

Det penningpolitiska landskapet i en finansiell kris

Anders Björklund

Jag hälsar alla hjärtligt välkomna till kvällens möte med Nationalekonomiska Föreningen. Det är jättekul att se så många här. Om någon av er kan värva några medlemmar till oss inför kommande debatter framgår det av *Ekonomisk Debatt* att man ska kontakta vår sekreterare Anders Böhlmark. Vi får gärna bli ännu fler.

I kväll har vi den stora glädjen att ha riksbankschefen hos oss igen. När vi pratade om mötet sade han också att det var kul, för det var enda gången på året som han fick tala till punkt. Det ska han få göra.

Vi är också glada att som kommentator ha Gabriel Urwitz som knappast behöver någon presentation.

Stefan Ingves

Jag ska prata om det penningpolitiska landskapet i en finansiell kris. Jag ska försöka täcka in alla möjliga olika aspekter på penningpolitiken, eller egentligen i grunden vad man gör inom en centralbank under rådande omständigheter. Det finns många olika sätt att närma sig frågan och beskriva vad det handlar om och hur man kan se på det. Min förhoppning är att jag ska kunna ge någon känsla av detta. Givet namnet på församlingen har jag tagit mig friheten den här gången, fast man kanske inte ska göra det i tal, att stoppa in några matematiska formler, så ni får leva med det under föredragets gång.

Det penningpolitiska landskapet i en finansiell kris – i vilken ända ska man börja? Jag visar här en målning av

en konstnär som hette William Turner. Målningen heter *Snowstorm – Steamboat off a Harbour's Mouth*. Han använde en målningsteknik där han målar lager på lager. Då produceras så småningom en bild som är ganska diffus, där allt inte är så tydligt. Man kan naturligtvis ställa sig frågan vad det har att göra med en centralbanks verksamhet under rådande omständigheter.

Ett sätt att beskriva detta är att säga att det handlar om olika lager. Det handlar om olika landskap, olika aspekter på hanteringen av det som sker i det finansiella systemet under rådande omständigheter. Det är det jag ska prata om. Det är tre landskap jag tänker beröra här. Man kan naturligtvis sonderdela dem i fler om man så önskar.

Det första är det makroekonomiska landskapet. Vad är det då för makroekonomiska förhållanden vi pratar om? Varifrån kommer de och hur har de blivit till?

Det andra gäller det finansiella landskapet. Vad sker i den finansiella sektorn på olika håll i världen, och på vilket sätt har det påverkat inte minst en centralbank när man ska bedriva penningpolitik?

Den tredje är regleringslandskapet, dvs att under de närmaste åren kommer vi att gå igenom en lång och komplicerad diskussion om vad som blev fel i det tidigare och vilka regleringar som behövs framöver för att hantera detta. Vad ska vi ändra på så att man inte får samma bekymmer i framtiden?

Någonstans dyker en centralbank upp mitt i dessa landskap. Vi har två uppgifter. Den ena är inflationsmålet på 2 procent, att driva penningpolitik för att i den här miljön klara detta mål. Den andra är stabiliteten i betalningsväsendet, där det heter att vi ska verka för ett stabilt betalningsväsen. Då gäller det att i den här världen styra rätt där det råder förhållandevis stor osäkerhet,

NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2009-03-31

Sammanfattade av
Elisabeth Gustafsson

Ordförande:

Anders Björklund

Inledare: Stefan Ingves, riksbankschef

Kommentator:

Gabriel Urwitz, fil dr,

ordf Segulah Advisor

Övriga deltagare:

Jörgen Christensen,

Thomas Franzén,

Hubert Fromlet,

John Hassler,

Björn Kinberg,

Danne Nordling,

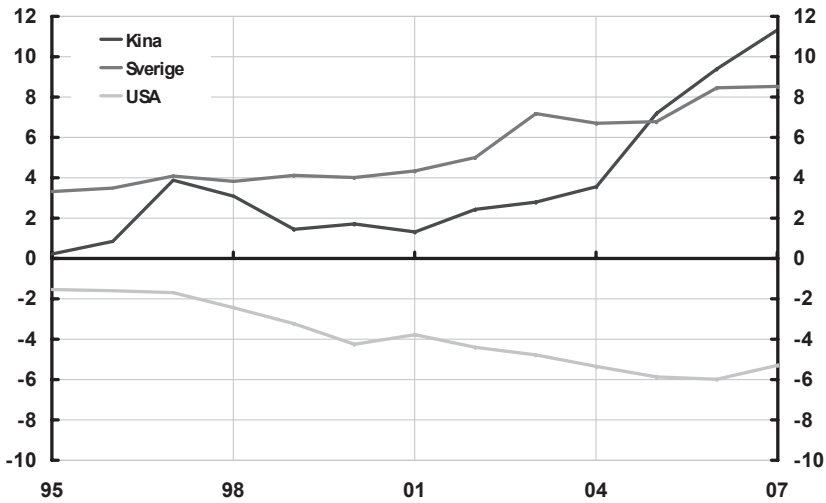
Hans Sjögren,

Hans Tson Söderström,

Jonas Vlachos

och Peter Wolodarski

Figur 1
Bytesbalans som
andel av BNP
(i procent)



Källa: IMF.

särskilt jämfört med hur det var tidigare. En och annan kanske drar sig till minnes hur det för tre-fyra år sedan skrevs artiklar som behandlade ämnet The Great Moderation. Det skedde på temat att vi hade uppnått konjunktorens nirvana och skulle ha en jämn och hög tillväxt i fortsättningen. Nu blev det inte så utan tvärtom och då har vi att hantera det efter bästa förmåga. Det handlar om att styra rätt i den här världen och jag ska prata om de olika aspekterna på detta och vad det betyder.

Låt mig först gå igenom bakgrunden och beskriva var allt kommer ifrån. Det här kan man fördjupa sig i länge i alla möjliga detaljer. Det kommer många att göra så småningom, så detta är ganska summariskt från min sida.

Många har pratat om de stora globala obalanserna och att de måste rätta till sig. Det var väldigt svårt att ha en uppfattning om när det skulle ske. Men att det skulle komma i någon form någon gång var klart. Det hade mycket att göra med stora bytesbalansöverskott inte minst i Kina, Japan och ett antal andra asiatiska länder. Ett antal av dem var med i krisen i Asien i slutet av 1990-talet

och i början av 2000-talet och valde att bygga upp mycket stora valutareserver. I och med det ackumulerade man valuta och dessa pengar skulle placeras någonstans. Ganska mycket var i dollar som vandrar tillbaka över Stilla havet. På så sätt kan man finansiera stora bytesbalansunderskott i väst, inte minst i USA och England.

Dessa stora kapitalflöden gör det möjligt att driva en expansiv penningpolitik och så länge det går runt i den form som det gjorde drivs också den allmänna räntenivån ned. Räntorna är i dag förhållandevis ganska låga i ett historiskt perspektiv.

Detta kan man beskriva på alla möjliga olika sätt, det här är bara ett sätt att fånga detta. Det är en ganska ovanlig bild. I början av 1990-talet pekade alla kurvorna fel. Figur 1 visar bytesbalansen som andel av BNP. Den mörkgrå kurvan är Sverige där det under hela den här perioden har varit bytesbalansöverskott, vilket är mycket ovanligt. Vi ser också hur oerhört snabbt det har gått för Kina och samtidigt ser vi varaktigt stora bytesbalansunderskottet på den amerikanska sidan. Allt detta skulle finansieras på ett



Figur 2
Kreditspreadar* för
företagsobligationer
i USA (i Räntepunk-
ter)

*Skillnaden mellan räntan på företagsobligationer och räntan på statsobligationer

Källa: Reuters

eller annat sätt under den här perioden.

Då inträffar det som vi har sett ännu en gång när det gäller det finansiella landskapet. Vi får en ökad skuldsättning och får låna mer och mer. Det leder till kraftigt ökade tillgångspriser och också till en period med extremt låga riskpremier, där alla möjliga typer av utlåning närmar sig staternas upplåningskostnader på ett eller annat sätt. Samtidigt går förpackningsteknologin vidare när det gäller finansiella instrument. Vi lär oss att värdepapperisera och skapa en lång rad andra nya instrument. En del av detta hamnar på ett eller annat sätt utanför bankernas balansräkningar. Men sedan vet vi och har lärt oss att en del av detta ändå kommer tillbaka till bankernas balansräkningar. Där man tänkte sig att detta var hållbart i den meningen att det var utanför bankernas balansräkningar, visade det sig i slutändan att det inte var riktigt så, utan det kommer tillbaka till bankerna på ett eller annat sätt.

Detta kan man åter beskriva på många olika sätt. Figur 2 visar skillnaden mellan olika typer av företagsobli-

gationer och statens upplåning. År 2006 och 2007 är det en ränteskillnad under 1 procent (100 räntepunkter) för obligationer och statens upplåning. Det är i ett historiskt perspektiv synnerligen ovanligt. Som figuren med all önskvärd tydlighet visar drar det i väg, inte minst högriskpapper får en extremt mycket högre ränta än tidigare.

Ytterligare en del av det finansiella landskapet är att detta samtidigt skapar en komplicerad struktur som är svår att se igenom. Det ser enormt olika ut i olika länder, så man kan inte säga att detta ser likadant ut överallt. Det beror i rätt stor utsträckning på hur avancerad och komplicerad finansiell sektor man har. Det betyder att i stora finansiella centra har man betydligt mer av detta än i små länder, där man har en ganska enkel finansiell sektor.

Det här är en konsekvens av att om man sysslar med finansiella instrument är detta ett slags allmän jämviktssystem i sig där det är cash marknad, de underliggande värdena, köpoptioner, säljoptioner, *features* och *forwards*. Alla dessa

instrument är beroende av varandra, så att man genom att kombinera några av dessa alltid kan skapa de andra. Det skapar ett system där det så småningom råder stor osäkerhet om var riskerna finns. Samtidigt skapar det en rädsla för hur det ser ut på de olika ställena. Då inträffar det som beskrivs så väl i den berömda artikeln "The Market for Lemons" från 1970 om bilars måndagsexemplar. Om det blir dimmigt, om det blir svårt, och det är det han fångar i sin artikel, att veta vem som är okej och vem som inte är okej, påverkar det alla marknadspriser omedelbart. Då är det många som vill avstå från att delta på de marknaderna och då får många banker svårt att finansiera sig.

Vi klarade oss i Sverige länge från detta, men någon gång förra hösten efter att Lehman Brothers föll ihop drogs också de svenska bankerna in. Sedan kan man säkert argumentera för om det var Lehman Brothers solfläckar eller om det var någonting annat som gjorde att det inträffade just då. Det är mycket som hängs upp just på Lehman Brothers, men det är naturligtvis under sådana perioder alltid svårt att veta vad det är som gör att plötsligt har alla samma åsikt om saker och ting. Och därmed stannar i det här fallet marknaderna av.

Ex post visade sig detta ha att göra med fundamentala misslyckanden i riskhantering. Bankernas incitament att hålla reda på kreditrisker försvann till en del i och med att man började förpacka lånen och sälja dem vidare, eftersom det gäller att förpacka dem så fort som möjligt och sälja vidare så fort som möjligt till någon annan. Då får några andra hålla reda på kreditriskerna i detta. Det visade sig att det var väldigt svårt, eller så gjorde man det inte.

Ratinginstitutens modeller var otillräckliga och kreditbetygen, visade det sig, tolkades fel i många sammanhang. Dessa institut kände sig komfortabla

med kreditbetygen och det sätt på vilket de beskrivs.

Sedan inträffar det som alltid inträffar under sådana perioder, dvs att korrelationerna underskattades. Man tror att någonting inte är interkorrelerat och sedan visar det sig att det var det i alla fall. Likviditetsriskerna underskattades och riskerna uppskattades fel som vi såg i figur 2 tidigare. Då inträffar det som brukar inträffa, dvs att marknaderna fungerar som sämst när man behöver dem som bäst, när man ska förhandla sig ur en position. Då är det svårt att göra detta. Det visade sig också att det fanns en del grundläggande brister i ägarstyrning, inte minst kommer man in på hur man ska rigga lönesystem och bonusar o dyl i en sådan värld där det går ganska fort att bygga upp en balansräkning men tar ett antal år innan man vet att den uppbyggnaden är långsiktigt hållbar. Om alla får ut pengarna på kort sikt är det någon annan som så småningom blir sittande med kostnaden.

På vissa håll i världen möjliggjorde regelverken alla möjliga typer av regelarbiter där för att investmentbankerna inte var reglerade som banker. Man hade handlat med kreditderivat, vilket inte riktigt är detsamma som att handla på en börs med en central motpart och ett clearinghus. Som jag påpekade tidigare, kunde bankerna expandera utanför sina balansräkningar. Det var för svagt fokus på likviditetsrisker och för liten koppling mellan tillsyn och makrofaktorer och det man kallar systemrisk. Det har till en del att göra med att de flesta tillsynsmyndigheter ägnar all sin tid åt att tillse enskilda banker och institut och se igenom deras balansräkningar. Ibland fungerar det väl, ibland mindre väl. Det fungerar mindre väl när alla risker går åt samma håll. Inte minst har det varit ett alltför stort nationellt fokus på tillsynen och den privata sektorn har sprungit i förväg när det gäller att etablera sig över gränserna. Det

har visat sig vara ganska svårhanterligt därför att i en värld där all tillsyn är nationell men där bankerna samtidigt har en betydande *cross border*-verksamhet blir det allt svårare att på den offentliga sidan hålla reda på vem som gör vad och hur det egentligen ser ut.

Detta leder till en situation där bankerna får svårt att finansiera sig själva, sköta sin upplåning, och det leder till massiva och ganska ovanliga myndighetsåtgärder på olika håll i världen. Det här har rullat igenom världsekonomin. Men alla har inte gjort samma sak samtidigt, utan det här har spritt sig från land till land. Det har varit fråga om att låna ut pengar på längre löptider från centralbankernas sida, i många fall mycket längre löptider än vad man normalt ger och att ta helt andra typer av säkerheter än de säkerheter man normalt har, att förse särskilda enskilda institut med likviditetsstöd på ett eller annat sätt: Lärobokens *lender of last resort* har testats ett antal gånger i alla möjliga former på olika håll i världen.

Det har skrivits avtal om lån i valuta mellan länder där det blev väldigt ont om dollar under en period och där ett antal centralbanker i världen blev ett slags brokers för Federal Reserve därför att det enda sättet att få tag i dollar i slutändan är att få dem från Federal Reserve eller om man råkar ha dem i valuta-reserv. Men de flesta hade inte tillräckligt mycket dollar, dvs så mycket som efterfrågades. Då blir det vi och en del andra centralbanker som deltar i al-lehanda arrangemang för att göra detta.

Det finns en utvidgad insättningsgaranti där man kämpar på alla möjliga håll i olika länder. Inte minst när det gäller *cross border*-frågor har insättargarantin varit ett stort bekymmer. Den grundläggande frågan är ganska enkel: En insättargaranti fungerar inte väl om det inte finns några pengar i den. I vissa fall har det varit så. Det finns olika pro-

gram för kapital- och insättarinjektioner i en lång rad länder. Inte minst finns kraftigt sänkta styrräntor. Det är vad som har hänt.

Då kan man säga så här: Hur fungerar penningpolitiken under normala omständigheter? Vi brukar prata om transmissionsmekanismer. Ett sätt är att beskriva det som en växellåda. Det har att göra med hur penningpolitiken fortplantar sig i ekonomin. Där brukar man prata om fyra olika kanaler eller sätt som det sker på. Det första är den skräntekanal-nalen. Om räntan går upp lönar det sig att spara och sätta in pengar på banken, eftersom man får bättre avkastning och det blir dyrare att emittera värdepapper.

Kreditkanalen har att göra med att en mycket stor del av utlåningen i världen fortsättningsvis sker via banksystemet och att man i stor utsträckning använder sig av fastigheter eller andra realtillgångar som säkerhet. Om efterfrågan stiger i ekonomin därför att räntepolitiken är sådan stiger också fastigheterna i värde. Man kan in-teckna dem och då är det lättare att inlåna i en bank. Det här sprider sig i systemet.

Sedan påverkar också växelkursen beroende på åt vilket håll den allmänna efterfrågan i ekonomin går. Inte minst spelar inflationsförväntningarna en roll eftersom de ju påverkar realräntan. I slutändan är det inte den nominella utan den reala räntan som är avgörande för vilken effekt penningpolitiken har på efterfrågan.

När de finansiella marknaderna inte fungerar som normalt, och det är det som har skett på senare år, blir transmissionsmekanismen mindre effektiv. För att referera till föregående figur är det ungefär som att hur man än gör när man är ute och kör har växeln fastnat i ettan. Man kommer inte ur. Då måste det hanteras på något sätt.

Här har Riksbanken två huvuduppgifter. Dessa är penningpolitik och

Figur 3
En centralbanks stiliserade balansräkning

Tillgångar	Skulder
Utländska tillgångar	Sedlar och mynt
Inhemska tillgångar	Inlåning från bankerna
Utlåning till bankerna	Eget kapital

finansiell stabilitet. Under normala omständigheter är det i de flesta situationer separata verktyg som kanske många gånger inte har så mycket med varandra att göra. Penningpolitik, såsom vi har valt att skapa det system vi har i Sverige i dag, handlar i allt väsentligt om att sätta priset på pengarna, styrräntan, och finansiell stabilitet handlar om att prata med bankerna om vad vi tror eller beskriva vad vi ser i det finansiella systemet och vilka riskerna är och att låna ut pengar, tillföra likviditet, om det krävs.

Under de omständigheter som funnits flyter detta nu ihop på ett helt annat sätt än tidigare, då dessa kommer närmare varandra. Ett försök att illustrera detta från min sida är den här formeln

$$i_t^{lending} = i_t + m(c_t, \dots),$$

där $i_t^{lending}$ är låneräntan i ekonomin som passerar banksystemet på ett eller annat sätt. Vi ser i_t , den penningpolitiska trappan för räntan. Sedan har vi någonting som är bankernas upplåningskostnad, en räntemarginal av något slag inklusive kapitaltäckning, jag återkommer till det längre fram.

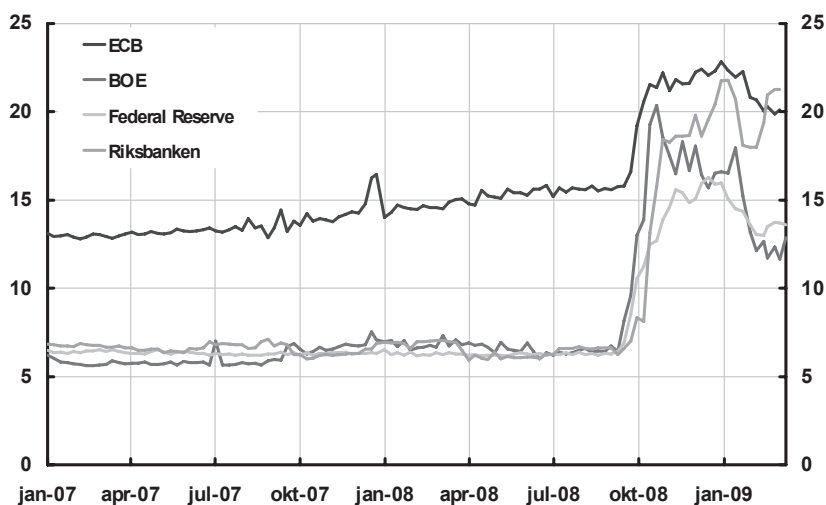
Normalt är det just detta man tittar på, m antar man är konstant. Då fungerar transmissionsmekanismen som den ska. Men om den plötsligt inte är det längre utan rör sig antingen åt alla möjliga håll eller åt ett helt annat håll än vad räntan rör sig, blir effekten på ekonomin och den allmänna efterfrågan inte alls den man har tänkt sig när man utövar penningpolitik. Vare sig man vill eller inte dras man som centralbank in i ett skeende där man får fundera mer på vad

detta är och hur man ska hantera den delen utöver den penningpolitiskt styrda räntan.

Vi kommer då till penningpolitik i en finansiell kris och vad som har skett. Vi vet att räntorna är nära noll i många länder. När den traditionella penningpolitiken inte längre får den effekt man önskat sig får man söka nya vägar. När verktygen inte är sådana som man känner dem, inte är lika effektiva som under normala omständigheter, får man fundera i nya banor. Då kommer man in på okonventionella metoder, som de beskrivs. Det är då olika sätt att få de finansiella marknaderna att fungera bättre, det är egentligen i grunden detta det handlar om, att få ned räntemarginalen eller att göra så att det över huvud taget går att låna pengar på vissa marknader. Det går ut på att förbättra kreditförsörjningen. Det är ytterst vad det handlar om.

Hur gör man det? Det kan man beskriva på en rad olika sätt. Det här är en stiliserad balansräkning för en centralbank (figur 3) vilken som helst, men den fungerar bra för Riksbankens del också. På tillgångssidan har vi en valutareserv, vi har inhemska tillgångar, och vi har utlåning till bankerna. På skuldsidan har vi sedlar och mynt, inlåning från bankerna och eget kapital.

När man pratar om okonventionell penningpolitik handlar det nästan alltid antingen om att köpa inhemska tillgångar, t ex obligationer av något slag, eller att öka utlåningen till bankerna t ex med säkerhet i bostadsobligationer. Varje gång man gör det skapar man nya pengar i systemet. Det är det som är



Figur 4
Centralbankers
balansomslutning (i
procent av BNP)

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, SCB samt respektive centralbank.

skillnaden mellan en centralbank och en annan bank. Om vi lånar ut ytterligare 100 miljarder till bankerna kommer bankerna inte att ha pengarna i madrasen, utan pengarna kommer tillbaka i form av inlåning från bankerna. Det är det som gör att vår balansräkning växer när man ägnar sig åt den här verksamheten.

Skillnaden mellan en centralbank och andra banker är att så länge man sysslar med den egna valutan kan balansräkningen både växa och krympa på det sätt som man finner lämpligt vid varje tid. Om det är någon annans valuta är det en helt annan fråga. Vi kan inte skapa någonting annat än svenska kronor. Andra pengar måste komma från annat håll och då får vi låna.

Låt oss titta på vad olika centralbanker har gjort, stoppa in Riksbanken här och jämföra i förhållande till BNP. Var befinner vi oss jämfört med andra länder? (figur 4). Vi ser att det gick bra ett bra tag och sedan drar det i väg väldigt fort och högt uppåt. Det tog ett tag innan vi hamnade i att hantera detta, medan

ECBs åtaganden, den svarta linjen, sakta stiger. Men sedan, när vi väl drogs in i detta, drogs vi, mätt i andel av BNP, in i lika stor skala som de andra. Det är måhända en konsekvens av att vi har en betydande finansiell sektor i detta land och då blir det så.

Figur 5 visar hur vår balansräkning ut den 30 juni 2008, dvs före Lehman Brothers fall. Omfattningen är 192 miljarder. Vi behöver inte fördjupa oss så mycket i detta. Lägg märke till att utlåningen till den svenska banksektorn är 4 miljarder. Det är i det här sammanhanget en mycket liten summa. Det har att göra med att hela det penningpolitiska styrsystemet i Sverige är skapat för att vara ett minimalistiskt system där det är marginaltransaktionen som sätter räntan i systemet. Det är en föreläsning i sig att gå igenom det, så jag ska inte fördjupa mig ytterligare i det. Det andra är att skulden till Federal Reserve i USA är noll och eget kapital är 59 miljarder.

Om vi tittar på hur det ser ut den 31 december 2008 i figur 6, ser vi att vi har lånat ut 196 miljarder i dollar och vi har

Figur 5
Riksbankens balans-
räkning 30 juni 2008
(före Lehman
Brothers)

Tillgångar		Skulder	
Guld	26	Sedlar & mynt	108
Valutareserv	158	Finjustering	0
Utlåning USD	0	Riksbankscertifikat	0
Utlåning SEK	4	Skulder till Fed	0
Övrigt	4	Eget kapital	59
		Övrigt	25
TOTALT	192	TOTALT	192

en skuld som är upplåning från Federal Reserve på 189 miljarder. Det har alltså skett en mycket betydande balansräkningsexpansion i dollar. Den andra aspekten är att den utlåning som var 4 miljarder har gått från 4 till 262 miljarder. Det innebär att balansomslutningen är 700 miljarder, så det har gått från 200 till 700 under en ganska kort tidsperiod. Men vi ser också att eftersom det här är nya färska pengar som går ut i systemet kommer samma summa tillbaka i form av finjusteringsfaciliteter och riksbankscertifikat. Samma summor har vi dragit in på ett eller annat sätt under den här tiden. Det är just den här balansräkningsexpansionen som jag pratar om. Så här är det i de flesta andra länder, låt vara att de har annorlunda styrsystem, men i grunden är det detta det handlar om på ett eller annat sätt.

Vad händer i fråga om penningpolitiska åtgärder i den här världen? Bankernas tillgång på betalningsmedel ökar. Det innebär att den monetära basen, dvs det som är bankernas reserver i Riksbanken, inlåning i Riksbanken, plus utestående sedlar och mynt ökar. I det här fallet är det så att både Federal Reserve och Bank of England har gått ett steg längre än Riksbanken har gjort. Vi har bara lånat ut till banker, men de har också köpt olika typer av inhemska finansiella tillgångar, så de har kommit ett steg längre i den här processen. Den monetära basen i Sverige är ungefär 100 miljarder, den

rör sig inte särskilt mycket, utan den är förhållandevis stabil. Men det är de finjusterande transaktionerna, indragningen och emissioner av riksbankscertifikat som drar upp den monetära basen till omkring 300 miljarder. Det innebär en ökning med tre gånger för att få upp det hela ungefär på det sätt som det ser ut för närvarande. Det är en extrem förändring av den monetära basen under mycket, mycket kort tid.

Detta har också i en rad olika länder lett till en diskussion om hur man ska definiera detta. Vad är det för något? Det kan man beskriva på en lång rad olika sätt. Ett sätt är att kalla det för *credit easing*. Federal Reserve har köpt olika typer av finansiella tillgångar. Lån med bilfinansiering som säkerhet är ett exempel. Det syftar till att minska räntemarginalerna och det underlättar för företag och hushåll att få tillgång till krediter. Ett sätt att beskriva detta är att säga att man har haft fokus på balansräkningens tillgångssida. Sedan får man samma effekt på skuldsidan också, men den får man så att säga på köpet.

Den andra varianten är det som kallas för *quantitative easing*. Det är när Bank of England t ex köper statspapper. Där är det mer fokus på skuldsidan i balansräkningen, för då är det egentligen den monetära basen och bankernas tillgång på betalningsmedel som är det avgörande. Man har hållit på med sådant länge och vid det här laget är det lite spän-

Tillgångar		Skulder	
Guld	30	Sedlar & mynt	112
Valutareserv	200	Finjustering	207
Utlåning USD	196	Riksbankscertifikat	49
Utlåning SEK	262	Skulder till Fed	189
Övrigt	7	Eget kapital	59
		Övrigt	84
TOTALT	700	TOTALT	700

Figur 6
Riksbankens balans-
räkning 31 december
2008 (efter Lehman
Brothers)

nande på så sätt att sådant sysslade man med när jag började i branschen. Sedan försvann det därför att man började fundera på det i helt andra termer. Det har att göra med att vi på flera nivåer hela tiden har fokuserat på priset på pengar. Men nu, när priset är lågt, hamnar man i en värld där det återigen blir fokus på kvantiteten på pengarna. Då hoppar vi och rör oss mellan de här båda världarna. Om man har hållit på länge har man sett sådant tidigare, men om man är ganska ny i branschen är hela det här sättet att hantera frågorna någonting som är nytt men som man samtidigt kanske kan läsa om i en eller annan historiebok.

Vad som också spelar roll i hur det här kommer att se ut – för det ser inte ut på ett identiskt sätt mellan olika länder – är vilken struktur man har på kreditmarknaden och vilka bekymmer man har i respektive land när det gäller att hantera de här frågorna. I vissa länder går nästan all utlåning via banksektorn. I andra länder går en mycket stor del av utlåningen via värdepapperisering. Då blir behovet av åtgärder ganska olika beroende på hur det ser ut.

Varför gör man då detta? Ett sätt att beskriva det – och det är verkligen att för enkla något alldeles enormt – är att titta på den gamla kvantitetsekvation som säger att penningmängden gånger omloppshastigheten är värdet på BNP i monetära termer. Vad som sker helt plötsligt under en sådan oro som den vi nu

har haft är att alla helt plötsligt bestämmer sig för att hålla mer kontanter, mer inlåning i bankerna eller, från bankernas sida, mer inlåning i centralbankerna. Det betyder att omloppshastigheten faller. Om man ska kompensera för det för att helst vara kvar på ruta ett betyder det att i den takt omloppshastigheten faller måste man i motsvarande mån öka penningmängden. Man hoppas då att dessa ska ta ut varandra så att nominell BNP är på den nivå den var tidigare. Sedan är det en oändlig massa teknik under ytan när det gäller att hantera detta. Detta är ett av de mer aggregerade sätten att beskriva detta på.

För närvarande används dessa metoder, *quantitative* eller *credit easing*, under speciella omständigheter. Det är nytt för de flesta centralbanker i dagsläget. Hur det egentligen fungerar eller inte fungerar får vi väl se framöver. Det kan nog vara klokt med ett visst mått av ödmjukhet när det gäller att pröva sig fram med de olika metoderna och se vad som ger ett gott resultat och vad som i slutändan ger ett mindre gott resultat.

Då inställer sig naturligtvis frågan: Men Sverige, då? Är det här någonting som vi ska arbeta med i Sverige? Vi lånar redan ut betydande summor, men de summorna går hela tiden via banksystemet. Det är så vi har bedömt läget när det gäller vad vi har ansett oss behöva göra. Svaret är ungefär: Det vet vi inte ännu. Inflationsförväntningarna,

inflationens målen och trovärdigheten är komponenter som är viktiga här. Med inflationsförväntningar kring 2 procent betyder det att man under rådande omständigheter ser framför sig en realränta som är mycket, mycket låg eller negativ. Det spär på den allmänna efterfrågan i ekonomin och det bör verka på ett sådant sätt att inflationsmålet på sikt nås.

I det här fallet hävdar vi att vårt penningpolitiska ramverk är en styrka. Det går ganska lätt, hoppas jag att ni tycker, att prata om hur det fungerar i Sverige. Men därutöver gör vi vad som behövs när det behövs, för det här är omständigheter som är alldeles annorlunda jämfört med normala omständigheter. Det är någonting som vi har att hantera efter bästa förmåga.

Låt mig då från detta, som är dagsläget, gå vidare lite och resonera något om hur man förhindrar sådana kriser i framtiden. En fråga som har diskuterats mycket på senare år och som säkert kommer tillbaka igen är en svår och viktig fråga som är knölig att hantera. Det är svårt att komma till en generell slutsats. Det handlar om ifall man ska spräcka bubblor med räntepolitik. Är räntan enbart till för inflationsmål och ingenting annat, eller finns det faktiskt tillfällen när man av olika skäl kan tycka att det är rimligt att höja räntan något därför att man tycker att det går för fort i någon del av ekonomin?

Jag tror att på ett eller annat sätt kommer kraftiga ökningarna i tillgångspriserna att påverka penningpolitiken i framtiden. Hur man tekniskt åstadkommer detta och hur man gör är en helt öppen fråga. Jag har fördjupat mig lite i detta i andra sammanhang, men det är alldeles för tidigt att uttala sig om hur man verkligen sätter siffror på detta, mäter det och gör det på ett bra sätt.

Samtidigt är det sannolikt viktigt, och viktigare, att ha lämpliga regler och tillsynsarrangemang för finansiella före-

tag av olika slag. Räntan räcker inte till allt. Om man har en hammare och ska slå i två spikar är det svårt att göra det samtidigt. Därför behöver man också någonting annat. Då kommer vi till tillsynsarrangemang. På nationell nivå är det viktigt med samordning mellan Riksbanken och Finansinspektionen. Inte minst under rådande omständigheter glider ju frågorna ihop. Det finns ett exempel, som inte finns med i mitt skrivna tal, där man verkligen ser hur de här sakerna glider ihop: I exemplet Carnegie är det så att Riksbanken lånar ut, Finansinspektionen drar in tillståndet och Carnegie skickas vidare till Riksgäldskontoret. Det innebär att det finns ett antal olika myndigheter som är indragna och inblandade i sådana sammanhang och som måste klura ut vem som spelar vilken roll på vilket sätt.

På internationell nivå, inte minst på europeisk nivå, har vi de Larosièregruppen som kommit med ett förslag alldeles nyligen. Där föreslår man ett European Systemic Risk Council som ska övervaka systemriskerna. Det är en öppen fråga vad som kommer ut av det här. Det är en stor diskussion som kommer att föras under de närmaste sex till tolv månaderna. Det är ett steg i rätt riktning, men det är inte en dag för tidigt. Svårigheterna på tillsynsområdet har varit kända mycket länge, men så här långt har ingen velat avstå nationell suveränitet inom området för att åstadkomma något bättre än det vi har i dag.

Hur förhindrar vi kriser i framtiden? Låt mig börja på 1800-talet. Knut Wicksell sade ungefär så här: Om priserna stiger – symboliserat av inflationen på den figur jag visar här – ska räntan upp. Det var ett sätt att starta den diskussionen. Detta resonerade han omkring för 111 år sedan i Nationalekonomiska Föreningen, så intet nytt under solen! Detta utvecklades så småningom till vad man kallar en taylorregel för penningpolitik

som säger att den penningpolitiska räntan är inflationstakten plus realräntan plus avvikelserna i inflationstakt från inflationsmålet plus avvikelserna i produktion och tillväxt mätt på ett eller annat sätt – här i BNP – från en normal tillväxt:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + \beta_\pi(\pi_t - \pi^*) + \beta_y(Y_t - \bar{Y})$$

Det här påverkar räntesättningen och är ett sätt att beskriva hur man kan resonera om räntor.

Man kan gå ytterligare ett steg vidare och ställa sig frågan: Om penningpolitiken är riggad kring det här med avvikelser från ett mål – kan man då leka med tanken att använda det synsättet också inom den finansiella sektorn? Kan man använda det synsättet för att resonera om hur kapitaltäckningen i en bank bör se ut så att man inte får krascherna och bubblorna i onödan? Från min sida är det här bara ett litet tankeexperiment där jag har kostat på mig att ganska fritt skriva ned det hela:

$$c_t = c + \alpha_L(L_t - L^*) + \alpha_Y(Y_t - \bar{Y})$$

Ni ser att det är ett slags taylorregel för kapitaltäckning. Man kan säga att det ni ser här är normalkapitaltäckningen i en bank. Detta är normalutlåningen i en bank. Om det går fortare än så därför att L_t är mycket större så ska kapitaltäckningen upp. Samtidigt är det svårt att mäta detta enbart i relation till utlåningen, så låt oss också mäta det i relation till den allmänna ekonomiska aktiviteten. Då stoppar vi in samma BNP-utvecklingsfaktor som vi hade i den tidigare ekvationen som beskrev hur man sätter räntor i en taylormodell. Då ser ni att det börjar likna något som vi känner igen från annat håll. Den empiriska frågan de närmaste åren kommer då att vara: Är det möjligt att göra någonting sådant?

Lägg också märke till att den här variabeln inte är bankspecifik. Det är i stället systemet i sin helhet, där alla sådana regler ofta har handlat om enskilda ban-

ker och hur man ska se på dessa. Det här är i stället också någonting som försöker fånga den allmänna makrorisken.

Om man skriver ihop det hela ser man att c_t , som är kapitaltäckningen, är en faktor som har med räntemarginalen att göra på ett eller annat sätt. Det betyder att man har knutit ihop länken mellan penningpolitik och finansiell stabilitet, dvs det jag började prata om för ett bra tag sedan.

Det är precis sådant jag tror att det kommer att handla om i framtiden när man diskuterar hur vi ska bygga sådana system. Helt utanför vad som står i talet kan man också säga så här, vilket vore en fantastisk kul forskningsuppgift om man ägnar sig åt sådant: Varje tillsynsregel, om den är bindande, motsvaras på något sätt av en skugggränta. Det kan man påstå. Annars är inte regeln bindande. Om man ser det på det sättet innebär det att också tillsyn och penningpolitik börjar hänga ihop – på ett diffust sätt och på ett sätt som kräver mycket tankemöda och framtida forskning. Man måste fundera på detta. Det kommer att spela mycket stor roll vilket institutionellt upplägg man har när det gäller vem som ska bestämma tillsynsreglerna och varför. Det är en kul forskningsuppgift i sig, men tiden medger inte att jag fördjupar mig i detta i afton. Det finns ändå mycket under ytan som är spännande.

Det som gäller den finansiella krisen är absolut ingenting nytt. Nu sker den nästan på global nivå, vilket är ett bekymmer i sig, men de enskilda delarna hittar vi tidigare. Omfattningen och komplexiteten gör det svårare att hantera krisen den här gången. Det som är oroande, utöver mycket annat som jag har pratat om, är den avglobalisering som sker i krisens spår. Tänk på att pengar också är en vara – en vara som handlas med globalt! Det intressanta och spännande med pengar som vara är att det är den vara som enklast kan användas för

att översättas till andra varor. Om man avglobaliserar det globala finansiella systemet kommer det inte att ske utan stora samhällsekonomiska kostnader. Det innebär nämligen att allt sparande och sparandöverskott på något sätt då ska backa in hem i den egna ekonomin. Det kommer att vara en lång och bekymmersam process, så det är viktigt att man på global nivå kan vända det som nu sker. Vi måste också hitta redskap för en mer balanserad utveckling i framtiden och det är ett bekymmer att hitta sådana redskap.

Hur får man då förtroendet att återvända? Det kan göras på en rad olika sätt. Man kan välja många olika språkliga lokutioner för att beskriva detta. Men alla problem måste fram i dagsljuset. Annars löser man inte Åkerlöfs citronproblem. Om man inte löser problemet med vilken bank som är citron och vilken som är okej finns osäkerheten kvar i en eller annan form. Så länge det tillståndet råder blir det det allmänna i form av centralbanken eller någon annan som tvingas gå emellan och tillhandahålla likviditet. När man ser måtten på förlusterna kan man vända detta, men det är en svårare process än den under 1990-talet eftersom detta finns överallt i världen. 1990-talets kris var i allt väsentligt hemmagjord. Den här gången bör man helst koordinera detta globalt. Sedan får man mala sig igenom de dåliga portföljerna. Det är inget litet uppdrag att göra det, särskilt inte om man ska göra det på ett transparent sätt och ta reda på hur det förhåller sig.

Under tiden står Riksbanken beredd att göra det som behövs från vår sida när det gäller att under de här omständigheterna dels hantera penningpolitiken med vårt inflationsmål på 2 procent, dels göra det som ankommer på oss när det gäller att hantera den finansiella stabiliteten. För närvarande innebär det två saker: Vi måste fundera över finan-

siell stabilitet i största allmänhet och vi måste via vår balansräkning hantera den omfattande utlåning som nu sker.

Anders Björklund

Tack, Stefan, för en suverän uppläggning!

Gabriel Urwitz

Normalt brukar det ju vara någon form av opponent till huvudtalaren, men det kanske är litet övermaga att vara opponent till det här. Det är inte så mycket att opponera mot. Det jag tänker göra i stället är att lämna en del kommentarer och randanmärkningar och komplettera Stefans framställning lite. I något fall kanske jag har en något annan infallsvinkel än den Stefan har.

Stefan går först igenom bakgrunden till krisen. Där har jag egentligen inga andra synpunkter än dem du för fram, Stefan. Jag kommer att tala lite mer om ett par saker och utveckla dem lite mer. Det är procykliska kapitaltäckningsregler och några brister i regleringssystemet.

Man kan konstatera att det finns en fråga som kommer att få stor betydelse och som vi talar väldigt lite om för närvarande. Vi kan nog ha ett eget seminarium om detta. Det är en stor och viktig fråga: Hur ska man som ägare och styrelse i stora finansiella institutioner hantera *corporate governance*-frågor? Men jag lämnar detta därhän just nu.

Jag tycker att det är viktigt att konstatera något som Stefan inte berör men som du möjligtvis kan kommentera senare. Många av de här problemen har funnits under väldigt lång tid. Detta har inte kommit plötsligt. Jag vill ta upp några saker. Den globala obalansen, för det första, har länge funnits t ex mellan USA och Kina. Det gäller också andra globala obalanser. Vi har också jakten på avkastning och ändrad affärsmodell. Vi har haft en tid av hög tillväxt och låga räntor. Även detta har funnits un-

der lång tid. Det är inte något som kom under ett år, utan det har pågått under väldigt lång tid. Det handlar om ”superkonjunktur” och allt vad vi har talat om.

Nu talar jag inte specifikt om Sverige, utan det här är mer en generell kommentar. Det berör i stor utsträckning amerikanska banker och till viss del även en del kontinentaleuropeiska och engelska banker. De har ändrat sin affärsmodell, vilket också har pågått under lång tid. Det har egentligen kunnat observeras av både centralbanker och tillsynsmyndigheter och möjligtvis också av aktieägare.

Det handlar också om brist på transparens. Vi hade Long Term Capital Management, om ni kommer ihåg det. Det har man nästan glömt bort, men det var faktiskt 1998. Då fanns det en diskussion om brist på transparens just när det gäller hedgefonder m m. Sedan hände ingenting i transparensfrågan och detta är nu tio år sedan.

Det är ju alltid lätt när man har facit, men jag tror att vi alla har varit medvetna om att det har funnits brister i regleringssystemet. Jag listar några saker som jag ändå tycker att vi alla möjligtvis borde ha reagerat på. Det ena är att bankernas tradingportföljer såvitt jag vet har krävt väsentligt lägre kapitaltäckning än om tillgångarna hade funnits i en annan del av banken. Det har lett till att bankerna har utvecklat en nästan hedgefondliknande verksamhet med extrem skuldsättning. Nu talar jag inte så mycket om svenska banker, men rent generellt ser vi att många storbanker har utvecklat en fantastisk tradingverksamhet med jättevolymer och extrem skuldsättning.

Det har även funnits problem på ett annat stort område. Det är mycket som är bra med Baselreglerna, men det har funnits en del problem. Det är en riskvägd kapitaltäckning som Baselreglerna bygger på. Detta har lett till att tillgångar, där man trott att risken är mycket låg,

har haft en mycket stor exponering. Sedan har det visat sig att tillgångarna inte alls var så riskfria. Då har man kanske haft 50 gånger skuldsättning och allt har kollapsat. Jag spetsar till det lite grann nu, men detta är i princip de problem som har funnits. Bubblor inom olika tillgångsslag har kunnat observeras, men ingen centralbank eller reglerande myndighet har dragit rätt slutsats. Jag ska komma tillbaka till den frågan. Stefan tar upp frågan om huruvida räntevapnet ska användas för detta.

Jag tycker att vi har haft alltför svagt fokus på tre frågor. Den första är *total skuldsättning i finansiella institutioner*. Vi har varit väldigt fokuserade på den riskvägda skuldsättningen. Då har det sett jättebra ut. Men då har vi faktiskt glömt bort att det finns något som heter absolut skuldsättning.

Den andra är frågan om *maturity mismatch* – ursäkta min svengelska! Banker sysslar med det; man lånar ut långt och lånar upp kort. Men vi har inte riktigt haft fokus på det tillsammans med likviditetsfrågor.

Den tredje är att vi på något sätt inte heller riktigt har haft fokus på *tillväxt*. Man kan ju fråga sig varför det svenska banksystemet tillåts bli 3-3,5 gånger BNP, Schweiz 10 gånger eller Englands 5 gånger? Jag kan inte de exakta siffrorna, för jag har inte tillgång till så god statistik som Stefan har. Borde inte någon ha reagerat på detta? Det är en sidofråga som vi kan ställa till Stefan. Du kanske inte kan svara på den, så jag borde inte ens fråga. Men jag kan ha en egen synpunkt. Möjligtvis är Sveriges risk större än Schweiz och Englands. England är ett globalt finanscentrum. USA och euroländerna kan inte tillåta att England kraschar. Schweiz har sådana stora och internationella banker att ingen i världen kan tillåta dem att gå under. De stora internationella bankerna i USA och England kommer att hjälpa till. Men

om en svensk storbank går under är det väl ingen jäkel som bryr sig. Möjligtvis är vår risk större totalt sett. Det kan bli ungefär som med Island – lite provokativt uttryckt.

Vi är alla en del av detta – jag lika mycket som någon annan. Vi har inte varit tillräckligt observanta. Jag tycker att det är viktigt att konstatera att många av de här bristerna har funnits under ganska lång tid. Man måste fråga sig varför vi inte har reagerat. Vi har haft ett antal kriser och det har sett ut som om vi har kunnat hantera dem bra i världsekonomin. Först var det Long Term Capital Management. Den klarade man av. Sedan var det IT-bubblan som brast 2000. Vi har haft Asienkriser, Rysslandkriser etc. Allt detta hanterade världsekonomin på ett bra sätt. Vi har oljepriser som har gått upp från 20–30 dollar till 140–150 dollar per barrel etc. Det hantade vi. Relativprisförändringarna hanterades bra. Ekonomierna och det finansiella systemet har varit så robusta att vi möjligtvis har blivit avtrubbade av att vi tycker att vi har hanterat en rad kriser på ett bra sätt. Världsekonomierna och det finansiella systemet har klarat av det. Möjligtvis finns här en del av förklaringen till att vi inte har reagerat på de brister som vi ändå till viss del varit medvetna om.

Stefan ägnar med rätta en stor del av sitt anförande åt samspelet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet och frågan "Hur förhindrar vi kriser i framtiden"? Jag vill lämna några kommentarer till det som Stefan tar upp, framför allt inriktade på frågan om finansiell stabilitet.

Först kan vi konstatera att det finansiella systemet har vuxit i relativ betydelse. Jag har inte detaljerade siffror, men jag tror att vi kan säga att det finansiella systemet har vuxit väldigt kraftigt i förhållande till den reala ekonomin. Detta tillsammans med globali-

seringen har gjort att problem inom den finansiella sektorn i dag får väsentligt större realekonomiska konsekvenser än tidigare. Stefan nickar, så han delar uppenbarligen den synen.

Det finns en fråga som Stefan inte tar upp annat än möjligtvis indirekt. Det är frågan om att mycket av finansiell lagstiftning och reglering hänger ihop med frågan om vad som är systemviktigt. Lagstiftning och reglering har med rätta motiverats med att samhället måste hantera de negativa externaliteterna på betalningssystemet om en bank går i konkurs. Det är grunden för mycket av banklagstiftningen. Med andra ord har man velat skydda det som är "systemviktigt" med avseende på betalningssystemet. Här har vi haft en uppfattning, tror jag, att gränslinjen är väldigt tydlig mellan vad som är systemviktigt och vad som inte är det.

Dagens kris visar två saker. Det vore intressant att höra om du möjligtvis har en kommentar till detta. För det första är det inte bara institutioner som är systemviktiga. Även marknader är i högsta grad systemviktiga. För det andra är det inte en statisk fråga vad som är systemviktigt, utan en dynamisk fråga. Normalt skulle kanske inte Carnegie vara systemviktigt och nästa sekund blir Carnegie det etc. Det vore intressant att höra hur Stefan ser på det, för det är en svår fråga att hantera dynamiken i vad som är systemviktigt.

En annan fråga som du tar upp är räntepolitiken. Den diskuteras världen över, som du sade. Ska centralbanker i sin räntepolitik endast fungera som nu, dvs ha inflationen i konsumentpriserna som mål eller ska de ha ett vidare mandat när det gäller olika tillgångsprisers utveckling? Det enkla svaret är att centralbanker måste ha uppsyn inte bara på snäv inflation utan även på andra tillgångspriser. Det mer sanna svaret, vilket Stefan är inne på, är att detta inte är nå-

gon enkel fråga med ett enkelt svar. Det är inte alls mitt område. Det var väldigt länge sedan jag jobbade med allmänna jämviktsmodeller. Men min uppfattning är att alla makromodeller är extremt svaga när det gäller kopplingen till det finansiella systemet. Normalt finns det inga pengar i allmänna jämviktsmodeller. Det faller liksom bort. Här tror jag att det finns väldigt mycket att göra. Det finns ju många duktiga teoretiker och forskare här i kväll. Det finns mycket att göra i teori och utvecklingar när det gäller detta. Vi har nämligen ganska bristfällig sakkunskap om hur det ska hanteras. Man kan säga: Jo, vi ska hantera bubbler! Men exakt hur och vilka effekter de får tror jag att vi vet ganska lite om. Här är ett område som behöver utvecklas.

Stefan tar på ett pedagogiskt sätt upp att penningpolitik och finansiell stabilitet hänger ihop. Du går igenom det med olika enkla modeller och visar det på ett bra sätt, tycker jag. Jag skulle bara vilja lämna några ytterligare kommentarer. Det som kortfattat åstadkommer riskerna i det finansiella systemet är den totala skuldsättningen, *maturity mismatch* och tillväxt. Det är i dessa tre frågor som tillsyn och reglering måste ha sitt huvudfokus, enligt min uppfattning.

När det gäller skuldsättningen måste kapitaltäckningsreglerna ändras, dels så att bankernas tradingportföljer hanteras på ett helt annorlunda sätt, dels därför att vi i dag har kapitaltäckningsregler som är ganska procykliska. Detta ihop med den sk *fair value*-värderingen skapar för närvarande väldigt stora problem. *Fair value*-värdering är marknadsvärdering – *market to market*.

Vad händer? Allt ser jättebra ut och kurser går upp. Då ska jag omgående göra en marknadsvärdering. Det innebär att jag får pappersvinster som ökar mitt eget kapital som gör att jag kan expandera ännu kraftigare och ta ännu mer risker

i goda tider. Det är en väldigt procyklisk kvalitet i det.

Sedan kollapsar detta och då ska jag göra en *fair value*-värdering den 31 december 2008 på alla mina tillgångar. Det finns inga marknadspriser; det finns ingenting. Då ska jag sälja ännu mer, för jag har ingenting kvar. Jag spetsar till det, men vi har i dag kapitaltäckningsregler som är väldigt procykliska och det är olyckligt. Du introducerar taylorregeln. Det är ett sätt att försöka lösa detta och göra dem mer anticykliska. Det är en av huvudfrågorna. Spanien har hanterat det på ett visst sätt. Sannolikt är det någonting enligt din modell. Dock krävs någon form av koppling till den enskilda finansiella institutionen. Det räcker inte bara att ha en bransch eller sektor kapitaltäckt. Jag tror att det absolut är ett huvudtema för framtiden.

Ihop med detta måste det finnas någon form av absolut tak för skuldsättning. En finansiell institution som kan bli systemviktig kan inte tillåtas bygga upp hur mycket skulder som helst.

Sedan har vi *maturity mismatch*. En av de viktigaste samhällsekonomiska funktioner som en bank sysslar med är det som kallas för *maturity transformation*, dvs låna ut långt och låna upp kort. Det har bankerna sysslat med väldigt länge. Ett problem som har uppstått beror på det vi kallar *securisation* eller värdepapperisering. Då uppstår det vi kallar för skuggbanker, dvs att transformeringen av löptiden har flyttat ut från bankerna till andra institutioner till vänster och höger. Det skapar faktiskt problem, för då dyker frågan upp vad som är systemviktigt eller inte. Plötsligt blir penningmarknadsfonder systemviktiga. De trodde vi absolut inte var systemviktiga. De kom till just därför att de skulle vara utanför det som är systemviktigt. Så plötsligt måste Fed i USA rädda dem också.

Just den här frågan om *maturity mismatch*, utflyttning till andra icke-bank-

institutioner, är också en åtgärd som det skulle vara intressant att höra om du har en kommentar till. Jag tror att det är en svår fråga, men den måste på något sätt åtgärdas.

Sedan har vi frågan om tillväxt. Vi har kunnat se att den finansiella världen innehåller en enorm innovationskraft. Många av oss, inklusive jag själv, har nog haft uppfattningen att marknaden kommer att tala om vilka av de finansiella innovationerna som är meningsfulla och inte. Jag har nog fortfarande i grunden den uppfattningen, men jag ser ett problem från regleringshåll. Många av de finansiella innovationerna är ofullständiga och skapar nya problem för såväl centralbanker som tillsynsmyndigheter.

Min slutsats är att det krävs en väsentligt större och noggrannare process när det gäller övervakning av nya produkter, institutioner och marknader än vad vi hittills har haft. Ett exempel är t ex OTC-marknaden för derivat, ingen central clearing – det finns massor med sådana saker som dyker upp. Man undrar om vi inte borde ha varit noggrannare när vi började tillåta den här typen av handel, institutioner och instrument.

Problemet med snabb tillväxt hänger också rent allmänt ihop med det du tar upp, kapitaltäckningsfrågan, och möjligtvis kan till viss del problemen med snabb tillväxt begränsas med Taylorregeln. Men det finns ytterligare ett antal frågeställningar.

Jag ska avsluta mitt inlägg med en fråga som du tar upp på slutet, det som kallas *macro-prudential* kontra *micro-prudential* tillsyn och analys. *Macro-prudential* är att försöka analysera makrofaktorer på ett mer fundamentalt sätt. Här har Riksbanken, kan man säga, med sin finansiella stabilitetsrapport gjort en typ av analys. Om vi går tillbaka och läser rapporter från 2007 – jag menar inte att vara elak på något sätt – ser vi att det såg otroligt bra ut. Man bedömde att risker-

na var väldigt låga och stabiliteten var väldigt god etc.

Jag tror att det är viktigt att Sverige, och det var du inne på, utvecklar ett väsentligt djupare och bättre samspel mellan Riksbanken och de finansiella institutionerna. Mer som parentes sagt är det otroligt lyckosamt att Martin Andersson blivit ny generaldirektör för Finansinspektionen. Det är första gången på mycket länge som det finns förutsättningar att Finansinspektionen ska kunna utvecklas till en slagkraftig intellektuell institution precis på samma sätt som Riksbanken är. Det tror jag är grunden för att man ska kunna ha en ordentlig dialog sinsemellan och också kunna ha en s k *macro-prudential* analys som har mer substans.

Mikrotillsynen, den mer detaljerade tillsynen av institutioner och marknader, måste utvecklas. Jag tror i grunden att tillsynen måste baseras på genomtänkta kvantitativa regleringar, dvs kapitaltäckningsregler och andra typer av regleringar. Det måste till en del nytt och du var inne på det. Men det måste nog kombineras med en kvalificerad kvalitativ tillsyn. Framför allt Finansinspektionen, men sannolikt även Riksbanken, bör ha en kontinuerlig dialog med viktiga institutioner inom det finansiella systemet.

Den kvalitativa tillsynen är mycket svår att utöva. Den kan bara byggas upp successivt genom att tillsynsmyndigheterna upplevs som substantiella av de olika finansiella aktörerna. Jag antar att det är ungefär – du har själv erfarenhet av det – som IMF kontra enskilda länders finansdepartement. Jag tror inte att ett land helt kan negligera när IMF kommer och lämnar synpunkter på det enskilda landets ekonomi. Samma sak borde gälla relationen mellan tillsynsmyndigheten och de finansiella institutionerna. Ska man gå upp till en ledning och säga: Hör ni, ni i ledningen här i bank ABC,

vad håller ni på med? Vi har synpunkter. Ska ni verkligen köpa den där banken i Ukraina? Vad händer? I dag tror jag inte att man har varit riktigt skickad att göra det. Men någonstans måste den typen av dialog till. Den är otroligt komplicerad och det är ingenting man kan utveckla på kort horisont, men successivt kan man utveckla en sådan kvalitet, och det finns nog enskilda länder, möjligtvis Bank of England, som har inslag av det i sin tillsyn.

Ibland blir jag orolig. Du tar upp de Larosiererapporten. Jag delar helt uppfattningen att det måste till en mängd internationellt samarbete, men jag blir orolig när man menar att allting ska lösas med internationellt samarbete. Jag tror att det internationella samarbetet ska till, men jag tror inte att man kan bortse från tillsynen i det enskilda landet. Den måste alltid vara förstklassig och den måste man ha väldigt stort fokus på.

Vi har en fråga som Sverige har hanterat på ett väldigt bra sätt och det är frågan om *home-* kontra *host country-*tillsynen. För närvarande är det så att det är hemlandet som har tillsynen och när en utländsk bank expanderar i Sverige har egentligen svenska myndigheter inte så mycket med det att göra, utan det är den bankens hemland som ska ha tillsynen. Men jag tror att vi kommer att gå – jag vet inte om du har några synpunkter på det – mot även *host country-*tillsyn i det enskilda landet. Ni agerade i fråga om Kaupthing och det kan man säga var *host country-*aktivitet i varje fall, snarare än att det var Island som agerade. Det är också en viktig fråga som måste lösas.

Vi kommer aldrig att kunna reglera bort finansiella kriser, det har du själv varit inne på. Men jag tror att det finns många brister i dagens finansiella system där utvecklingen har gått extremt fort. Och vi har lite underskattat den enorma kraften i globaliseringen. Jag tror att det

finns många hål att täppa till *de facto*. Vi får aldrig det perfekta regleringssystemet för tillsyn, men det finns många lärdomar och mycket att förbättra. Kan vi åtgärda det kommer vi att få ett väsentligt robustare finansiellt system än dagens.

Stefan talade om konstnären Turner. Engelsmännen verkar producera många Turners. Det finns en fin skrift av John Turner, tycker jag, i *Turner Review: "A Regulatory Response to the Global Banking Crisis"*, som kom ut i mars från FSA, den engelska tillsynsmyndigheten. Den är väl värd att läsa.

Stefan Ingves

Låt mig prova på några kommentarer till de väldigt många goda kommentarerna från Gabriels sida, i den ordning som de kom.

Debatten om bubblor har på makronivå väldigt mycket handlat om att man har sagt att en bubbla inte är något bekymmer, för det är enkelt att städa efter den. Nu när vi upplever negativ global tillväxt i världen tror jag att slutsatsen blir den omvända: Det var inte så enkelt att städa efter en bubbla. Därför ska man helst ägna någon tanke *ex ante* åt att försöka undvika den. Det är här kombinationen tillsyn–penningpolitik, korsningen, kommer in. Det är så oerhört kostsamt i termer av inte bara den bokföringstekniska kostnaden utan också utebliven *output* innan det här är klart. Därför lönar det sig att tänka kring detta. Ett sätt att göra det, om man tänker på det i inflationsmålstermer, är att något fundera bortom målhorisonten och tänka på vad som kan hända om någon håller på lite för länge, för världen tar inte slut efter två år, eller vad man har för målhorisont. Det återstår oerhört mycket arbete för att hitta hyggligt fungerande tekniska lösningar.

När det gäller total skuldsättning tycker jag att din synpunkt är mycket

rimlig. Ett extremt exempel är en bank som bara har statsobligationer men gör en mängd terminsaffärer och allt möjligt på basen av den portföljen. Då krävs i rent teknisk mening ingen kapitaltäckning alls, för det är noll risk på allihop. Men det är inte särskilt svårt för ett sådant institut att gå under. Det finns det internationella exempel på. Enda sättet att få stopp på detta är att någonstans måste det vara så att den totala skuldsättningen är relaterad till det egna kapitalet. Annars kan det dra i väg hur långt som helst. Sedan är det en annan sak hur man ska göra.

Maturity mismatch är något som kommer tillbaka i den meningen att under den här perioden med extremt god likviditet globalt kunde man hämta pengar när man behövde varhelst man tyckte det fanns pengar. Det fungerade bra. Men när sedan marknaderna slutade att fungera blir det enda sättet att överleva att man har en *maturity match* där man inte utsätts för lika stora risker. Där behövs det säkert fler regler.

När det gäller banksystemets storlek i förhållande till BNP har jag inget bra svar på den frågan. Det är ungefär som att ställa frågan: Hur stor ska statsskulden vara i förhållande till BNP? Jag har inget bra svar på den frågan heller, men om den blir jättestor brukar det bli bekymmer. Men var gränsen går vet vi inte.

Det centrala i frågeställningen är att vi ändå föreställer oss att det man kallar *financial sector deepening* är bra. Om vi har ett banksystem som är 10 procent av BNP är det inte något större problem om man får ett stort bekymmer i banksystemet. Men det är ganska sannolikt att det landet har en förhållandevis låg utvecklingsnivå. Å andra sidan om man har ett banksystem som är jättestort i förhållande till BNP slår det över åt andra sidan. Hur man hittar någonting lagom är en mycket svår fråga. En ännu svårare fråga är inte bara banksystemet i relation till

BNP utan också var det här banksystemet finns. Är det i det egna landet, eller är det någon annanstans? Med de regelverk vi har i dag, inte minst inom EU, som har varit oerhört mycket inriktade på en gemensam marknad inom EU, är konsekvensen den att det har gynnat att ett banksystem blir hur stort som helst också utanför det egna landet. Extremexemplet är det isländska banksystemet. När det väl har blivit för stort har vi inga bra metoder att få det att krympa under ordnade former, utan då blir det helt enkelt farligt och svårt att hantera.

Frågan var vad som är systemviktigt. Den som det visste! Det bestämmer man sig för den natten då man sitter där och har att hantera det. Man vet aldrig, jag har suttit några nätter, förrän nästa dag om man gjorde rätt eller fel, inte ens då. Det svåra i detta är, precis som du påpekar, de olika institutionerna. En institution kan i ett scenario vara systemviktig men i en annan värld i allra högsta grad systemviktig. Det sliter de med i USA för närvarande. Hur ska de hantera framtida tänkta AIGs om de kommer till slutsatsen att det har vuxit lite för stort? Med vilket lagstöd ska man i så fall göra det? Det är ingen enkel fråga.

Detsamma är det med dynamiken i det hela. Ett institut som kan vara i ett systemperspektiv ganska ointressant i goda tider kan i allra högsta grad bli oändligt systemviktigt i dåliga tider, om det missköts. Och man vet inte heller förrän ex post om det fungerar någorlunda. Det är mycket svårt att hantera det. Där kommer ytterligare en knepig fråga in som ligger under ytan i det du kommenterar, och det är att insättarförsäkring fungerar upp till en viss gräns, men när det sedan blir systemviktigt kan inte insättarförsäkringen hantera det. Och hur ska man hitta detta lagom när man förflyttar sig från det ena tillståndet till det andra?

I de konkreta fall som har tillämpats i Sverige under hösten, Kaupthing och Carnegie, kom insättarförsäkringen i andra hand därför att problemet togs om hand på ett annat sätt. Rätt eller fel får historikerna diskutera, men det var så det kom att göras. Bedömningen var att det var tillräckligt systemviktigt under de omständigheterna för att välja systemviktighetsbeslutet i stället för att putta i väg respektive institut till insättargarantinämnden och låta dem hålla på i nio månader att reda ut det. Det är ett konkret exempel på hur svårhanterligt detta kan vara.

Makromodeller och finansiella system: Det är en genuint svår nöt att knäcka att hitta modellkonstruktioner och inte minst allmänna jämviktsmodeller som är sådana att det finansiella systemet har en meningsfull funktion i dessa modeller. Därför tenderar de att försvinna. Då bli det inte så lätt att diskutera den finansiella sektorn om man inte har med någon finansiell sektor i modellen. Då krävs det andra metoder och andra sätt att tänka och andra verktyg. Här krävs mycket mer forskning.

Procyklikalitet är en fråga som har diskuterats i oändligt många olika former. Jag har här försökt visa det i en överdrivet enkel form, som förhoppningsvis fångar något av vad det handlar om. Under ytan finns det mycket viktiga institutionella frågor som har med detta att göra. Om man går i denna riktning, vem är det som ska stå för den kalkylen? Är det så att det ska vara en självständig myndighet, t ex Finansinspektionen, eller var kommer det politiska systemet in i bilden? Ska man tillämpa detta system måste man gå emot allas önskemål i goda tider, vilket är lite som med räntan från tid till annan. Men då ska man också ha det institutionella regelverket och ramen för detta så att det blir gjort, samtidigt som verktygen kommer att vara nya. Ingen i dagsläget

vet riktigt hur det kommer att fungera.

Det är i den meningen en mycket krävande uppgift. I dagsläget är man i den globala diskussionen mest inne på alla möjliga olika teknikaliteter. Men de teknikaliteterna kommer man inte att kunna lösa om man inte kombinerar dem med ett fungerande institutionellt upplägg. Annars kommer frestelserna att bli för stora att bara skruva ned kapitaltäckningen och aldrig skruva upp den. Det är inte en bra lösning.

Home-host är en jätteknepig fråga därför att det finns många olika varianter över huvud taget och det är det som gör det så svårhanterligt. Låt mig ge ett exempel: En liten bank i hemlandet, systemviktig och jättestor i värdlandet. Hur hanterar man den frågan? Vem är det då som ska bestämma? Hur hittar man en lagom balans i en sådan värld? Eller omvänt: Det är en jättestor bank i hemlandet, pytteliten i värdlandet men misskött i värdlandet. Hur påverkar det den stora banken i hemlandet?

Här finns det ett oändligt antal frågor som kräver noggrann eftertanke och som kräver samarbete över gränserna eller åtminstone enighet om hur den här tillsynen ska gå till. I slutändan är det någon som ska passera en landsgräns och gräva i någon annans lådor. Då ska man säga: Hej, nu är jag här, och jag har rättten att kolla vad ni har i era lådor. Det är lite som det du säger om valutafonden. Det är samma fenomen och det är inte kul i något land. Men vi behöver komma dit på ett eller annat sätt och så länge vi inte har kommit så långt sitter vi med de här frågorna och famlar. När det här diskuteras de närmaste åren räcker det inte bara att skapa en institutionell struktur som ser bra ut på papperet. Den ska också fyllas med innehåll. Det ska vara riktiga människor som utför arbetet och de ska ha den kunskap som krävs för att man ska klara av det. Inte minst är det viktigt i Europa där det är ett myller av olika

språk och kulturer om hur saker och ting ska gå till. Det är ingen liten uppgift.

Hans Tson Söderström

Jag har två frågor som jag tror har ett visst allmänintresse.

Den första gäller G 20-mötet i London om ett par dagar. Mötet kommer att ta upp allt som har att göra med finanskrisen och den depression som kan följa efter denna. En sak som kommit fram är att man vill ha en samordning av regleringssystemen runt om i världen. En annan sak är att man vill öka likviditeten i världsekonomin, bl a genom att öka mängden särskilda dragningsrätter på valutafonden. Vissa går lite längre, däribland Mundell, som tycker att det nu är dags att inte bara expandera mängden dragningsrätter utan också omvandla dem till en ny världsvaluta. Min första fråga är: Vad skulle du som svensk riksbankschef önska dig kommer ut ur G20-mötet? Vad anser du vara Sveriges intressen i sammanhanget?

Min andra fråga tror jag det är många som ställer även om den ligger ett tag framåt i tiden. Du beskrev pedagogiskt i ditt anförande hur pengarnas omloppshastighet har fallit kraftigt. För att kompensera detta går centralbankerna runt om i världen ut och ökar mängden utestående betalningsmedel. Deras balansräkningar blåses upp kraftigt. Naturligt nog är den fråga som alla ställer sig: När så småningom omloppshastigheten blir normal igen, och vi kommer tillbaka till en mer balanserad ekonomisk utveckling, kommer centralbankerna då att klara att dra in all den likviditet som de har skapat? Eller kommer vi att få se en tendens till ökad inflation och snabbt ökande långräntor som resultat av detta?

Stefan Ingves

Internationella möten och internationellt samarbete är något som tar väldigt

lång tid. Om man sätter i gång ett antal olika projekt som leder till ökad samordning tror jag att det är bra. Jag tror inte att man ska sätta ambitionsnivån för högt, det tar ändå många år innan frågorna löses. Som Gabriel sade har allt detta funnits tidigare. Alla dessa samtal har förts tidigare. Vad ett sådant möte kan göra är att det kan sättas en politisk agenda, och då ökar trycket att man så småningom måste komma tillbaka med ett resultat, jämfört med att man bara pratar eller oroar sig i största allmänhet.

Frågan om SDR, som man pratar om sedan 1960-talet, är en cyklisk fråga. Den kommer och går och det skulle förvåna mig om man skulle få en världsvaluta just den här gången. Det ploppar upp med jämna mellanrum, men det finns inget stöd för sådant.

Hans Tson Söderström

Men vilken agenda *vill* du att man ska sätta? Det är klart att man inte löser alla problemen vid det här mötet.

Stefan Ingves

Nej, men det är viktigt att man löser frågan om att föra samtal om samordnad reglering. Det andra är att det är mycket rimligt att man också på ett eller annat sätt kommer fram till hur man ska öka Valutafondens kapital, inte nödvändigtvis i form av SDR utan utlåning till Valutafonden i en annan form därför att det sannolikt är så att vi ännu inte sett ett stort antal länders brist på kapital när den globala kapitalmarknaden mer eller mindre är stängd. Då måste det allmänna i någon form gå emellan för att mildra konsekvenserna. Kan man komma överens på den punkten och sedan fortsätta att prata när det gäller en massa regler tror jag det är bra.

Frågan om att dra in likviditet är mycket beroende av vad som sker när det gäller att hantera banksystemen, det som jag lite slarvigt betecknade som

citronfrågan. Likviditeten i termer av normal marknadsomsättning kommer inte att återkomma så länge man känner osäkerhet. Det innebär att det inte längre enbart är en fråga för centralbankerna, utan det blir en fråga för tillsynsmyndigheter och finansdepartement att se till att banksystemen är kapitaliserade på ett sådant sätt att man vågar börja handla igen. Om det sker är det inte så fantastiskt svårt att reversera det. Då klarar man nog av, tror jag, att backa ur detta. Men löser man inte de problemen lever det här en längre tid och då förblir det bekymmersamt.

Hubert Fromlet

Jag har några korta kommentarer och frågor. Riksbankschefen gav oss en fin genomgång av monetär forskningshistoria från Knut Wicksell via Irving Fisher och Milton Friedman till John Taylor – utan att nämna samtliga dessa namn. För att referera till John Taylor ställer jag mig personligen en fråga. Hans regel kom egentligen till som en väldigt enkel ekvation. Den ska fungera som ett riktmärke eller varningstecken: Här bör räntan ligga under normala omständigheter. Centralbankerna har på senare år ständigt tittat på taylorregeln, räknat ut hur man själv hamnat i relation till detta riktmärke – men aldrig agerat direkt efter den, åtminstone inte officiellt. I dag är John Taylor själv i klinch med amerikanska Fed. Han har skrivit en bok om finanskrisen – en ganska provokativ sådan. Han tycker att Fed gjort mycket fel i krisbekämpningen. Interbankkrisen sågs initialt för mycket som ett tekniskt likviditetsproblem och för lite som en förtroendekris, anser Taylor. Det hade varit bättre om man i USA redan i ett tidigt skede hade jobbat mer med bankernas kapitalförsörjning och transparens.

Min fråga är för det första: Vad kan man i dag göra för att äntligen få ett tillräckligt ökat förtroende? Precis som ni

säger handlar återhämtningen trots allt mycket om förtroende. Är det enbart så att man låter marknaden komma till en situation där avskrivningarna i bankerna till sist blir mindre och mindre och sedan kommer förtroendet tillbaka? För det andra: Kan man påskynda denna process genom bättre transparens?

Det finns också andra saker att tänka på och där skulle kanske G 20-gruppen kunna åstadkomma något. Om man betänker att världens export uppgår till över 16 000 miljarder dollar har vi i dag ganska stora hinder genom det minskade risktagandet vad gäller bankernas handelsfinansiering. Tänk er att exempelvis två procent av världens export dras tillbaka eller omöjliggörs på grund av dessa låsningar. Då har vi över 300 miljarder dollar i handelsfinansiering som inte kommer till stånd. Sådana praktiska lösningar måste man arbeta med.

Till sist har jag två konkreta frågor: I vad mån jobbar centralbankerna inklusive Riksbanken redan aktivt med nya prognosmodeller som också fångar in finansiell makroekonomi – ett hittills försummat forskningsområde? Sedan finns det också psykologiska faktorer, vilket i hög grad kommit fram under den pågående finanskrisen. Många centralbanksledare, finansmarknadsaktörer och akademiker säger att psykologin är viktig på dagens globala finansmarknader, vilket inte minst visade sig före och under den pågående bankkrisen. Finns det redan ett konkret arbete med finansmarknadspsykologi i Riksbanken?

Stefan Ingves

Om man ska öka förtroendet – ta reda på hur det är och säg det, så att man vet det! Det var så man gjorde på 1990-talet i Sverige och det har man provat på en rad andra ställen. Till sist kommer man till en punkt där man säger: Nu går inte det här längre. Vi tar reda på hur det förhåller sig! Sedan får man leva

med det svaret även om det är ett obehagligt svar och ta det hela utifrån det, steg för steg.

Om man ska lösa problem är det i slutändan så att man måste leverera någonting och levererar gör man steg för steg när det gäller det som är genomförbart. Så länge man bara diskuterar är det svårt. I höstas på Valutafondens årsmöte levererades ett mycket kraftfullt pressmeddelande där alla världens länder sade: Det är problem i banksektorn på olika håll i världen. Det problemet ska vi ta hand om.

Problemet nu, sex månader senare, är att man fortfarande diskuterar leverans. Så länge man inte levererar i olika länder på än det ena, än det andra sättet – man kan diskutera hur man gör – kvarstår detta att man fortfarande inte vet vilken som är citron och vilken som är okej. Så länge man inte hittar någon metod för att hantera detta kvarstår problemet.

Ja, man jobbar med att försöka få in den finansiella sektorn på ett eller annat sätt i alla möjliga olika modeller. Men det är inte lätt. Var man sedan placerar psykologin i det hela är svårare att svara på. Det är därför det finns en direktion på sex personer – för att ta hand om den frågan.

Thomas Franzén

Jag tror att företagens mål och förväntningar om avkastning är en viktig orsak bakom de upprepade finansiella kriserna – inte bara den här krisen utan också de tidigare – som har att göra med att vinstmålen för avkastning på eget kapital ofta ligger runt 20 procent vilket är mer än dubbelt så högt jämfört med vad som historiskt varit uppnåbart på lång sikt. Det gäller inte bara i den finansiella sektorn. Det har lett fram till ett ökat risktagande med för låga kapitalbaser.

Orimliga planer och förväntningar medför att värdena i balansräkningarna också blir orimliga. Vi bör därför vänta

oss mer dåliga nyheter också från icke-finansiella företag med problem för efterfrågan och arbetslöshet.

En annan aspekt på detta är att det finns en risk att man gör samma misstag i politiken som man gjorde tidigare. Man för en extrem lågräntepolitik i kombination med kraftig finanspolitisk stimulans utan att lyckas förändra vinstmålen. Man korrigerar för effekterna av de orimliga förväntningarna utan att resonera om hur man skapar beteenden som är hållbara på sikt. Därmed finns det en risk för fortsatta kriser.

När man nu bygger upp reglerings-systemet kommer det att bli enormt omfattande därför att de spänningar som skapats av orimliga målsättningar finns kvar. Jag tror att man då bygger upp stelheter som tar bort en viktig del av den flexibilitet som ska finnas i det aktuella systemet.

Det var en reflexion. Om du tycker att den är värd att fundera på, gör gärna det!

Stefan Ingves

Det finns ett slags pendelrisk här i den meningen att pendeln svänger åt det ena hållet och sedan åt det andra. Det är inte lätt att hitta något lagom. Den generation som har varit med om detta vill ju inte se att det återupprepas. Det är det som gör att det är svårt att hitta rätt balans i det här.

Thomas Franzén

Men tror du att man har knäckt dessa förväntningar?

Stefan Ingves

Det är svårt att säga. Dessa fenomen har under historiens gång alltid kommit tillbaka i en eller annan form. Det innebär att även om det fanns starka incitament att göra på ett visst sätt som en konsekvens av en tidigare negativ pendel försvinner de ändå förr eller senare i ett

töcken, på något sätt. Sedan tenderar det att börja om.

Lärdomen är den att det brukar bli så att mot slutet blir man ganska fantasi-full när det gäller att sträcka ut det egna kapitalet så långt det över huvud taget är möjligt. Det är mänskligt att det är så, men följden blir att det är enormt svårt att få stopp på det här.

Thomas Franzén

Vi har ju avkastningsmål som ligger i närheten av 20 procent i stora delar av företagsvärlden.

Stefan Ingves

Jo, men i slutändan måste det vara en avkastning på kapital som ligger i hygglig relation till den ekonomiska tillväxten. Annars hade vi på något sätt försökt upphäva tyngdlagen.

Gabriel Urwitz

Jag har också några kommentarer till dig, Thomas. För det första går det inte att reglera avkastningskraven. Du tar upp en viktig fråga. Jag tror att det är viktigt för centralbanker och tillsynsmyndigheter att hålla politiken stängden när det kommer ett politiskt tryck att göra en massa saker väldigt snabbt. Det är ändå de som har insyn i detta som måste ha stor "say" i vad som händer.

En liten intressant observation är var den nuvarande krisen har inträffat och var konsekvenserna varit som värst. Det är i den mest reglerade delen av den finansiella världen. Det har hela tiden sagts att hedgefonder kommer att krascha och *private equity*-fonder kommer att krascha. Men det är faktiskt inte de som har ställt till det den här gången, i varje fall inte direkt. Indirekt har de kanske gjort det genom att de har ökat bankernas totala exponering. Men det är de facto bankerna som har fått de stora problemen och de är och har varit de mest reglerade delarna av det finansiella

systemet. Jag tycker att detta är lite tankeväckande. Det finansiella systemet är otroligt komplext.

John Hassler

Ni pratade båda två om problemet med leverage-cykler. Min fråga är: I vilken utsträckning tror ni att de här problemen är regleringsproblem, dvs att regleringen inte har fungerat bra? Eller är leverage-cykler mer ett naturligt och effektivt sätt för marknaden att hantera problem med asymmetrisk information? När tillgångspriserna faller ökar osäkerheten och då vågar man inte längre göra affärer med finansiella institutioner som inte har en hyfsad soliditet.

Om det är det senare som skapar leverage-cyklerna är det inte säkert att man kan göra så mycket med en taylor-regel. Det finns en möjlighet att man då i uppgång har för höga kapitaltäckningskrav som driver ned effektiviteten i den finansiella sektorn och att de inte alls binder i nedgång. Ingen vågar göra affärer med de finansiella institut som har så låga kapitaltäckningsgrader som är tillåtna. Det är ungefär på samma sätt som att i dag säga åt bankerna att de får låna ut 100 procent till en person som vill köpa ett hus. Det påverkar inte bankens beslut; det händer ingenting.

Vad tror ni? Är leverage-cyklerna ett regleringsproblem eller är det marknadens sätt att hantera ett informationsproblem?

Gabriel Urwitz

Det är en svår fråga. Jag har inget svar på den. Man kan säga så här: Klarar vi av att ha ett finansiellt system som har stora kriser med stora kostnader vart tionde eller femtonde år? Jag är inte alls kunnig på det du tar upp och jag vet inte vad teorin säger. Jag tolkar det som Stefan säger så – och det är också vad jag själv menar – att kapitaltäckningsreglerna i vissa avseenden har varit procykliska. De har

förstärkt ett beteende och där finns de facto en del att göra ur regleringssynvinkel som jag tror skulle vara nyttigt, dvs det skulle dämpa cykikaliteten i detta. Det hänger också ihop med *fair value*-värderingar. Hela världen ska värderas en minut i tolv den 31 december – alla tillgångar som finns på hela jordklotet. Det har visat sig att det finns en del saker som vi måste ändra på och jag tror att de saker som är fel har förstärkt cykikaliteten. Där finns de facto en del att göra som skulle vara nyttigt. Det skulle ta ned riskpremien. Annars måste alla på något sätt ta hänsyn till detta i sina riskpremier – att vi kommer att krascha vart femtonde år. Man kan ju i och för sig säga att det är självreglerande.

Stefan Ingves

Jag har inte heller något svar på detta. Det är en oerhört svår frågeställning att hitta en balans. Det som är slående, i alla fall på kort sikt, är att hela diskussionen om kapitaltäckning för närvarande synes handla om marknadslösningar oavsett den betydligt högre kapitaltäckningen än i de regleringar som finns. I en sådan värld och med det jag beskrev kan vi naturligtvis hamna i en situation där det hela är kalibrerat på ett sådant sätt att ekvationen som sådan inte har någonting med verkligheten att göra. Då blir det lite konstigt.

Samtidigt tycker jag faktiskt att det är rimligt att det allmänna har en synpunkt på vilken kapitaltäckning en bank ska ha och vilka regler som ska gälla. Det har att göra med att flertalet banker är aktiebolag. Du kan alltså inte förlora mer än det kapital du har satt in. Däremot har en krasch betydande externa effekter långt utöver värdet på det aktiekapital du förlorar. De externa effekterna får det allmänna stå för på ett eller annat sätt och då är det rimligt att det allmänna har en synpunkt på hur man betar sig för att undvika de smållarna. Men det är ingen

enkel sak att hitta balansen i detta.

Gabriel Urwitz

Att marknaden nu har höjt kapitaltäckningskraven utöver vad regleringarna säger är ju ex post att krisen har hänt. Det var precis tvärtom innan krisen var ett faktum. Då var kapitaltäckningskraven från marknaden extremt låga. Så visst finns det ett problem här som behöver hanteras.

Pehr Wissén

Vad är systemviktigt? Stefan Ingves svarade att vi tvingades bestämma oss för det natten före krisen. Jag förstår varför du svarade så. Om man tittar på USA tvingades man där att natten före räddningsaktionen bestämma sig för att AIG var systemviktigt. I dag önskar de att de hade satt upp AIG på en lista över potentiellt systemviktiga institutioner långt, långt tidigare för att kunna styra upp det. Då hade det här inte behövt hända. Natten innan bestämde man sig för att Lehman Brothers *inte* var systemviktigt. Det ångrar de säkert också. Vad säger du om detta?

I återuppbyggnaden efteråt måste det väl ändå ingå att man försöker göra en lista – inte på vad som är systemviktigt i dag, för det kommer och går över tiden – men en lista på de institutioner som är potentiellt systemviktiga och som därför kräver en särskild beredning.

Där har det brustit rätt rejält.

Stefan Ingves

Svårigheten med detta blir att många i världen då får fundera och tänka i någon slags termer av egenskapslistning. När någon har blivit så stor eller betar sig på ett sådant sätt att de egenskaperna, vilka de nu är, finns där får man gå till dem och säga: Nu får ni gilla läget. Antingen krymper ni eller gör något annat, eller så är ni med på listan. När ni är med på den listan är det bara att läsa innantill. Det

rasar igenom alla bottnar när kapitalet krymper och då vet ni vad som kommer att hända.

Det kan naturligtvis inte bli något annat än ett mått av luddighet i detta, för det blir så oändligt svårt att skriva ett sådant regelverk. Det kräver ett visst mått av bedömning, men det kan man ju hantera som man redan gör i vissa länder när det gäller systemfrågor. Man säger t ex i Japan – om jag kommer ihåg rätt har de ett sådant system – efter den kris de hade med Nippon att det blir en fråga för tillsynsmyndigheten, centralbanken, finansdepartementet och till sist premiärministern eller vem det nu är. Alla dessa parter ska titta igenom det hela och ändå på något sätt motivera varför de gjorde en viss bedömning och vad det nu är de ska göra. Sedan får man leva med det. Något åt det hållet verkar vara det man får fundera på.

Danne Nordling

Jag har två korta frågor om stimulanspolitik. I dag kom Konjunkturinstitutet med sin prognos. Där förutsätter de att det ska bli en finanspolitisk stimulans på 6 miljarder i år och 50 miljarder nästa år. Det är nästan 2 procent av BNP. Med underskott i statsbudgeten redan i utgångsläget måste staten låna 2 procent av BNP i runda tal. Då förutser jag att en stor del av detta antagligen måste lånas i form av att Riksbanken köper statsobligationer. Jag skulle gärna vilja veta hur man på Riksbanken ser på detta. Ska man tränga ut privata investerare eller ska Riksbanken gå in och täcka upp en del av upplåningen?

På journalisternas fråga sade statsminister Fredrik Reinfeldt att det inte kommer på fråga att vi ska stimulera ekonomin med 50 miljarder. Det blir någonting mycket mindre – det låg implicit i svaret. Min fråga är: Skulle man som ett något sämre substitut för en finanspolitisk stimulans ändå från Riks-

bankens sida kunna göra ganska stora inköp av statsobligationer för att man åtminstone när räntan är låg och inte har så stora verkningar på budgetsaldot skulle kunna få fram en stimulans i brist på den finanspolitiska stimulansen?

Stefan Ingves

Man ska skilja mellan förhållandet att en centralbank köper statsobligationer och att man emitterar statsobligationer i största allmänhet. Det är viktigt att komma ihåg historien i Sverige: Med betydande kraft har vi, åtminstone i början av 1980-talet, ägnat oss åt att skapa en svensk obligationsmarknad. Det finns i dagsläget inget skäl att tro att den obligationsmarknaden helt plötsligt skulle ha upphört. Den upphörde inte ens under bankkrisen på 1990-talet. Under den tiden fanns det också betydande bekymmer när det gäller budgetunderskottet. Men det var aldrig en fråga i om vad mån staten skulle behöva gå till centralbanken för att finansiera sig för att man inte kunde finansiera sig någon annanstans.

I dagsläget pratar vi om detta när det gäller staten utifrån en statsskuldutgångspunkt som är en helt annan än den vi hade i början på 1990-talet. Det är en fråga jag inte ser som varande aktuell för närvarande. Vi har ett system för att hantera statsskulden och det inkluderar i dagsläget inte Riksbanken.

Jörgen Christensen

Jag är bl a ständigt ledamot av denna förening. Vi får höra att utlokaliseringen i krisens spår oroar riksbankschefen. Men vi fick också höra att Riksbanken gör allt som behövs när det behövs och att bland verktygen finns styrränta och, nota bene, *moral suasion*. Som kommentar till den svenska kronans försvagning kan man i dag i *Svenska Dagbladet* ta del av uttalandet av chefen för det finska näringslivets forskningsinstitut Sixten Kork-

man. Han talar bl a om att Sverige är en fripassagerare i det europeiska projektet. Inom Norden, och speciellt i förhållande till Finland, använder han termer som att snylta. Det är ju bekant att inom Norden är Sverige primus rekordinnehavare av devalveringar. Då uppkommer en fråga. Ingenting är skadligare för globalisering än att bete sig på ett sätt som riskerar att leda till konkurrens eller tävling med devalvering. Min fråga till Riksbanken är om den framgent tänker agera, speciellt i förhållande till regeringen, med det nämnda verktyget moral *suasion* eller kanske rentav moral *persuasion*.

Stefan Ingves

Sedan 15 år tillbaka i tiden har vi en flytande växelkurs i Sverige. Det är ett system som har tjänat oss väl. Vi sätter räntan och sedan har vi ett inflationsmål. Det fungerar. Man kan inte ha mer än ett mål och ett medel. Det är det som också fortsättningsvis gäller.

I en liten öppen ekonomi har vi att leva med att växelkursen fluktuerar. Den rör sig upp och ned. Så är det och i dåliga tider vet vi också att små öppna ekonomier kan råka ut för att växelkursen blir mer volatil än vad den är i goda tider. Men faktum kvarstår: Det är inte aktuellt att ägna sig åt något annat än det inflationsmål som vi har med den rörliga växelkurs vi har. Det upplägget har tjänat den svenska ekonomin väl; det har fungerat bra. Det är inte dags att fundera på någonting annat.

Man får leva med att växelkursen svänger. Det är rätt tydligt. Den svänger dag för dag och vecka för vecka på alla möjliga olika sätt. Den bedömning vi gjorde i vår senaste penningpolitiska rapport är att kronan kommer att stärkas på lite sikt om man tar hänsyn till den ekonomiska utvecklingen i Sverige i förhållande till vad som sker i vår omvärld. Jag har inte skäl att reflektera över någonting annat.

Jonas Vlachos

Jag kommer från Stockholms universitet. Är det verkligen rätt tid nu att fundera på hur det finansiella systemet ska regleras? I princip alla tjänstemän på alla nivåer är ju upptagna med att hantera den akuta krisen. Forskningsmässigt finns det inte heller någon som helst konsensus om vilka som är de viktigaste lärdomarna. Olika delförklaringar är vi kanske överens om, men hur viktiga de olika delförklaringarna är och hur de samverkar vet vi inte. Är det därför inte för tidigt att prata om regleringarna?

Stefan Ingves

Det tar lång tid innan man har pratat färdigt.

Gabriel Urwitz

I stormens öga under andra världskriget satt både Roosevelt och Churchill 1943 och 1944 och diskuterade hur världen skulle se ut efter kriget. Det finns nog all anledning att fundera på hur det ska se ut efter krisen.

Stefan Ingves

Jag har ett litet tillägg till Gabriels kommentar, som var väldigt bra. Vilka tekniker man använder och hur man gör för att ta sig ur krisen är någonting helt annat än vad man behöver ha för att man inte ska råka ut för samma problem igen. Det betyder också att det kommer att vara helt olika individer som sysselsätter sig med de här frågeställningarna, i varje fall på myndighetsnivå men kanske inte på regerings- och ministernivå. Att reda ut en bankkris är något helt annat än att fundera på dynamiska kapitaltäckningsregler av olika slag. Båda sakerna behövs.

Hans Sjögren

I högkonjunkturen före krisen gällde att så länge musiken spelade så dansade alla, dvs så länge alla blev ekonomiskt gyn-

nade var det ingen som klagade. Men dansen kring guldkalven hade ett högt pris. Därför har jag en fråga till dig som gäller den ohejdade kreditexpansionen. Hur hög skulle den årliga ökningstakten vara i utlåningen till bankerna och därmed skuldsättningen i hushåll och företag för att motivera Riksbanken att använda räntevapnet vid sidan om prisstabilitetsmålet, för att kyla ned en kraftig kreditexpansion?

Stefan Ingves

Det återstår att utreda.

Hans Sjögren

Om utlåningstakten är dubbelt så hög som tillväxten under flera år, motiverar inte det att prisstabilitetsmålet kompletteras med ytterligare mål? Och att räntevapnet används betydligt mer kraftfullt. Kan man resonera så?

Stefan Ingves

Nej, det kan man inte i dagsläget. Empirin när det gäller det jag väldigt grovt har skissat här är nämligen ännu inte gjord. Det innebär att man över huvud taget inte vet hur man ska kalibrera något sådant. Det man kan göra i dagsläget är att göra allmänna makroekonomiska modeller och bedömningar med hjälp av allehanda modeller, t ex allmänna jämviktsmodeller. I vårt fall har vi en direction med sex personer och ett stort antal mycket duktiga medarbetare. Där kan man lägga till omdömen om än det ena, än det andra. Vi har ju lite olika erfarenhet från den svenska ekonomin. I praktiken är det så det går till. Allt går inte att kvantifiera i dagsläget med den kunskap vi har.

Björn Kinberg

Vågar du dig på en prognos? Var i den här krisprocessen befinner vi oss just nu, på väg in i eller ut ur krisen? Jag ser för mig det inte ovanliga scenariet där dok-

torerna diskuterar terapin medan patienten tillfrisknar och åtgärderna sätts in efteråt.

Stefan Ingves

Det är en mycket svår fråga att bedöma, för det är så många olika länder som är inblandade och alla är inte i samma cykel. Om man tittar på vad som har skett i den finansiella sektorn i USA, t ex, ser man att detta hållit på i snart två år. Det var på sommaren 2007 som det började bli bekymmer. Sedan finns det andra länder, vi själva t ex, som har dragits in i det här betydligt senare. Det är därför oerhört svårt att bedöma vilken tid det här tar.

Man kan titta på ett stort antal länder, som t ex Rogoff och Reinhardt har gjort, jämföra dem i finansiella kriser och se vilken BNP man får under ett antal år. Då kan man kanske säga att det rör sig om två till fem år eller något sådant. Ibland går det fort och ibland går det långsamt beroende på de speciella omständigheterna i ett land. Men väldigt sällan tar det längre tid än fem år, om jag nu tar i och är försiktig.

Peter Wolodarski

Hade det tjänat Sverige väl att vara medlem i euroområdet i den här situationen?

Stefan Ingves

Nu har vi inte varit med, så det är en hypotetisk fråga. Men jag ska försöka ge ett svar. Det är inte så att det inte finns länder inom euroområdet som har bekymmer. Det är för tidigt att svara på detta; vi vet inte ännu eftersom historien inte är skriven. Det hela är också ganska ojämnt fördelat inom euroområdet när det gäller vilka bekymmer man har och på vilket sätt. Irland är med och de har en viss typ av bekymmer. Danmark har en fast växelkurs, men har stora bekymmer i banksektorn. De baltiska länderna har

sina reformer, men de har också bekymmer i sina banksektorer. Sedan finns det ett antal länder världen omkring med rörlig och fast växelkurs och i de flesta av dem finns det också bekymmer.

Det är för tidigt att uttala sig om hur det är med detta och om just euron hade varit något som ändrat förhållandena.

Uppenbarligen verkar det vara möjligt att ställa till det för sig i alla möjliga olika typer av valutasystem.

Anders Björklund

Då är klockan prick nio, då vi har som målsättning att sluta. Jag vill åter tacka Stefan och alla andra.