i någon större utsträckning har tillämpats tidigare. En del av diskussionen handlar så här långt, i alla fall i Europa, mer om hur man ska

Ordförande:

Laura Hartman

Inledare: Stefan Ingves, riksbankschef

Kommentator: Klas Eklund, adjungerad professor och seniorrådgivare SEB

Övriga deltagare:

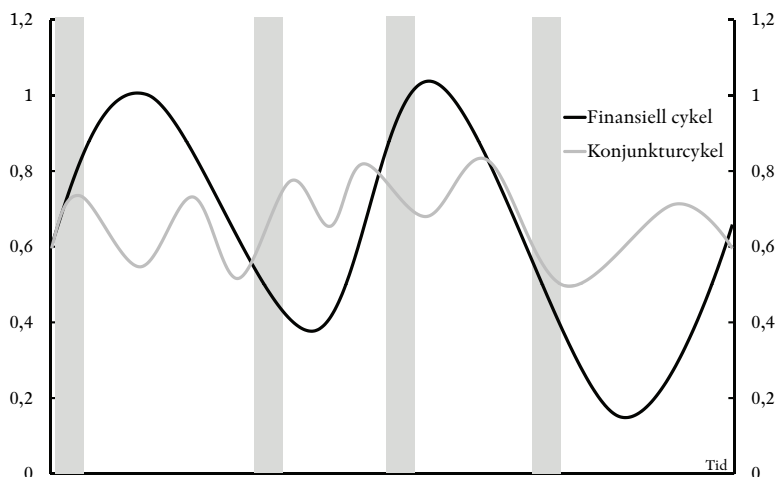
Hubert Fromlet,

Hans Lindblad,

Olle Lindgren, Lars

Matthiessen och

Lennart Strandberg



Figur 1
Illustration av centralbankens målkonflikt

Källa: Riksbanken.

göra, hur beslutsstrukturerna ska se ut och i mindre utsträckning om vilka beslut som ska fattas. Det ligger ofta lite längre fram.

Ytterligare en slutsats man kan dra av den finansiella krisen är att om man verkar via den finansiella sektorn, för det är det vi gör i en centralbank, behöver man fundera mer på avvägningen mellan prisstabilitet och ett normalt resursutnyttjande på kort sikt och finansiell stabilitet på lite längre sikt. Det kan illustreras på olika sätt. Det kan t ex illustreras med hjälp av två kurvor (se figur 1), där den grå kurvan visar konjunkturcykeln och den svarta visar någonting som man kan kalla en finansiell cykel eller kreditcykel. Som vi ser i figuren kan cyklerna röra sig lite olika över tiden. Ibland går de åt samma håll med en konjunkturuppgång som sammanfaller med ett ökat utbud av krediter (se den grå stapeln längst till vänster i grafen). Detta är inte så svårt att hantera utifrån allmänna ekonomiskpolitiska utgångspunkter.

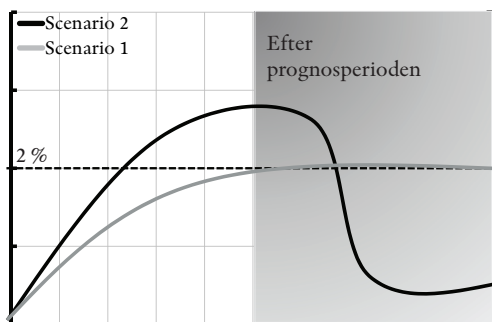
Detsamma gäller stapeln längst till höger. Konjunkturen faller och samtidigt faller utbudet av krediter kraftigt. Det leder förstas till problem ifall den

finansiella sektorn slutar fungera eftersom det förstärker konjunkturedgången men det behöver inte bli någon målkonflikt för centralbanken. Sedan har vi två mer besvärliga exempel i mitten där konjunkturen går uppåt och kreditcykeln går nedåt, eller när krediterna fortsätter att öka och konjunkturen är på väg ned. I dessa fall får man försöka göra en avvägning efter bästa förmåga.

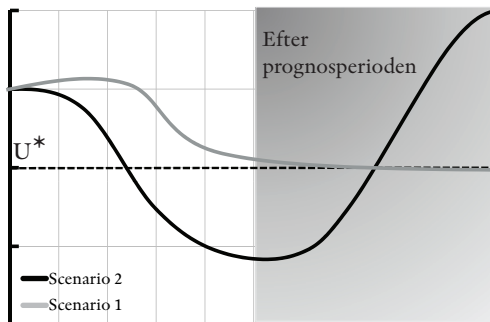
Ett annat sätt att illustrera den här avvägningen är att förlänga prognoshorisonten, dvs visa prognoser på inflationen och något mått på resursutnyttjandet som är längre än den vanliga prognosperioden på två till tre år (se figur 2). Det handlar om att väga sämre utfall för inflation och resursutnyttjande på kort sikt mot osäkra men väldigt dåliga utfall på längre sikt. I ett sådant läge kan en mer expansiv penningpolitik ge bättre måluppfyllelse för inflation och resursutnyttjande på kort sikt. Men en mer expansiv penningpolitik kan också öka risken för en finansiell kris och därmed väldigt dåliga utfall på längre sikt (se scenario 2 i figuren).

Det svåra är hur man ska väga nuet mot händelser i framtiden, som i och för

Inflation



Arbetslöshet



Figur 2 Källa: Riksbanken.

Illustration av centralbankens målkonflikt

sig kan inträffa med en ganska liten sannolikhet, men som har väldigt stora samhällsekonomiska konsekvenser. Det är detta diskussionen handlar om när man funderar kring prisstabilitet, finansiell stabilitet och resursutnyttjande. Hur ska man väga ihop de olika delarna? Det blir lite svårare än en "vardagsprognos" som sträcker sig några år framåt i tiden, eftersom de mer svårfångade okända händelserna ligger långt bortom den prognoshorisont som vi normalt pratar om.

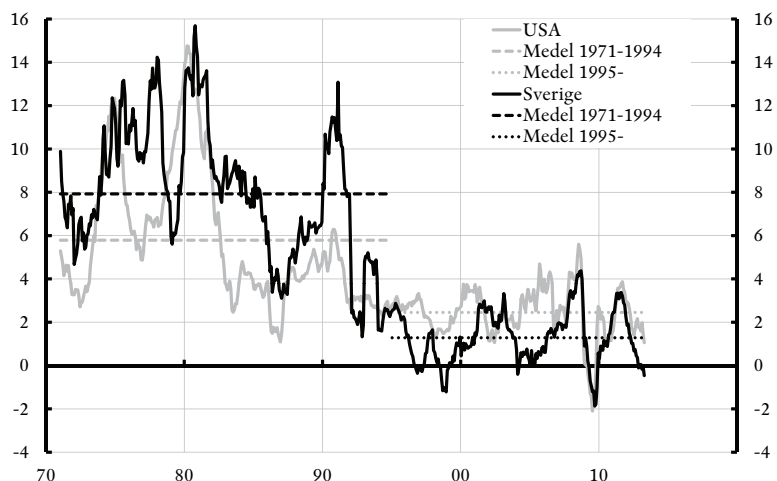
Inledningsvis konstaterade jag att prisstabilitet och stabil ekonomisk utveckling inte behöver garantera finansiell stabilitet. I ett historiskt perspektiv ska man vara noga med att poängtera att under perioden fram till början av 1990-talet, här exemplifierad med Sverige och USA – man kan naturligtvis ta andra länder – var inflationen hög och volatil. Efter att inflationsmålpolitiken infördes har vi fått en låg inflation som svänger betydligt mindre än tidigare (se figur 3). Det ger naturligtvis väldigt stora välfärdsvinster i samhället om man kan vidmakthålla en låg och stabil inflation under lång tid.

Det förefaller också vara så, i varje fall tills för några år sedan, att vi har haft en period av en mer stabil BNP-tillväxt (se figur 4). På 1980- och 1990-talet var kurvorna väldigt hackiga och sedan

är de fortsättningsvis hackiga, men lite mindre. I den meningen kan man säga att den förda ekonomiska politiken har varit lyckosam. Den svårighet vi har framför oss är att vi i samband med den finansiella krisen har fått en period med mycket stora svängningar i den reala ekonomin. En fråga som är svår att besvara när vi blickar in i framtiden är: Har vi en period framför oss med fortsatt stora svängningar, eller kommer vi att återgå till ett mer gynnsamt tillstånd med betydligt mindre svängningar liknande det vi hade under första delen av 2000-talet?

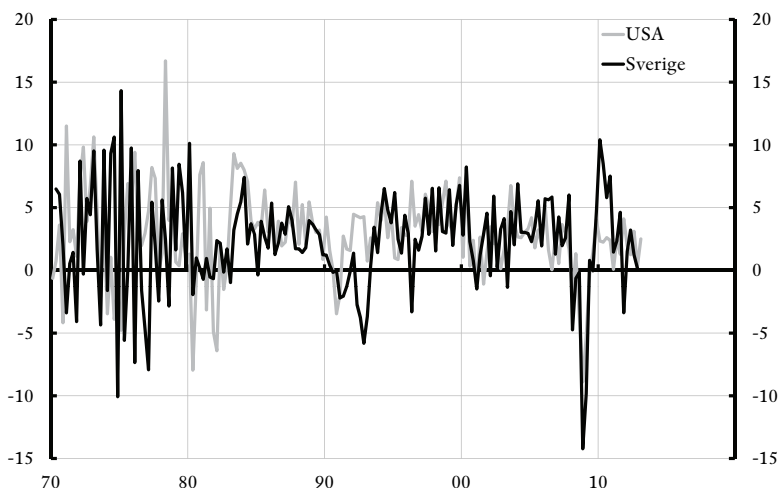
Det som hände i den här miljön under dessa år är att utlåningen till hushåll ökade snabbt, i det här fallet återigen exemplifierat med USA och Sverige (se figur 5). Figuren visar utlåningen i form av ett index och vi ser att kurvorna följs åt ett tag, men sedan drar Sverige i väg medan det mer eller mindre har planat ut eller stannat av i USA. Återigen kan man visa ett antal andra länder och få fram liknande grafer och kurvor, så det här är inte på något sätt unikt för de här två länderna.

Samtidigt har vi haft stora uppgångar i reala bostadspriser (se figur 6). För Sveriges del har vi haft en kraftig real uppgång om än lite långsammare på slutet. Det är dock en helt annan historia när det gäller



Figur 3
KPI-inflationen i
Sverige och USA.
Årlig procentuell för-
ändring.

Källa: Bureau of Labor Statistics och SCB.



Figur 4
BNP-tillväxt i Sverige
och USA. Kvartalsför-
ändringar i procent
uppräknat till årstakt,
säsongrensade värden.

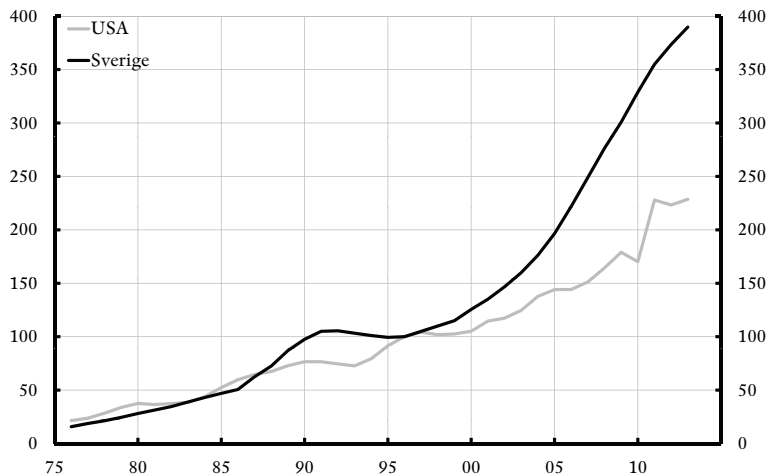
Källa: Bureau of Economic Analysis, SCB och Riksbanken.

bostadsmarknaden i USA. Först sker det en uppgång och sedan ett kraftigt fall i de reala bostadspriserna. Den stora frågan är naturligtvis vad som händer framöver, inte minst när det gäller Sverige, givet att man kämpar med samma frågor i ett stort antal andra länder.

Detta väcker frågan hur det penningpolitiska ramverket ser ut och hur man ska väga in den här typen av förhållanden när man funderar kring pen-

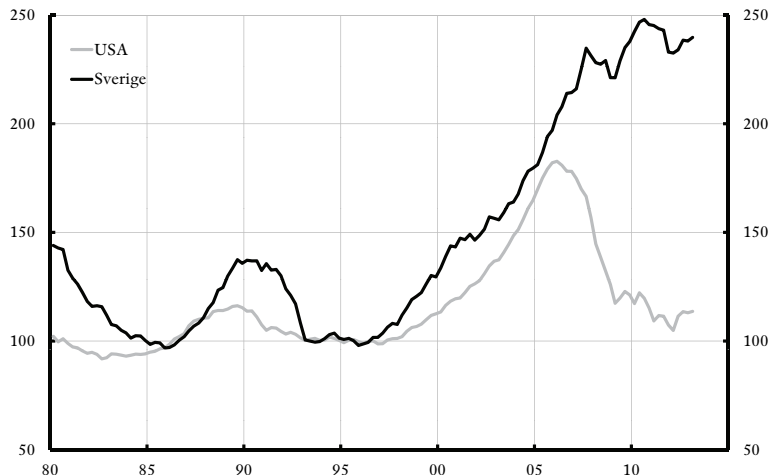
ningpolitiken både i närtid och över en lite längre tidsperiod. Det är en fråga som diskuteras livligt och man kan ha alla möjliga synpunkter på detta. Men en synpunkt som jag har haft ganska länge och som jag nämnde när jag första gången talade om de här frågorna år 2007 är att givet att det är kostsamt och tar lång tid att städa upp efter en finansiell kris är det någonting man helst bör undvika. Det betyder att penningpoli-

Figur 5
Utlåning till hushåll
i Sverige och USA.
Index, 1995=100.



Källa: Federal Reserve och SCB.

Figur 6
Reala bostadspriser
i Sverige och USA.
Index 1995=100.

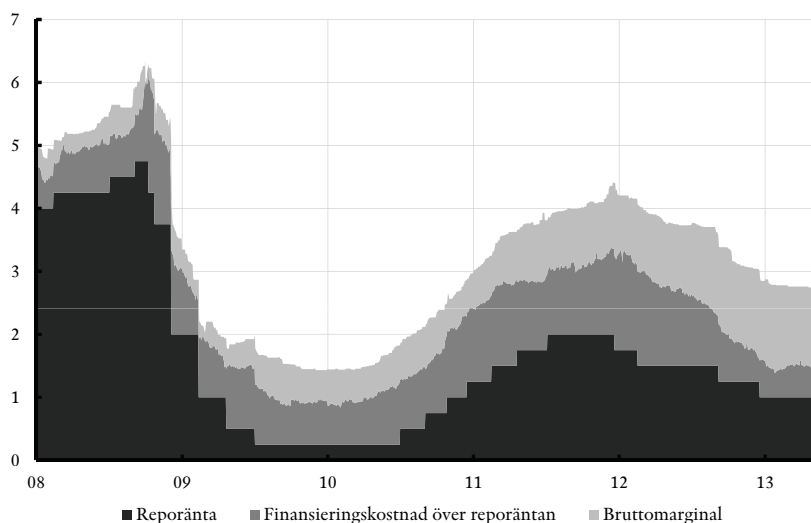


Källa: Reuters EcoWin.

ken i större utsträckning, enligt mitt sätt att se det, bör luta sig mot vinden och ta större hänsyn till finansiell stabilitet. Prisstabilitet är enligt min uppfattning fortfarande det överordnade målet. Det här är mer en fråga om hur lång tidsperiod vi tittar på. Hur betraktar vi framtiden? Ska penningpolitiken vara när-synt och inte sträcka sig mer än säg två år framåt i tiden, eller kan vi tillåta oss att se på vad som sker i den finansiella

sektorn och hur man ska ta hänsyn till det också bortom vår gängse prognos-horisont?

Samtidigt är det svårt att mäta finansiell stabilitet. Det är inte lika enkelt som att titta på inflationstakten. Därför behöver man en ganska bred ansats när man ska hantera de här frågorna. Riktigt hur det ska se ut är ännu inte klart och det kommer säkert att se olika ut i olika länder.



Figur 7
Uppdelning av rörlig
boränta, procent.

Källa: Bankernas resultatrapporter, Reuters EcoWin och Riksbanken.

Det här betyder att politiken för den finansiella stabiliteten behöver ett nytt fokus. Vi behöver fundera mer på vad som sker i den finansiella sektorn: Hur den finansiella sektorn samverkar med vad som sker på det penningpolitiska området och hur detta påverkar transmissionsmekanismen.

Vi vet att mikrotillsynen inte har varit en garanti för finansiell stabilitet. Det kanske kunde ha varit så, men så har det inte varit i en lång rad länder. Man får då fundera i lite vidare cirklar och ställa sig frågan: Vad gör vi i stället? Makrotillsynen handlar om att begränsa systemriskerna i de här sammanhangen. Det handlar om att agera på ett sådant sätt att man fokuserar på de stora aggregaten och vad som sker inom hela den finansiella sektorn. Man ska lite förenklat se till att riskerna inte blir så stora att utvecklingen riskerar att dra iväg och att det sedan blir väldigt svårt att korrigera det som skett.

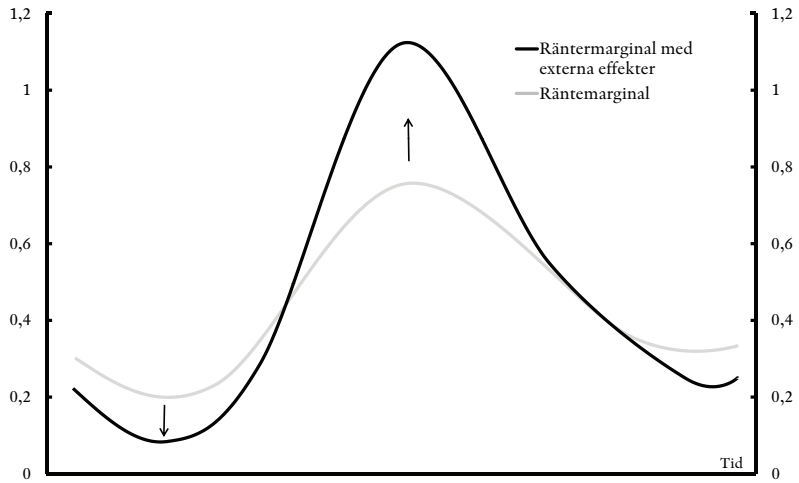
Makrotillsyn handlar om att stärka det finansiella systemets motståndskraft. Det kan man göra på en rad olika sätt. Det innebär att man på ett eller annat sätt påverkar kredittillväxten. När

det gäller det som skett över tiden i ett stort antal länder ser vi att kredittillväxten är en faktor som ofta verkar spela stor roll. Om man skapar för stora skuldstockar i samhället oberoende av var de råkar vara – i hushållssektorn, i företagssektorn eller i vissa fall hos staten – blir det bekymmer förr eller senare. Eftersom det inte handlar om enskilda institut gäller det att fokusera på sambandet mellan det finansiella systemet och den reala ekonomin och fundera på hur det hänger ihop, även om det kan vara nog så svårt att mäta och få en tydlig uppfattning om hur det sker.

Då gäller det att också relatera makrotillsynen till penningpolitiken och fundera kring de avvägningar som en centralbank ställs inför och hur man ska beakta, betrakta och fundera på vad som är penningpolitik och vad som är någonting annat. Och hur man mäter och väger ihop detta.

Jag tänkte försöka illustrera dessa frågor med hjälp av en enkel beskrivning av finansiell stabilitet. Det är en kraftig förenkling, men det fångar på något sätt ungefär vad detta handlar om. Jag har

Figur 8
Illustration av räntemarginalen



Källa: Riksbanken.

medvetet valt att uttrycka allting i termer av en utlåningsränta, $i_t^{\text{utlåning}}$:

$$i_t^{\text{utlåning}} = i_t + \delta_t$$

Man kan också använda andra sätt för att göra detta, men det här är ett enkelt sätt att illustrera det på. Vi har en penningpolitisk ränta, i_t . Den motsvarar reporäntan i figur 7 som visar uppdelningen av den rörliga boräntan. Penningpolitiken verkar via det finansiella systemet eftersom Riksbanken inte har en direkt koppling till enskilda låntagare eller enskilda sparare. Det betyder att det finns någonting mer där, δ_t , som är en räntemarginal. Den bestäms ytterst av två delar, vilket också illustreras i figuren. Den ena delen är finansieringskostnader i den finansiella sektorn, t ex en riskpremie. Den andra delen är någon form av bruttomarginal.

Detta innebär att sluträntan, om vi använder det begreppet, låneräntan i det här sammanhanget, blir en kombination av reporäntan och räntemarginalen. Om man sysslar med frågor kring finansiell stabilitet och översätter detta i räntetermer handlar det om vilken variabel man jobbar med. Är det reporäntan eller är

det räntemarginalen? Och hur hänger de båda ihop? Vad sker när vi ändrar regelverken och vad innebär det om man översätter regelverken till någon slags räntemarginal – om jag uttrycker mig på det sättet?

Vi vet att räntemarginalerna varierar över tid (se grå kurva i figur 8). De tenderar att bli låga i goda tider. När tiderna blir sämre och förlusterna ökar måste de finansiella aktörerna konsolidera sina balansräkningar, vilket leder till att marginalerna blir höga när konjunkturen är som sämst. Det finns dagsaktuella exempel på detta. Det är detta man kämpar med exempelvis i södra Europa där man har stora problem med bankerna och samtidigt har svårt att få genomslag för penningpolitiken.

Det finns en rad sk externa effekter förknippade med finansiell verksamhet som leder till att bankerna (och andra finansiella aktörer) förstärker svängningarna i räntemarginalen (se svart kurva i figur 8). Man skulle önska att man i större utsträckning kunde undvika de externa effekter som bidrar till de kraftiga variationerna och därmed få en jämnare

Typ av reglering	Utlåningsräntan (inkl. kreditvillkor i räntetermer)
Statiska regleringar:	$i_t^{utlåning} = i_t + \delta_t(\bar{z})$
Tidsvarierande regleringar:	$i_t^{utlåning} = i_t + \delta_t(z_t)$
Sektorsspecifika regleringar:	$i_{t,S}^{utlåning} = i_t + \delta_{t,S}(z_{t,S})$

Figur 9
Olika typer av regleringar

Källa: Riksbanken.

utveckling över tiden. Det betyder att man på något sätt mer än tidigare stabiliserar räntemarginaler, men också kreditvillkor, över tiden. Det kan man göra på en rad olika sätt. Det gäller framför allt att se till så att det finns tillräckligt med buffertar i det finansiella systemet.

Vad är det då man kan tänka sig att göra för att påverka räntemarginalerna? Jag har tre stycken stiliserade exempel som illustrerar detta (se figur 9). Det första exemplet är statiska regleringar, dvs en restriktion som inte ändrar sig över tiden. Det kan exempelvis vara minimikapitaltäckningskrav. Om de är relativt höga tål bankerna större svängningar och därigenom har man, så att säga, större skydd i dåliga tider. Kapitaltäckningskraven kommer på ett eller annat sätt att påverka räntemarginalen. Det påverkar troligtvis i sin tur på ett eller annat sätt också den allmänna räntenivån.

Det andra exemplet handlar om olika typer av regleringar som kan variera över tiden, dvs att man låter exempelvis kapitaltäckningskraven ändras över tiden beroende på hur tillståndet i banksektorn ser ut. Det kommer då också att påverka räntemarginalen. Tidsvarierande kapitaltäckningsgrad är någonting som i alla högsta grad är en nyhet. De innebär att man måste bestämma sig för var någonstans i konjunkturen och var någonstans i kredicykeln ekonomin befinner sig.

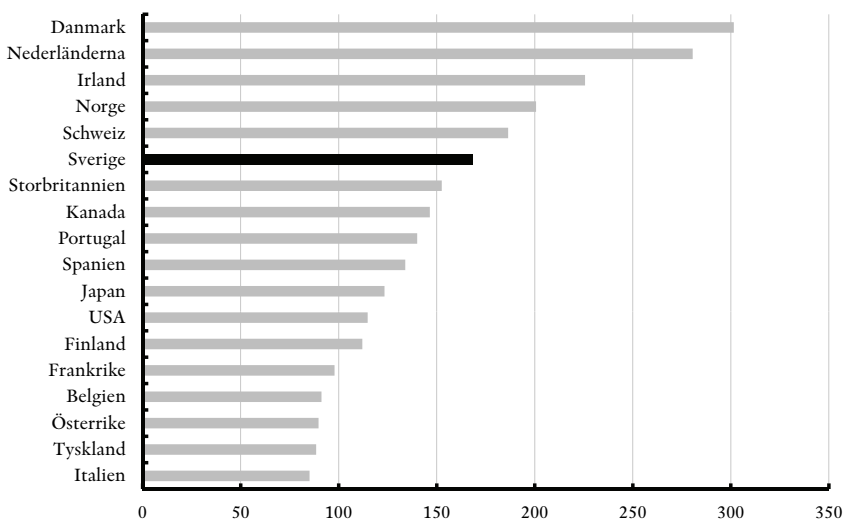
När man har kommit så långt tangerar man väldigt lätt de samtal som förs när man sysslar med penningpolitik.

Slutligen kan man tänka sig sektorsspecifika regleringar. Man säger: Vi tycker att det går för fort i en viss del av samhällsekonomin, t ex hushållssektorn eller företagssektorn. Det finns olika typer av sektorsspecifika instrument för att hantera detta. Därigenom står man inför ett val: Antingen kan man använda penningpolitiken och räntan, som ”regnar ned allmänt” över alla aktörer i ekonomin, eller så ägnar man sig åt någonting som är mer sektorsspecifikt och som endast påverkar den aktuella sektorn. Sedan ställs man inför frågeställningen hur man ska väga ihop detta på ett bra sätt.

Detta betyder att makrotillsyn och penningpolitik är ömsesidigt beroende. Centralbanken verkar, när man bedriver penningpolitik, via den finansiella sektorn och alla de regleringstyper jag talar om påverkar, på ett eller annat sätt, också den finansiella sektorn. Därför hänger dessa ihop. Makrotillsynen kan avlasta penningpolitiken till en del. I vilken utsträckning beror på hur bra eller skickliga vi så småningom blir på detta och hur det finansiella systemet kommer att fungera i framtiden.

Jag tror ändå att man ska vara medveten om att när man ägnar sig åt väldigt detaljerad makrotillsyn bygger det på ett

Figur 10
Hushållens skuldsättning i olika länder.
December 2011,
procent av disponibel
inkomst



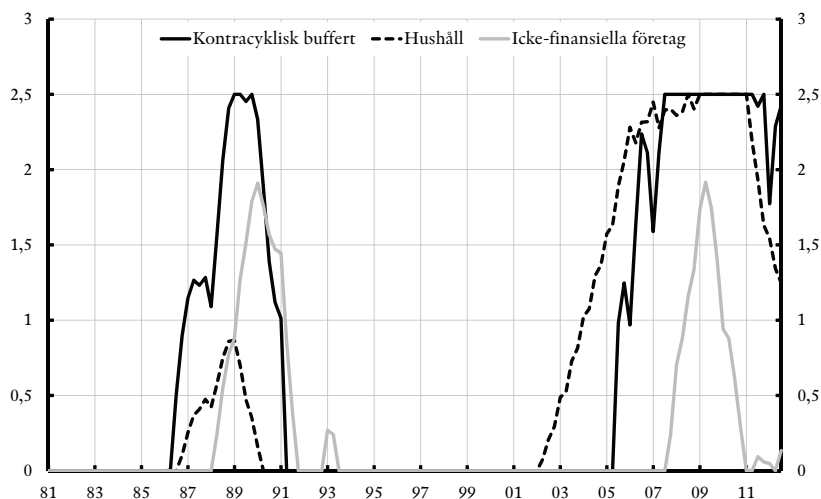
Anm.: Data för Japan, Kanada och Schweiz är från 2010.
Källa: OECD.

antagande om någon form av imperfektion i den finansiella sektorn, dvs någon form av segmentering av olika aktiviteter i den finansiella sektorn. Om det skulle vara så att aktörerna i stor skala tar sig runt detta blir det regelarbitrage. Åtminstone de av oss som har varit med länge i den här branschen i Sverige vet hur regelarbitrage såg ut på 1970- och 1980-talet – må vara att syftena var lite annorlunda på den tiden. Då hade vi t ex lånetak och negativ realränta. Det var en modell som inte fungerade särskilt väl och som framför allt inte kan fungera hur länge som helst. Då skapades det som vi på den tiden kom att kalla den grå kreditmarknaden. Det betyder att det ändå måste finnas något slags rimlig relation i förhållandet mellan den allmänna räntenivån och de andra instrumenten som man jobbar med.

Makrotillsyn har självfallet också beröringspunkter med mikrotillsyn eftersom man till en del använder samma instrument, men med lite olika syften. Samtidigt finns det naturligtvis mängder med information hos de enskilda instituten som är värdefull när man funde-

rar på de finansiella systemen i dess helhet. Ytterligare ett steg i detta är kopplingen till finanspolitiken. Vad man gör på det finanspolitiska området, dvs hur man ändrar i regelverk, skattesystem, avdragsrätt och sådant påverkar naturligtvis prisutvecklingen på marknaden och det påverkar också incitamenten att låna. I den meningen behöver man också hålla ett öga på vad som sker på den kanten.

Jag tänkte nu ge ett exempel på hur makrotillsynen skulle kunna utformas i praktiken. Det är egentligen ett ganska enkelt exempel som behandlar hushållens kredithållning. Man kan titta på hushållens skuldsättning och ställa sig frågan: Vad kan makrotillsyn göra i sådana här sammanhang? Först vill jag visa med hjälp av några andra länders siffror hur Sverige ligger till när det gäller hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst (se figur 10). Högst är Danmark, Nederländerna och Irland – tre länder som i lite olika grader och schatteringar har genomlevt en hel del bekymmer på sina bostadsmarknader. Norge har också en hög skuldsättning



Figur 11
Kontracyklisk kapitalbuffert, procent.

Anm: Beräkningarna baseras på en mekanisk tillämpning av kreditgapmetoden.

Källa: Juks, R och O Melander (2012), "Kontracykliska kapitalbuffertar som ett makrotillsynsverktyg", Riksbanksstudier, december 2012.

och sedan kommer Schweiz som har haft en del problem i olika omgångar. Sverige ligger på 170–180 procent. Storbritannien som kommer strax under har haft problem, Kanada försöker hålla emot ganska mycket. Portugal och inte minst Spanien har haft stora problem. Om man tittar på storleken på dessa länders skuldstockar och sedan tittar på den svenska skuldstocken ser man att det finns länder som fått bekymmer som haft både högre och lägre skuldsättning än vad vi har i Sverige. Det innebär att vi har goda skäl att tänka efter noga hur vi ska hantera detta.

Ett exempel på ett verktyg som kan användas för att hantera dessa frågor är det som kallas för kontracykliska kapitalkrav. I regleringssammanhang har Baselkommittén skapat en metod för sådana kapitalkrav. Vad man tänker sig är att om utlåningen ökar snabbare än normalt ska bankerna åläggas ett högre kapitalkrav än annars för att begränsa utlåningen. Tanken är sedan att detta ska komma att träda i kraft med jämna mellanrum.

Figur 11 visar beräkningar som är

gjorda enligt Baselkommitténs riktlinjer. De är gjorda på svenska data från 1980-talet och framåt för att illustrera hur det skulle ha sett ut om de här reglerna redan hade funnits. Det är viktigt att komma ihåg att det finns ett tak på 2,5 procent. Man kan naturligtvis designa sådana beräkningar på alla möjliga olika sätt. Kurvorna är uppdelade på utlåning till hushåll och utlåning till företagssektorn i form av icke-finansiella företag. Det som är intressant när man tittar på detta är att först se på 1990-talet. Då ser man att den svarta kurvan slår i taket på 2,5 procent. Men den gråa kurvan, som visar utlåning till företag, ligger betydligt högre än den streckade, som är utlåning till hushåll. Det stämmer väl med hur det såg ut på 1990-talet; det stora bekymret den gången var utlåning till företag och kommersiella fastigheter och inte utlåning till hushåll.

Om man i stället tittar på 2000-talet ser man att det är precis omvänt. Det kontracykliska kapitalkravet slår till snabbt under mitten på 2000-talet när utlåningen till hushållssektorn accelerer-

rar. Hushållen slår fort i taket (se streckad kurva), och sedan ligger man kvar där. Problemet är lite mindre på företagssidan om man tittar på den grå kurvan.

Kontracykliska kapitalkrav är ett exempel på en typ av åtgärd som är på väg och som man i ett europeiskt perspektiv diskuterar ganska mycket. Vi måste också bli överens i Europa om hur detta ska göras, dvs vem som ska tillämpa det och vid vilken tidpunkt. Vilka synpunkter finns, inte minst på en europeisk tillsyn, när det gäller tillämpningen av de här regelsystemen? Skulle de kontracykliska kapitalkraven ha tillämpats i Sverige hade det kort och gott inneburit minst 2,5 procent mer i kapitaltäckning för de svenska bankerna. Det är konklusionen av räkneexemplet.

Om man tittar på åtgärder som redan har vidtagits i Sverige i dagsläget, och för det första resonerar kring penningpolitiken, har Riksbanken i olika omgångar beaktat riskerna när det gäller hushållens skuldsättning. Det har förts en intensiv diskussion om detta på senare tid, men om man använder begreppet direktationer, i pluralis, och tittar på detta under hela den tid som det har funnits en direktion i Riksbanken, är det alltid någon eller några eller ganska många som har resonerat om dessa frågor. I den meningen är det inte något nytt. För det andra har Finansinspektionen nyligen infört ett golv på riskvikter för utlåning till bostäder på 15 procent. De har också infört ett bolånetak på 85 procent av bostadens värde och Bankföreningen har en rekommendation som säger att man ska amortera om man har lån som är på 75 procent över marknadsvärdet.

Ytterligare åtgärder kan vara att justera nivån på bolånetaket. Man kan också införa begränsningar av den skuld som man tillåts ha i förhållande till inkomsten och man kan införa ett amorteringskrav. Men det kan också finnas skäl att fundera på att strama upp kredit-

prövningen, inte minst när det gäller det som kallas för ”kvar att leva på”-kalkyler och ställa sig frågan om de är riktiga. Man kan även ge bättre information i samband med kreditprövning så att vi får ett sundare amorteringsbeteende.

Vad behöver man då överväga i dagsläget? Bankerna bör ta ansvar för att i sin kreditprövning se till att informationen är god och att man skapar en sundare kreditgivning. Men om det skulle vara så att ingenting görs från den privata sidan kan jag inte se annat än att myndigheterna måste ange inriktningen när det gäller hur det här ska gå till. Jag tror för egen del att det var en bra åtgärd att höja riskvikterna till ett golv på 15 procent. Men jag tror också att riskvikterna behöver höjas ytterligare. Om det inte händer någonting på banksidan tror jag att det är rimligt att införa någon form av amorteringskrav.

Samtidigt ska man komma ihåg, som jag antydde inledningsvis, att makrotillsyn inte på något sätt kan lösa alla strukturella problem som finns på bostadsmarknaden. När det gäller makrotillsynsåtgärder är det så att säga ett plåster i ena hörnet för de här frågorna. Det finns många, många andra frågor som naturligtvis också påverkar utvecklingen på bostadsmarknaden. Då tänker jag på ränteavdragen, hyresregleringen, fastighetsskatten m m. Det är inte så att makrotillsynen ensamt kan hantera alla dessa frågeställningar.

När man börjar fundera på denna typ av åtgärder måste man också ha en organisatorisk struktur för att komma fram till vad som ska göras. Jag tror att handlingskraft är viktigt. Man ska ha beslutsstrukturer som är sådana att besluten står fast. Ibland brukar man använda begreppet *inaction bias*, dvs att det finns en bias mot att svära beslut inte fattas eller att man kommer fram till att ett beslut borde ha fattats, men att det då är för sent.

För att komma fram till dessa beslut

behöver man också analyskapacitet. Man behöver *de facto* ha ganska mycket analyskapacitet, för vi talar både om förmågan att analysera samspelet mellan den finansiella och reala sektorn och om analyskapacitet på makronivå. Arbetet med hur strukturen ska se ut växer nu fram i ett stort antal länder. Här i Sverige har Finanskriskommittén föreslagit att Riksbanken och Finansinspektionen tillsammans ska ta ansvar för detta.

Personligen tror jag att om man i stället ger ansvaret till *en* organisation får man en större handlingskraft. Jag har också uppfattningen att Riksbanken har goda förutsättningar att axla detta ansvar för makrotillsyn. Det har att göra med frågor och frågeställningar som Riksbanken i alla tider på olika sätt har sysselsatt sig med. Vi har i dag, sedan ett antal år tillbaka, en stor organisation som sysslar med stabilitets- och makrofrågor på olika sätt. Det betyder att vi har en omfattande analyskapacitet när det gäller systemriskerna och till en inte obetydlig del tangerar många av dessa frågor också penningpolitiken.

Det finns naturligtvis många frågor som måste besvaras när det gäller utformningen av den organisatoriska strukturen. Graden av självständighet är en viktig fråga, likaså ansvarsutkrävande och demokratisk kontroll. När man ägnar sig åt den här typen av regleringar påverkar de inte befolkningen på ett diffust sätt, utan många gånger finns det en ganska direkt koppling mellan ett beslut och den enskilda individen. Det mest tydliga exemplet är lånetaket eller någon annan åtgärd som har att göra med hushållens inkomster eller amorteringar. Besluten som fattas i de här sammanhangen har alltså en direkt effekt på enskilda hushåll. Då behöver man ha olika mekanismer som borgar för att det finns en god insyn och en god transparens samt en demokratisk kontroll när det gäller hur detta ska gå till.

Den kontrollen kan man naturligtvis skapa på en rad olika sätt och det är en politisk fråga och en öppen fråga som man under det närmaste året, eller vad det nu kan vara, på politiskt håll har att ta ställning till.

För att sammanfatta det som jag har talat om i dag så tror jag att en flexibel inflationsmålpolitik, som ju har varit framgångsrik, är det fortsatta sätt som vi bör bedriva penningpolitik på. Vi ska ha ett robust ramverk som samtidigt tillåter tillräckligt mycket flexibilitet för att hantera allt det som kan hända i en liten ekonomi som den svenska. Jag tror att vi behöver ta större hänsyn till finansiell stabilitet. Det betyder att det blir mer fokus på transmissionsmekanismen och kopplingarna till den finansiella sektorn men också på hur enskilda sektorer i samhället utvecklas.

Makrotillsynen ger den finansiella stabilitetspolitiken ett nytt fokus. Det är ett nytt fokus som jag tror är på sin plats. Samtidigt menar jag att det finns ett ömsesidigt beroende mellan makrotillsyn och penningpolitik. De hänger ihop. Därför måste vi hitta beslutsformer som är sådana att makrotillsyn och penningpolitik samordnas.

Jag tror att när det gäller centralbanken eller centralbanker – för detta är en fråga som rör många olika länder – ser det ganska lika ut på olika håll. Centralbanker kan bidra till både prisstabilitet och finansiell stabilitet. Det är inte så konstigt eftersom en centralbank har möjlighet att skapa mer eller mindre pengar, vilket så småningom leder till utlåning någonstans i ekonomin. En centralbank har därför en roll att spela både vad gäller prisstabilitet och finansiell stabilitet. Tack!

Laura Hartman

Tack, Stefan! Nu hälsar vi vår kommentator välkommen. Det är Klas Eklund – rådgivare på SEB och adjungerad pro-

fessor. Lite senare kommer det att finnas tillfälle till frågor.

Klas Eklund

Fru ordförande och kära föreningsmedlemmar! Tack för att jag har fått komma hit! Det är en ära både att få vara med på föreningens årsmöte här på mitt gamla Alma Mater och att få kommentera riksbankschefen – min doktorandkompis från studietiden här. Då, på den tiden då Stefan och jag pluggade här, för ungefär 100 år sedan, såg penningpolitiken som ni vet helt annorlunda ut än i dag. Men så kom den stora omställningen till inflationsmål i samband med 1990-talskrisen. Resultatet har blivit positivt; jag håller helt med Stefan på den punkten. Inflationen har blivit lägre och stabilare. Politiken har blivit mer förutsägbar och transparent. Men finanskrisen gör naturligtvis att vi måste utvärdera och ompröva. När tiderna förändras måste också samhällsvetenskapen ta intryck.

Jag delar mycket av den allmänna syn som Stefan Ingves har presenterat här. Penningpolitiken bör ta mer hänsyn till finansiell stabilitet, dels därför att denna stabilitet är viktig i sig, dels därför att finansiell instabilitet försvagar den vanliga transmissionsmekanismen i penningpolitiken. Det är tydliga lärdomar av finanskrisen.

Men jag tänkte komplettera – och i vissa fall opponera – utifrån en praktikers perspektiv. Jag ska ta upp tre frågor. Först och främst ska jag säga någonting om penningpolitiken i kristider och vad vi lärt oss under de gångna åren. Det sade Stefan inte så mycket om. Därefter går jag över till frågan om hur penningpolitiken kan förebygga kriser, vilket ju var Stefans huvudämne. Slutligen tänkte jag säga någonting från verkstadsgolvet, så att säga, och något mer konkret om hur jag ser på hur den svenska Riksbanken har skött politiken under krisen.

Låt oss börja med penningpolitik i

kristider. En uppenbar lärdom är att reporäntan inte räcker till i djupa kristider. För det första kan ränteinstrumentet bli otillräckligt för att nå inflationsmålet. För det andra kräver den akuta uppgiften att återvinna finansiell stabilitet andra verktyg, vid sidan av räntan. I praktiken ligger den lägsta möjliga nominella räntan nära noll – kanske t o m lite under. Men om golvet ligger ungefär vid noll och deflationskris råder räcker inte nollränta. Då måste man ta till andra, okonventionella, åtgärder både för att öka möjligheten att nå inflationsmålet och för att återvinna finansiell stabilitet.

Vi vet hur verktygslådan ser ut. Det är bankstöd, socialisering och andra åtgärder för att säkra solvens med motkrav om uppstramning, byte av ledningstid och annat. Ofta krävs det som Stefan själv har varit med om att genomföra här i Sverige när det begav sig: en uppsortering av bankerna i ”bra” och ”dåliga”, där de dåliga ställs åt sidan och får se utförsäljning av tillgångar. Också när det gäller likviditeten finns det en hel palett av insatser: acceptera sämre säkerheter från t ex bolåneinstitut, swap-avtal med andra centralbanker, köp av obligationer på första- eller andrahandsmarknaden osv och i ytterlighetsfallet rena ”helikopterpengar”.

Bland ekonomer är det inte längre kontroversiellt, vill jag påstå, att räntepolitiken i djup kristid måste kompletteras med den här typen av verktyg. Det är någonting som varken Stefan eller jag föreställde oss när vi pluggade här på den tiden. Men saker och ting har hänt och det är en viktig lärdom av finanskrisen. Men djävulen döljer sig i detaljerna. Det är en sak att vara överens i allmänna ordalag om att sådant måste göras. Men svaren om hur man gör det konkret kan skilja sig ganska radikalt.

Hur mycket ska man egentligen ta i? Och hur får man likviditetspåspädningen att verkligen bita? I praktiken har

centralbankerna testat sig fram i en beslutsdimma. Mycket tyder på att kreditstimulanser och köp av olika värdepapper har lyckats bäst när de varit stora, tydligt kommunicerade och gällt klart avgränsade marknader. Åtgärderna ska gärna dessutom komma som en positiv överraskning. Breda och mer diffusa program lyckas inte alltid.

En annan diskussion som jag tänkte beröra lite kort är den som i och för sig är äldre än själva krisen men som fått förnyad aktualitet under krisåren: om inflationsmålet i sig kan eller bör ändras. Det finns tre olika förslag som brukar tas upp: att följa inflationsmålet, att övergå till prinsnivåmål eller att övergå till nominellt BNP-mål.

Huvudargumentet bakom att höja inflationsmålet till 3 eller 4 procent är dels att det ger större fallhöjd när räntan behöver sänkas, dels att en högre inflation skulle göra det lättare att få till stånd relativlöneförskjutningar. Det låter plausibelt. Men det finns exempel i verkligheten på att det går att justera relativlöner också vid låg inflation, t ex i Sverige. En något högre inflation kan, åtminstone under övergången dit, medföra andra risker såsom högre volatilitet. Det är svårt att kvantifiera dessa risker, men det är långt ifrån bevisat att en höjning av målet skulle ge någon positiv effekt, netto. Med mitt perspektiv, därför jag sitter, tycker jag inte att vi ska följa denna rekommendation.

Det andra förslaget är ett prinsnivåmål. Vid ett inflationsmål låter man *bygones be bygones*. Missar centralbanken målet ett år tar man helt enkelt ny sats nästa år. Men med ett prinsnivåmål måste en miss ett år kompenseras nästa år. Om inflationen underskrider målet ett år bör man alltså överskrida målet framöver. Naturligtvis behöver det inte vara så fyrkantigt; även ett prinsnivåmål bör vara flexibelt så att det kan mjukas upp beroende på särskilda omständigheter,

skarpa konjunkturrörelser osv. Men över en längre period på fem till sju år bör det nås.

Prinsnivåmålet är teoretiskt elegant. Men praktiskt, återigen från där jag sitter, tror jag att det är omöjligt i verkligheten. För det första finns det stora mät- och statistikproblem. Det är svårt nog att göra inflationsprognoser – jag ska återkomma till det – och att driva penningpolitik för att nå en stabil inflation. Men att medvetet variera inflationen utifrån varierande inflationsmål för att nå en viss prinsnivå är etter värre. Det kräver ännu mer av analysarbete för att sortera ut kortsiktiga från långsiktiga inflationseffekter.

För det andra tror jag att det är svårt att förankra och göra målet trovärdigt. Det ligger stora utmaningar i att förklara varför man ett år skulle vilja ha såg 4 procents inflation och nästa år 0 eller 1 procent. Ett prinsnivåmål kommer i praktiken att bli förbryllande under en lång övergångsperiod tills alla aktörer förhoppningsvis har lärt sig hur det fungerar. Min slutsats, återigen från en praktikers utgångspunkt, är: Nej, vi ska inte övergå till prinsnivåmål!

Det sista alternativet, som har diskuterats ganska flitigt internationellt under de senaste två åren ungefär, är ett nominellt BNP-mål. Det lider av ungefär samma defekter. Det är teoretiskt elegant men pedagogiskt svårt. Här målsätter man alltså nominell BNP-utveckling – real tillväxt plus inflation – och uppgiften blir att hålla sig till den långsiktiga trenden över tid. Men i praktiken är mätproblemen och analysproblemen här ännu större. I kristider brukar, som de av oss som är aktiva ekonomer vet, de vanliga måtten på potentiell BNP och outputgap bryta samman. Uppskattningarna kan variera enormt mycket mellan olika bedömare och olika tidpunkter. Dessutom brukar BNP revideras rejält år från år. Det är alltså inte

bara framtid och nutid som är osäkra, utan även historien. Det betyder att man år för år, beroende på regleringarna, kan hamna mycket långt ifrån den inflation som måste komplettera real tillväxt för att det nominella BNP-målet ska nås. Detta kan variera kraftigt år från år. Det kräver alltså stora justeringar år för år av priser och löner, vilket inte är trovärdigt. Också här säger jag alltså: Nej, byt inte ut inflationsmålet!

Så långt penningpolitik i kristid. Stefan sade inget om de här frågorna, men jag tolkar hans tystnad som att han i princip är överens med mig både om behovet av okonventionella åtgärder och om att dagens inflationsmål är bättre än t ex prisnivåmål. Han får gärna instämma explicit i nästa replik. Det räcker att han säger: "Klas har rätt".

Jag går nu över till det andra huvudämnet. Det var det som Stefan ägnade hela sitt krut åt, nämligen penningpolitik och finansiell stabilitet för att förebygga kriser. Här handlar det, precis som Stefan sade, i hög grad om att säkra finansiell stabilitet. Jag håller med: Det är viktigt! Om den första lärdomen av finanskrisen var att räntepolitiken inte räcker under djupa kriser, så blir den andra lärdomen att prisstabilitet inte är nog för att förebygga finanskriser.

Vad kan då göras? I allmänna termer bör den ekonomiska politiken i stort bidra till en kapitalstruktur som inte är för spekulativ eller för riskfylld. Företagen i allmänhet och bankerna i synnerhet bör t ex ha en rejäl buffert med eget kapital. Stefan Ingves rekommenderar också att centralbanken ska "luta sig mot vinden", som han sade. Det är ett gammalt förslag som fanns redan före finanskrisen. Genom att i tider av ökat risktagande hålla emot, dvs i princip i praktiken hålla en högre ränta än vad inflationsmålet i sig skulle kräva på kort sikt, minskar centralbanken risken för bubblor och därmed också risken för framtida krascher.

I princip håller jag med. Men också här ligger djävulen – igen – i detaljerna. Det handlar om hur detta motvindslutande ska utformas i praktiken. En amerikansk senator sade en gång när censur mot pornografi debatterades i USA: "Jag kan inte definiera pornografi, men jag känner igen det när jag ser det". Möjligen känner Stefan Ingves igen finansiella bubblor när han ser dem, men för de flesta andra dödliga är det inte så enkelt. Normalt menar vi med en bubbla en kraftig prisuppgång som inte kan förklaras med fundamenta. Men det finns vanligen ganska många olika bedömningar av vad fundamenta motiverar och av vad fundamenta i sig faktiskt innebär.

Ta t ex bostadsmarknaden, som har diskuterats här och som har debatterats flitigt under de senaste åren. Den amerikanska bomarknaden före krisen var onekligen ordentligt uppblåst, men inte i första hand på grund av låga räntor, även om de säkert bidrog, utan på grund av politiskt underblåst *subprime*-utlåning och undermålig tillsyn som tillät expansion av osäkra derivatprodukter i skuggbanksystemet. Är det i ett sådant läge verkligen räntepolitiken som ska axla bördan att hålla emot en expansion som delvis är policydriven – av andra myndigheter? Det skulle i så fall ha krävt betydligt högre ränta – inte en kvarting hit eller en kvarting dit, utan mycket högre ränta.

Låt oss titta på Sverige. Svenska bopriser har stigit, även under dåliga år. Framför allt Stockholm har dragit i väg. Men är det en bubbla, som kan och bör tacklas genom räntevapnet? Tja, Stockholm är en av de snabbast växande städerna i Europa. Inflyttningen är stark samtidigt som hushållens reallt disponibla inkomster har stigit under flera år. Men den svenska byggsektorn har inte svarat. Inte mycket byggs. Skälen är bl a en byråkratisk plan- och bygglag och en *de facto* hyresreglering med bruksvärde-

prissättning som blockerar hyresmarknaden. Peter Englund har i en annan analysram visat att kostnaderna för att bo ganska nära följer de tjänster som bostendet levererar till köparen.

Som synes går det att i olika analysramar förklara rätt mycket av de höga bostadspriserna i Stockholm med fundamenta. Är det då rimligt att samhällsekonomin som helhet ska åläggas högre reporänta för att Riksbanken i avsaknad av ansvarstagande från regering och andra myndigheter tar på sig att svinga ränteklubban mot bomarknaden i Stockholm? Det är, milt uttryckt, inte glasklart.

Jag är inte ute efter att här ta en debatt om bostadsmarknaden utan efter att illustrera hur svårt det faktiskt är att avgöra var, när och hur bubblor seglar upp när man ska luta sig mot vinden. Själv ser jag risker på bostadsmarknaden, men jag är inte lika nervös som direktionens majoritet tycks vara. Och jag har rätt svårt att se varför just reporäntan ska användas i det här sammanhanget.

Reporäntan är, som Stefan antydde, en sorts knölpåk som inte bara slår mot den specifika marknaden i fråga, utan mot hela ekonomin. Påken är sällan särskilt effektiv mot en enskild delmarknad. På tal om bostadsmarknaden tyder de flesta empiriska observationer på att det krävs rejäla räntehöjningar för att bromsa fastighetspriser, detta eftersom förväntade kapitalvinster nästan alltid är större än de framtida räntekostnaderna. Dessutom: Stefan Ingves visade en graf över de "reala" bostadspriserna som i Sverige hade seglat i väg. Men reala bostadspriser är relativpriser och penningpolitiken har som bekant svårt att tackla relativpriser. Penningpolitikern påverkar den allmänna prisnivån. Ska räntevapnet nyttjas "mot vinden" vilar således ansvaret tungt på centralbanken att verkligen förklara varför och hur det ska användas.

Min slutsats är alltså: Finanskrisen har lärt oss att finansiell stabilitet är viktig. Men därifrån till att specificera exakt hur sagda stabilitet ska in i centralbankens målfunktion är steget väldigt långt. Ett problem är hur viktning och avvägning mellan olika mål ska ske. Dessutom blir kommunikationen orerhört viktig. I ett läge, och sådana kan alltså uppstå, då centralbankens räntepolitik måste luta sig mot vinden och *de facto* prioritera ned inflationsmålet på kort sikt till förmån för långsiktig finansiell stabilitet, krävs en tydlig analys och argumentation, parat med stor ödmjukhet eftersom analysen är svår.

En viktig poäng, och det underströk riksbankschefen i sitt anförande, är att de huvudsakliga verktygen för finansiell stabilitet oftast är andra än styrränta. Det är kapitaltäckningsregler och krav på mer eget kapital för att bygga upp buffertar, det är skatter, t ex ränteavdrag och olika typer av kreditregleringar som bolånetak osv. Det här aktualiserar frågan om centralbankens ställning och samarbete med andra myndigheter. I det hittillsvarande systemet har Riksbankens självständighet varit enkel att operationalisera: direktionen har makten över det enda instrument som Riksbanken har till sitt förfogande, reporäntan, för att nå det enda målet, prisstabilitet. I det system för makrotillsyn som nu växer fram och som Stefan diskuterade agerar Riksbanken i samspel med andra myndigheter. Den samlade målbilden är mycket mer diffus än det "enkla" målet prisstabilitet. Då blir självständigheten i sig svårare att operationalisera och definiera.

De institutionella slutsatserna blir då långt ifrån enkla. Även när det gäller de konkreta instrumenten är djävulen tillbaka och rotar i detaljerna. Ta t ex de kontracykliska kapitaltäckningskrav som Stefan illustrerade. Vem ska ha ansvaret för det? Finansinspektionen

säger att de bör ha ansvaret. Personligen skulle jag inte vilja se kapitaltäckningen ligga hos Finansinspektionen. Den är ett cykliskt verktyg som ligger mycket nära den traditionella penningpolitiken och syftar till att påverka marknadsräntor och kreditvolym över konjunkturen. Att lägga den frågan i Finansinspektionen men styrräntan i Riksbanken ger risk för onödiga konflikter. Stefan Ingves berörde detta i sitt anförande på föreningens årsmöte för ett par år sedan och visade då, mycket pedagogiskt, hur räntesättning och kapitaltäckningskrav kan riskera att urarta i en konfliktfylld dragkamp med suboptimalt resultat, om de ansvariga myndigheterna tycker olika.

Så behöver det ju inte bli även om man delar upp ansvaret. Och analysvärigheter finns ju även om Riksbanken har ansvar för båda instrumenten. Men det är onödigt att introducera risken att just olika myndighetsintressen förrycker politiken.

I stort delar jag därför Stefan Ingves rekommendation, som också uttrycks i Riksbankens remissvar till Finanskriskommittén, att ett makrotillsynsorgan inrättas och får tydligt ansvar för makrotillsynen. Finanskriskommitténs förslag om ett gemensamt råd där både Riksbanken och Finansinspektionen har myndighetsansvar för makrotillsynen är en vag kompromiss. Ansvaret bör ligga tydligt i Riksbanken. Om detta tillsynsorgan sedan ska finnas inom dagens riksbanksorganisation eller om en särskild kommitté med extern kompetens ska upprättas inom Riksbanken hänger på hur omfattande verktygslådan blir; ju större låda, desto mer kompetens från olika områden behövs.

För verktyg som skatter är det uppenbart att Riksbanken inte kan vara huvudman, även om vissa skatter påverkar sparbetende. Däremot kan Riksbanken tydligare än i dag trycka på för finans- och skattepolitik som samverkar

bättre med penningpolitiken. Nu antydde Stefan detta, men jag tycker, måste jag säga, att Riksbanken med större kraft, även offentligt, kan häva upp sin stämma och med kraft tala om för Finansdepartementet att hantering av hotande bobubblor underlättas om verktyg som fastighetsskatt och begränsning av ränteavdrag kunde användas. Och att det självklart skulle hjälpa om utbudet av bostäder ökar.

Jag går så över till mitt tredje huvudämne: Riksbankens *track record*. Jag har enorm respekt för Stefan Ingves som krishanterare. Det finns ingen jag hellre håller i handen under en finansiell kris. Riksbanken agerade kraftfullt när krisen kom. Men även om ingripandet under den akuta krisen 2008–09 var bra, tycker jag att agerandet under den gradvisa återhämtningen därefter har varit sämre. Det syns bl a i att Sverige har haft för låg inflation under en ganska lång period. Under det senaste årtiondet, sedan 2004, har KPIF-inflationen snittat 1,5 procent och legat under målet 80 procent av tiden räknat som månadsnoteringar.

En rad externa faktorer, såsom deflationstrycket från omvärlden, har förvisso varit förvånande starkt. Och det är svårt att göra prognoser, det vet jag. Men för egen del tror jag att otur med prognoserna inte kan förklara den här avvikelserna. Slumpmässigt dåliga prognoser kan ju gå åt båda håll, ibland överskattar man inflationstrycket, ibland underskattar man det. Men Riksbanken har haft en tydlig bias i sina prognoser. Riksbankens ekonomer har tenderat att överskatta inflationen, samtidigt som de gjort hyggliga prognoser för BNP och arbetslöshet. Det tyder på att Riksbankens modeller har överskattat den svenska ekonomins inflationsbenägenhet.

Dissekerar man prognosmakeriet närmare upptäcker man att Riksbanken är bättre på att göra prognoser på KPIF

än på KPI och att man är dålig på att göra prognoser på reporäntan, vilket i sig är anmärkningsvärt eftersom det är den variabel som Riksbanken själv har mest kontroll över. Riksbanken har prognostiserat en för hög reporänta. När denna sedan har justerats ned så har även KPI blivit lägre än prognostiserad.

Det är svårt att värja sig från slutsatsen att det inte bara är inflationsprognosen som avgör räntebanan utan något annat. Detta "andra" kan vara viljan att signalera att vi bör vänta oss högre ränta än vad marknaden förväntar sig, vilket i sin tur kan följa av att Riksbanken väger in faktorer som skuldsättning och bostadspriser i räntesättningen. Men signalvärdet av att göra på detta vis och ligga högre än marknaden är minst sagt tveksamt, när signalen gång på gång har måst justeras ned mot marknadens nivå.

Man kan säga att det har varit svåra tider för prognosmakare med finanskris, deflationshot, ändrad lutning på philipskurvor och gud vet vad. Ja, förvisso, men andra prognosinstitut har lyckats bättre än Riksbanken i den här osäkra omgivningen. Andra centralbanker med inflationsmål vid 2 procent har lyckats bättre än Riksbanken att nå sina mål. Till och med *Dagens Industris* "skuggdirektion", där jag själv ingår, har, om jag får skryta lite, utan egen utredningskapacitet varit mer träffsäker än Riksbankens horder av ekonomie doktorer.

Vi borde kunna begära mer. Därför är jag glad att Riksbanken nyligen gjorde en markant nedrevidering av sin inflations- och ränteprognoz och att Per Jansson i det senaste protokollet noterade att banken överskattat företagets möjligheter att vältra över kostnadsökningar på konsumenterna. Den insikten tolkar jag som att prognosmodellerna framöver kommer att inkorporera en lägre inflationsbenägenhet. Det är välkommet!

När det gäller finansiell stabilitet

och den diskussion som har varit i direktionen det senaste året tycker jag inte att det är något anmärkningsvärt att direktionens majoritet vill luta sig mot vinden och förlänga prognoshorisonten. Det ska kunna ske under en flexibel inflationsmålsregim. Men den konkreta argumentation som har varit visar hur knepigt det är att operationalisera finansiell stabilitet. Som ni känner till och som Stefan tog upp har man tittat på hushållens skuldsättning och haft, uppfattar jag det, ett implicit mål att skuldsättningen inte ska överstiga 170 procent. Varför nivån satts just vid 170 procent, hur det påverkar riskerna för en fastighetsbubbla eller hur och till vilka kostnader reporäntan skulle bidra till att nå detta mål är inte tillräckligt tydliggjort, tycker jag. Stefan visade en graf med liggande staplar för skuldsättning i olika länder och pekade på risker därmed. Men vad den grafen visade var att problem kan uppstå i de flesta länder nästan oavsett skuldsättningsgraden. Den visade problem i länder med både under och över 170 procent.

Diskussionen visar alltså att en mer komplex målbild ställer högre krav på centralbankens analysförmåga och kommunikation. När avsteg görs från den "enkla" inflationsmålsstyrningen krävs att Riksbanken trovärdigt och skarpt förmår förklara avstegen: Varför de görs, underlaget, kvantifiering av målbilden, intertemporala avvägningar.

Låt mig avsluta med att citera Barbro Wickman-Parak som i ett anförande förra månaden sade att Riksbanken måste "förtjäna sin självständighet". Det tycker jag var en mycket träffsäker observation. Gör man fel för ofta och för mycket kommer den politiska motvinden att tillta och prisstabilitetens fiender att vädra morgonluft. Det är därför Riksbankens vänner, sådana som jag, gärna diskuterar med Riksbanken och ibland också tillåter sig kritik. Det är av omsorg

om Riksbanken. Den man älskar agar man. Kritiken syftar till att Riksbanken ska kunna fullgöra sina uppgifter bättre, mer effektivt och med större framgång och att Riksbanken därmed får lättare att förtjäna sin självständighet.

Stefan Ingves

Några reflexioner kring det som Klas säger; först om penningpolitik i kristider: Det är alldeles rätt att när vi satsade på ekonomistudier på Handelshögskolan för länge sedan fanns i varje fall inte i min föreställningsvärld att man skulle dras in i den här typen av hantering. Man får laga efter läge. En sak att lyfta fram i det Klas säger är att vi inte så säkert kan veta om de olika likviditetspåspädningarna fungerar eller inte och om de har någon effekt. Jag tror att det kommer från att det precis under de här perioderna rör till sig: Vad är penningpolitik och vad är finansiell stabilitet? Om man har ett banksystem som inte alls fungerar, om man har ett banksystem som är insolvent, spelar det inte så stor roll vad centralbanken gör. Bankerna kommer ändå inte att öka sin utlåning även om de kan låna från centralbanken till nästan ingen kostnad överhuvudtaget. Vad som tenderar att hända i de lägena, och det skiljer sig ganska mycket från land till land, är att man i vissa länder är snabb på att återställa solvens i banksystemet, och då får man tillbaka penningpolitikens effektivitet därför att transmissionsmekanismerna fungerar. I andra länder kan man inte, vill man inte, orkar inte, eller vad det nu är, och då tenderar penningpolitiken att bli ett substitut för att rekapitalisera bankerna snabbt. Då tar det mycket längre tid och det är därför som det här är så svårt och skiljer sig mycket från land till land.

Jag håller med Klas om det här med prisnivåmål. Det är en mycket stor investering i information att prata om 2 procent och eftersom prisnivåmålet är

betydligt mer komplicerat när det gäller att kommunicera blir det helt enkelt för svårt.

Klas pratade också om bubblor och att fundamenta ser bra ut: Fundamenta ser alltid bra ut tills fundamenta inte ser bra ut. Det går alltid att räkna fram att allting är rätt värderat vid ett givet tillfälle och sedan blir allting annorlunda. Vad det handlar om är inte att bestämma om det är en bubbla jämfört med att det inte är en bubbla, för det är oändligt svårt att veta annat än ex post, utan det handlar framför allt om att fundera kring risker och vad som kan inträffa när det går dåligt. Då blir det bekymmer. Jag tog bara med de reala bostadspriserna i min illustration. Det är korrekt att penningpolitiken inte så mycket handlar om reala problem, utan den stora svårigheten är att om någonting händer, och man har en väldigt hög belåning, blir skulderna kvar. De försvinner inte över natten, även om man kan hävda att det vore trevligt om de gjorde det. Det är där som problemen uppstår. Då faller konsumtionen och det blir en väldigt oreda i ekonomin.

Prognoser: Ja, vi gör så gott vi kan för att förbättra vår prognosförmåga. Jag håller med Klas när han konstaterar att om man arbetar på annat håll med fastighetsskatt, ränteavdrag, ökat utbud av bostäder osv faller naturligtvis mindre på den del som jag arbetar med. I den bästa av världar åstadkommer man jämvikt på bostadsmarknaden utan att centralbanken går in i någon större utsträckning. På så sätt kan man hävda att vi lever i en *second best* värld, eller vilken siffra man nu vill lägga på det.

Frågan om att vara precis: Man kan naturligtvis i modeller skapa en slags skenbar precision därför att det går att räkna fram allt med sju decimaler. Men det betyder inte alla gånger att det blir säkrare och tydligare för det. Den stora svårighet som många kämpar med, vi

gör det och många andra också, är att det inte går att räkna fram en skuldstock och säga: Kommer man till den och den siffran då händer någonting särskilt. Och det gäller inte bara hushållen, utan det är precis samma frågeställning som rör statskulden. När är statskulden för stor? Det är en annan diskussion men den har samma problematik.

Även om det kan vara nog så svårt att kommunicera och diskutera kring de här frågorna hamnar man till syvende och sist i värdeomdömen. Det är naturligtvis ett bekymmer i den meningen att om den ekonomiska vetenskapen hade kommit så långt att vi kunde uttrycka det här i modelltermer och stoppa in de här frågeställningarna i våra modeller på ett bättre sätt än i dag då hade vi inte haft den här dualismen i kommunikationen som har funnits under en lång tid, hela 2000-talet. Vi har å ena sidan en elegant modellvärld där vi kan få både det ena och det andra att hända genom att göra allehanda experiment men där å andra sidan den finansiella sektorn är rudimentär. Det har lett till att de som pratar om det som sker inom den finansiella sektorn har fått göra det verbalt. Det är en svårighet som finns. När man ska fatta beslut måste man fatta beslut vare sig det finns modeller eller inte. Det är det ansvar som vi har.

Vi får helt enkelt ägna mer tid och mer forskning åt detta och se vart vi kommer i dessa frågor. Det finns andra alternativ och varianter på detta. Några centralbanker har lagt in flera variabler i sina modeller och det finns ytterligare andra sätt att göra det på. Men med mer forskning hoppas jag att vi kommer att kunna tydliggöra det här bättre längre fram.

Lars Matthiessen

Som alla vet är den finansiella krisen inte bara en svensk företeelse utan den är internationell. Det vore intressant att höra

vad Riksbanken menar om samarbete med andra centralbanker för att motverka spridning av finansiell instabilitet från andra länder till Sverige.

Den andra saken gäller risker med nya produkter. Jag vet inte hur stor betydelse det har i Sverige, men i USA spelar det utan tvivel en stor roll för de finansiella marknadernas effektivitet att man buntat ihop olika fordringar till nya produkter där man inte kunde genomskåda vilken risk som är förknippad med de nya produkterna. Finns det möjlighet för Riksbanken eller någon annan myndighet att styra vilka finansiella produkter som tillåts beroende på hur pass transparenta de är med avseende på risk?

Stefan Ingves

Centralbankerna hör till dem som det är lättast att samarbeta med internationellt. Det har att göra med att centralbanker i alla tider, inte minst när det gäller valutakurser, har pratat med varandra. Men i grunden kan inte centralbankerna ensamma lösa alla de här frågorna. Det finns ingen möjlighet att göra det. Det ser vi också när man har behandlat de här frågorna inom EU. Somligt är nationellt och somligt är sådant som är knutet till centralbanksvärlden. Det går inte att göra det på egen hand i centralbanksvärlden, utan ganska mycket handlar om åtgärder på annat håll, men man kan bidra på olika sätt, vilket många centralbanker gjort.

Risker i nya produkter har vi ingenting att göra med över huvudet taget, utan det hamnar i så fall på Finansinspektionen i den mån det berör dem. Det är en fråga som alltid har funnits. Själv arbetade jag i den privata sektorn i innovationsbranschen på 1980-talet, så jag vet hur man skapar nya produkter.

Olle Lindgren

I makrotillsynens fokus tycker jag också att hushållens finansiella ställning och

skulder bör ligga. Det som förvånar är de jämförelser som bl a Riksbanken gör mellan de svenska hushållens disponibla inkomster, ett flöde, och hushållens samlade skulder, en stock som i allmänhet byggs upp under en mycket lång tid. Min mentor i nationalekonomi, professor Erik Lundberg, en internationell auktoritet, varnade för sådana jämförelser mellan flöde och stock därför att begreppen är så helt olika. Jämförelsen mellan hushållens samlade tillgångar och deras samlade skulder i stället, det som Erik Lundberg betonade vikten av, visar att de svenska hushållens tillgångar väsentligt överskrider deras skulder. De svenska hushållen har en soliditet på 30 procent.

De svenska hushållen utgör inte en systemrisk. Att verka för en avveckling av hyresregleringen vore en angelägen uppgift för Riksbanken.

Stefan Ingves

Visst finns det skillnad mellan stockar och flöden och så har det alltid varit i alla tider. Det är bara det att om tillgångarna faller i pris och blir betydligt lägre än skulderna, finns ändå skulderna kvar. Skulderna betalar man ur det flöde, sina inkomster, som man har nu och i framtiden. Det är ett bekymmer och erfarenheten säger oss att det slår på konsumtionen och då får man andra makroekonomiska problem av det skälet. Men det är alldeles rätt att det är skillnad mellan flöden och stockar. Nu råkar det vara så att man väldigt ofta, oberoende av om det är ett bra eller dåligt sätt att beskriva detta, använder just lån i förhållande till disponibel inkomst i internationella sammanhang, men det är inte på något sätt den enda faktorn.

Man ska komma ihåg att detsamma gällde under 1990-talet i Sverige. Då kunde man också ha sagt att alla var rika därför att kommersiella fastigheter var så högt värderade. Vi vet hur det gick. Det

är det som är svårigheten när man ska bedöma risker i de här sammanhangen.

Klas Eklund

Låt mig få kommentera Olle Lindgren. Även jag har problem när det gäller diskussionen om skuldsättning och disponibel inkomst och den implicita målnivån 170 procent. Riksbanken tycks ibland mena att nivån är farlig när ni jämför Sverige med andra länder. Men det blir ett fyrkantigt mått eftersom vissa av dessa jämförelser är irrelevanta. Hushållssparandet i Sverige ligger på 12 procent av disponibel inkomst, i USA var det noll och t o m negativt före krisen. Sverige hade bytesbalansöverskott, USA har haft ett underskott. Sverige hade balans i budgeten, USA underskott. Den finansiella ställningen i hushållen är anorlunda i Sverige än den var före krisen i USA. Det blir därför lite fyrkantigt när man tittar på procentsatser. Man måste titta på helheten, kaskader av statistik. Då blir det mer komplext.

Hans Lindblad

Jag heter Hans Lindblad och är riksgäldsdirektör. I allmän krishantering är allting väldigt rörigt. När det gäller det här med prognosräffsäkerhet hit och dit tycker jag att *roughly right* är bra mycket bättre än *precisely wrong*. Man måste ha en robust tillämpning för detta.

Vi har kommit med ett remissvar från Riksgälden. Jag ska inte pitcha det så jättehårt, men det har en lite annan slutsats än den som riksbankschefen landar i. Jag tycker att det grundläggande motivet bakom Riksbankens penningpolitiska oberoende inte gäller på samma sätt för makrotillsynen. Det finns inte samma typ av grundläggande problem där. Därmed uppstår diskussionen om demokratisk insyn och sådana saker. Klas var inne på detta. Finanskriskommittén diskuterar inte verktygslådan, för den är långt ifrån komplett, och alla

verktyg kommer inte att vara cykliska på det sättet. De kommer att vara ganska stationära.

Vi landar i ett annat beslut: att detta ska ligga i Finansinspektionen. Det beror framför allt på att det är en myndighet under regeringen. Man har en snabbara hastighet i beslutsfattandet, om det verkligen smäller, via regeringsbeslut eller via en proposition. Riksbanken lyder under riksdagen och måste alltså beslutsfatta i en konflikt på ett annat sätt, som kan vara lite mer trögt.

Framför allt är min erfarenhet av krishantering annorlunda än Stefans; han har rattat finansiella kriser runt om i världen mest av alla. Men för all annan form av krishantering – det kan vara askmoln, kärnkraftsolyckor, finanskriser etc – pekar den samlade erfarenheten på att man ska ha ungefär samma organisation i fredstid som i krigstid, så att säga. Här talar vi nu om ett makroråd. Det är det som ska gälla under de normala omständigheterna. Men när det väl smäller är det Stabilitetsrådet som finns, som inkluderar dels Finansdepartementet, dels Riksgälden. Det är då de träder in, för då är det dessa fyra parter som måste hantera den akuta krisen. Där tror jag att mitt största problem finns; jag ser inte riktigt varför man ska skilja mellan krig och fred när den samlade erfarenheten säger precis tvärtom.

Hubert Fromlet

Det är bra att man försöker förbättra metoderna för att förutse risker. Min fråga är: Hur ska den förbättrade risk-sökningsprocessen gå till mer praktiskt? Det måste finnas en selektionsprocess. Vilka risker tas fram som de kanske viktigaste, vilka risker bör tolkas som mer akuta eller vilka som mer hotfulla på längre sikt? Vem är det som på analysnivå tar fram de främsta riskerna och vem står till sist för rankningen av de främsta riskerna? Det kan ju hända att på expert-

nivå framtagna risker – felaktigt – sorteras bort av beslutsfattarna, kanske i ett läge när ett officiellt ställningstagande hotar att bli känsligt. Hur ska man kunna organisera denna riksselektionsprocess på ett effektivt sätt?

Lennart Strandberg

Jag tycker väldigt mycket om national-ekonomernas sätt att analysera vårt samhälle utifrån ett makroperspektiv. Det är trevligt att höra er.

Men som företagsekonom hamnar jag ofta i ett mikroperspektiv. I det sammanhanget möter jag ofta beteendevetenskaparnas kunskaper om vad det är som gör att människor gör som de gör. Därvidlag tycker jag, nu när jag själv har upplevt denna finanskris, att det i hög grad är individuella aktörer som har agerat på ett sätt som har gjort att vi har fått en global finansiell kris. Det är trevligt att höra riksbankschefen tala om att det behövs mer forskning. Jag hoppas att det går åt det beteendevetenskapliga hållet.

Jag har en fråga: När ni har frågat beteendevetenskaperna varför de här människorna betedde sig på det här sättet och skapade denna finanskris – vad har ni då fått för svar?

Stefan Ingves

Ja, vad är det för skillnad mellan vardagsarbete när det gäller regleringar och krishantering? Jag tycker att det är en skillnad, för det är helt olika sätt att hantera frågor när det gäller vardagslivet med att fundera på om man ska höja det varierande kapitalkravet eller inte jämfört med när en bank går över styr. Det är ganska annorlunda beredningsprocesser och andra människor som är inblandade.

Sedan är det alldeles självklart att det förmodligen inte finns en och endast en lösning när det gäller att hantera alla de här olika frågorna. Man kan göra

detta på olika sätt. Låt mig lyfta fram en särskild fråga i remissvaret, som en och annan har refererat till och som jag tycker förtjänar uppmärksamhet. Den ligger sannolikt långt in i framtiden, men den behöver utredas ordentligt: Jag undrar om det inte vore dags att på ett eller annat sätt sammanföra Riksbanken och Finansinspektionen. På något sätt måste vi ändå hantera de här frågorna i Sverige, hur vi nu väljer att göra detta framgent. Vi har också att positionera oss när det gäller de här frågorna gentemot resten av världen. Det innebär att vi inte är helt oberoende. Men det ligger som sagt långt in i framtiden.

Hur ska vi hantera besluten och utredningsarbetet? Det är ingen skillnad på det här jämfört med någonting annat. Det ska alltid finnas ett ordentligt och begripligt underlag för de beslut som fattas. Med den grad av transparens som vi har i Sverige har jag inte ens tänkt tanken att man bara skulle besluta någonting utan att motivera besluten. Men vi får se längre fram hur det blir. Det ska vara traditionell svensk förvaltningsmodell med så stor transparens som det över huvud taget är möjligt när det gäller att hantera detta.

När det gäller frågan om individuella aktörer och vad de säger har vi inte gjort någon enkät på Riksbanken och frågat folk varför de trodde att det skulle bli så bra när det sedan blev så dåligt, om jag nu överförenklar det hela. Det är som det brukar vara i sådana här sammanhang; det är av olika skäl. Vi ska komma ihåg att Sverige är ett av undantagen i

denna episod under 2000-talet. Vi talar inte om stora inhemska bekymmer; det är viktigt att säga. Vad vi hade att hantera var bekymmer i Baltikum och en del bekymmer på Island. Det gäller att hålla dessa bekymmer utanför landets gränser. Den övningen är alltså lite anorlunda.

Men det vanligaste är att många människor föreställer sig att världen ska bli på ett helt annat sätt än vad den sedan blir när alla agerar och reagerar samfällt. Nu tänker jag mer på den finansiella sektorn och när man inom den finansiella sektorn inte har skäl i de enskilda instituten att ta hänsyn till de externa effekter som man förorsakar ekonomin i sin helhet om allting går åt fel håll. Det är naturligtvis svårt att hantera detta.

Jag tycker att Klas har en poäng i det som han kom tillbaka till gång på gång i sitt anförande: att jag är tränad att titta på de stora aggregaten: bruttonationalprodukt, outputgap, inflationstakt, hushållens länestockar osv. Men när man sedan ska försöka hålla i sådant och organisera arbetet med denna typ av frågor är djävulen alltid i detaljerna.

Hubert Fromlet

Vi kanske har behov av en beteendevetare nu.

Stefan Ingves

Det skulle inte vara fel.

Laura Hartman

Stort tack för dagens möte, som därmed är avslutat! Trevlig sommar!