

**NATIONAL-
EKONOMISKA
FÖRENINGENS
FÖRHANDLINGAR**

2014-05-28

Sammanfattade och redigerade av Birgit Filppa, Karin Sirén och Elisabeth Gustafsson.

Ordförande:

Mårten Palme

Inledare: Stefan Ingves, riksbankschef

Kommentator: Annika Alexius, professor, Stockholms universitet

Övriga deltagare: Jörgen Andersson, Agneta Dreber, Emil Ems, Thomas Franzén, Cecilia Hermansson och Anders Sundström

Penningpolitik och makrotillsyn i en globaliserad värld

Mårten Palme

Välkomna till Nationalekonomiska Föreningens möte! I dag ska vi lyssna till riksbankschef Stefan Ingves. Han ska tala om penningpolitik och makrotillsyn i en globaliserad värld. Efter Stefans tal ska Annika Alexius diskutera detta. Därefter ska vi ha ett samtal mellan Stefan och Annika, och efter detta ger vi tillfälle till auditoriet att ställa frågor.

Stefan Ingves

Stort tack för detta! Det är roligt att vara här igen. Det är ganska ovanligt numera att tala utan mikrofoner, sladdar och grejer. Eftersom det var så jag började en gång i världen när det gäller att prata känns det riktigt hemtamt och bra. Bakom de bilder som jag kommer att tala till finns det ett ganska långt skrivet tal som beskriver frågorna.

Det handlar egentligen om en slags

meny av olika frågeställningar som på ett eller annat sätt har beröringspunkter med penningpolitik i lite olika former. Det finns också en ganska lång referenslista till talet och utöver detta är det här något som har vuxit fram i samtal med många duktiga medarbetare och även med direktionsledamöter under årens lopp. Det är i och för sig inte några unikt nya eller annorlunda frågeställningar, men samtidigt är det frågor och frågeställningar som hela tiden finns där.

Det är en blandning mellan teori och praktik och det är en del av min vardag – om det sedan råkar vara i Stockholm eller någon annanstans i världen är detta frågor som diskuteras ganska mycket. Ett bra exempel på det får man om man läser Christine Lagardes tal nere i Portugal från i förrgår. Hon berör i stort sett samma frågor fast i ett helt annat sammanhang.

Ett sätt att berätta om detta är att notera att det här handlar om hur man resonerar om penningpolitik – penningpolitikens innehåll och andra frågeställningar kring penningpolitiken som konsekvenser av att vi har gått igenom

en global finanskris. Många länder jobbar med detta på olika sätt. Ett annat sätt att beskriva det är att säga att *the great moderation* försvann. Då har vi att hantera frågeställningen: Vad nu då? Hur ska vi hantera det? Och vart är vi på väg? Det är det som finns under ytan.

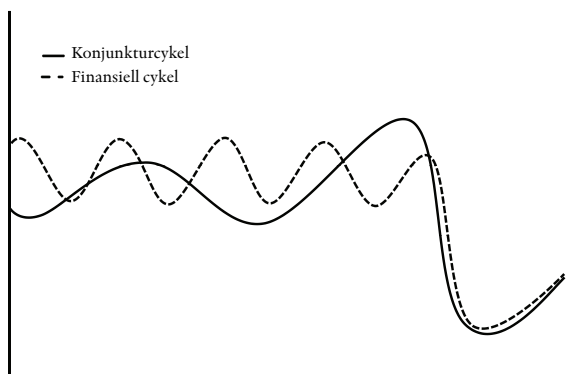
Många har konstaterat att eftersom det blev så jobbigt att efter krisen lappa ihop saker och ting *ex post* behöver vi göra större ansträngningar för att undvika finansiella obalanser på ett eller annat sätt. Man kan ha många olika synpunkter på detta. Det har vuxit fram ett vad man har kommit att kalla nytt politikområde – makrotillsyn med fokus på systemrisk. Det är en del av vad jag ska tala om i dag. Det handlar om samspel mellan makrotillsyn och penningpolitik.

För att ge detta lite mer innehåll än matematiska formler och abstraktioner ska jag gå igenom ett antal konkreta räkneexempel som rör svenska hushåll – bara för att lite grann lukta på frågeställningen: Vad är det egentligen vi talar om ifall man ska fylla detta med ett innehåll? Jag ska också tala lite om internationellt samspel och beroende i de här sammanhangen, eftersom det är någonting som i allra högsta grad är relevant i en liten öppen ekonomi som den svenska. Det är det som står på agendan.

Det finns en del paralleller mellan makrotillsynen och inflationsmålspo-

litiken. På samma sätt som var fallet med inflationsmålspolitiken en gång i tiden är makrotillsynen ett nytt ämnesområde. Då ställer man sig frågan: Hur kommer detta att fungera? Kommer det att fungera? Det är en relevant fråga. Det påminner lite om resonemangen om inflationsmålspolitiken i början på 1990-talet. Då fanns det inte några större praktiska erfarenheter av inflationsmålspolitik, medan det i dag tas som en självklarhet att man har en viss verktygslåda, att man gör detta på ett visst sätt osv.

Det betyder att det i de här sammanhangen finns, och kommer att finnas, ett ganska stort mått av *learning by doing*. Sedan får man fundera över vad det är för *learning* och vad det är för *doing* som kommer att inträffa framöver. Ett sätt att tala om detta är i termer av stabilisering av cykler. Inflationsmålspolitik handlar ju ganska mycket om konjunkturcykler och inflation. Makrotillsyn handlar framför allt om de finansiella cyklerna. Ibland talar man om *the leverage cycle*, det finns lite olika benämningar för detta. Inom makrotillsynen finns det en tidsdimension som hänger ihop med den finansiella cykeln, men det finns också en tvärsnittsdimension som handlar om risker i det finansiella systemet vid en given tidpunkt och hur mycket man ska gå in och reglera för att minska dessa.



Figur 1
Konjunkturcykel och
finansiell cykel

Källa: Sveriges riksbank.

Jag har i dag mest fokus på tidsdimensionen. I praktiken tror jag att det är ganska svårt att hålla isär dessa, men det ser snyggt ut på papper när man ska spalta upp det. I slutänden hänger allting ändå ihop på ett eller annat sätt.

Detta är det element som vi har att fundera kring. Ett sätt att väldigt stiliserat beskriva vad vi talar om är att beskriva dels en finansiell cykel, där exempelvis utlåningen först expanderar och sedan minskar, oftast under lång tid, dels den streckade linjen i figur 1, som visar en oerhört stiliserad konjunkturcykel.

Svårigheten i detta, eller det som vi har lärt oss under årens lopp, är inte på något vis unik för något enskilt land. Vid något tillfälle har i väldigt många länder den finansiella cykeln sparat ur, och då kommer den också att påverka den allmänna konjunkturbilden ganska kraftigt. Detta handlar mycket om hur man ska hantera båda dessa mer eller mindre samtidigt. Och framför allt: Hur ska man göra för att inte hamna längst ned med båda kurvorna? Om det går illa vet vi från ett ganska stort antal länder att det kostar i termer av negativ tillväxt i flera år och det tar ganska lång tid att plocka ihop bitarna efter en sådan katastrof. Det är svårt att göra det.

På något sätt verkar det ofta bli på det här sättet, vilket inte minst Reinhart och Rogoff har konstaterat efter att ha tittat på data sedan medeltiden. Om man får det som man har kallat för skulddominans i systemet spelar det egentligen inte så stor roll om det gäller hushållen, staten eller någonting annat. Det blir för mycket skuld i förhållande till *equity* – i förhållande till riskbärande kapital. När man får bekymmer får man stora bekymmer och om man har otur hamnar allt i finanssektorn. Om man får bekymmer i finanssektorn kan detta spridas till ekonomin i övrigt och skapa problem som blir svåra att hantera. Det handlar om hur man ska försöka undvika att den

heldragna och den streckade kurvan på bilden faller samtidigt.

Ett sätt att tala om detta och fundera kring det – och återigen är det alltid lätt att på papperet spalta upp saker och ting – är att säga att makrotillsynen ska hantera den finansiella cykeln och penningpolitiken konjunkturcykeln och inflationen och att det sedan bara är att tuta och köra på det sättet. Men det är kanske inte helt klart att det är så. Allt är inte löst, inte ens i närheten av löst, när det gäller detta. Verkligheten är ofta komplicerad. Då ställs man inför frågeställningen: Hur ska man då göra? Hur ska vi hantera detta? Det pågår för närvarande en oerhört bred och livlig internationell diskussion om hur detta ska se ut institutionellt, hur man ska hantera det och hur det ska gå till.

Man talar mycket om huruvida makrotillsynen och penningpolitiken ska drivas separat eller om det finns skäl att koordinera dem. Och om man koordinerar – hur ska det i så fall gå till? En annan variant på frågeställningen är om det kan finnas tillfällen när penningpolitiken också behöver hjälpa till när det gäller vad som sker på makrotillsynsområdet.

Ett annat sätt att tänka kring det här är att innan alla bekymmer uppkom fanns det en livlig diskussion som gick ut på att vi inte kan veta vad som händer. Man uttryckte sig i termer av bubblor och att vi inte kan veta vad som är en bubbla och inte. Det antogs vara ganska lätt att plocka ihop bitarna av det hela efteråt: Det gör inte så mycket om vi får problem, för vi kan lappa och laga snabbt, så det här är inget bekymmer. Numera är synen en helt annan och det är det jag talar om här i dag. Det är egentligen att säga så här: Eftersom det tar så lång tid att lappa ihop bitarna efteråt – hur ska vi då göra så att vi inte hamnar där?

Detta är alltså mer tankar och funderingar i ett slags *ex ante*-värld. Vad ska

vi göra för att undvika bekymmer, eller vad ska vi göra för att undvika katastrofer i ett riktigt dåligt scenario? Och hur gör man detta?

Jag ska inte tynga er med mycket matematik, men eftersom detta ändå är Nationalekonomiska Föreningen och eftersom vi är på Handelshögskolan tänkte jag att det nog ändå krävs lite grekiska bokstäver för att prata här i dag. Det finns allehanda akademiska artiklar på temat, och detta är en urgammal fråga som i grunden har att göra med hur man ska koordinera olika typer av ekonomisk politik. Ett sätt att beskriva det här med penningpolitik och makrotillsyn är att säga att om man samordnar detta har vi en målfunktion där vi ska minimera avvikelser från inflationsmålet, avvikelser från något slags genomsnittlig *output* och avvikelser från den finansiella cykeln för att undvika katastrofer. Sedan rattar vi systemet med penningpolitik och finansiella makrotillsynsåtgärder på ett sådant sätt att vi minimerar summan av detta över tiden, vilket naturligtvis kanske inte riktigt funkar så i praktiken när man sitter i det dagligen. Då kanske man inte riktigt ser matematiken framför sig på detta sätt när man fattar beslut i sådana här sammanhang. Uttryckt i formler skulle detta hur som helst innebära att man samtidigt sätter räntan och makrotillsynsverktygen så att följande uttryck minimeras:

$$E \sum_t^\infty \beta^t [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda_1 (y_t - y^*)^2 + \lambda_2 (f_t - f^*)^2] \quad (\text{A})$$

där β är en diskonteringsfaktor, den första termen i hakparentesen representerar stabilisering av inflationen, den andra stabilisering av resursutnyttjandet eller realekonomin och den tredje en stabilisering av den finansiella cykeln.

Det är alltså en variant att ha allting samordnat. En annan variant är att ha det separat. Man har ett gäng som på något sätt sköter penningpolitiken. Det

är en standardformulering när det gäller inflationsmål. Någon annan håller då på med den finansiella cykeln – eller vad man nu väljer att kalla det. Då minimerar man följande uttryck var för sig, det första med hjälp av räntan och det andra med hjälp av makrotillsynsverktyg:

$$E \sum_t^\infty \beta^t [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda_1 (y_t - y^*)^2] \quad (\text{B})$$

$$E \sum_t^\infty \beta^t [\lambda_2 (f_t - f^*)^2].$$

Rent teoretiskt är samordning alltid minst lika bra som att separera. En beslutsfattare som kan välja både ränta och makrotillsynsverktyg för att stabilisera såväl konjunktur och inflation som den finansiella cykeln har ju alltid möjligheten att separera besluten, dvs gå från (A) till (B), om han tror att det ger ett bättre resultat. Det kanske inte är någon revolutionerande slutsats, för det gäller också mycket annan ekonomisk politik.

Man ska då också komma ihåg att det kan finnas en del kostnader med att samordna allting. Man kan ställas inför att den politik som bedrivs upplevs som otydlig – och hur ska man i så fall hantera det?

Därmed inte sagt att man inte kan tjäna på att samordna saker och ting i samhället. Det är inte så enkelt att man kan säga att man ska sprida ut allting överallt bara för att det är lättare att mäta. Det är inte en given slutsats av sig själv.

En annan sak som vi inte riktigt vet är hur stora vinster man i praktiken har av att samordna. Det är inte heller känt. Det understryker det jag började med att säga – att vi är inne i en fas där vi måste göra en del *learning by doing* för att på något sätt se vad som kommer ut av detta.

De av oss som har varit med i några år – det finns flera här som har varit med – vet att liknande frågeställningar också fanns fordomdags i den svenska ekonomin. Det må vara att världen då såg annorlunda ut, men vi hade ett system en gång

i världen med både penningpolitik och kreditregleringar av olika slag. I den meningen kan man säga att det i ett visst avseende är intet nytt under solen när det gäller att fundera på dessa frågor och frågeställningar.

Man kan göra detta på olika sätt. Det är en evig fråga vilket institutionellt upplägg man ska ha. Alla länder har med sig sin historia och alla länder har med sig sin syn på hur man organiserar samhället i olika avseenden. Det leder till lite olika typer av lösningar för att hantera detta. Ett exempel är Storbritannien, där man har Bank of England, som har både penningpolitik och makrotillsyn som är uppdelat på två kommittéer, Monetary Policy Committee och Financial Policy Committee. Där har de en alldeles uttalad ambition att koordinera detta. Det heter uttryckligen att ”*monetary policy and macro financial policy should be coordinated*”. Sedan är det inte helt och hållet samma människor som fattar besluten, men till en del är det så. Vi får se vad som kommer ut av det, för det är inte så att Bank of England har fattat en lång räkna beslut. Även här finns det naturligtvis ett betydande element av *learning by doing*.

En viktig del av processen kring makrotillsynen i Sverige är ett nära samarbete mellan Finansdepartementet, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgäldskontoret i det s k Stabilitetsrådet. Ni kommer inom kort att här få se hur det ser ut och hur det går till eftersom Stabilitetsrådet kommer att producera protokoll där man ser hur vi resonerar om frågorna.

Samtidigt tror jag att oberoende av hur man organiserar detta – för det kan ske på en rad olika sätt och det har det också gjort i ett antal olika länder – är det viktigaste ändå att någon har ansvar och att någon agerar. Det finns en risk i de här sammanhangen att det inte händer så mycket. I andra sammanhang brukar

man tala om risken för *inaction bias*, dvs att det blir mycket prat, men det händer inte så mycket i slutändan – eller så händer det när det är alldeles för sent.

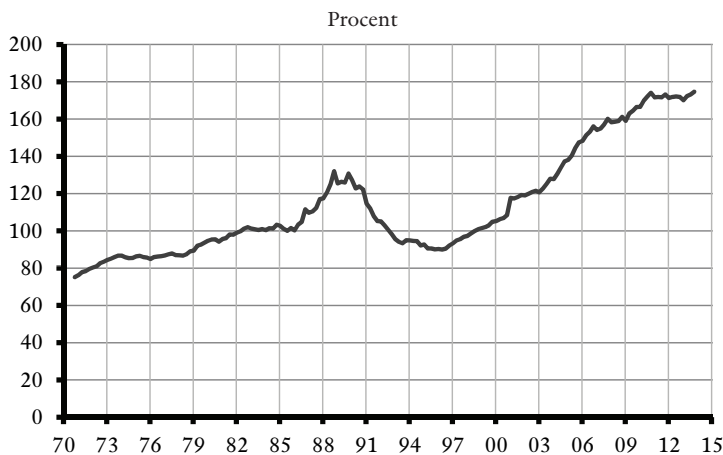
Behöver då penningpolitiken hjälpa till i det här? Ja, det menar många. Man kan ha olika synpunkter i den frågan. På ett eller annat sätt hänger det ändå ihop med penningpolitik i den meningen att olika typer av regleringar påverkar priset på pengar, direkt eller indirekt. Penningpolitik påverkar också priset på pengar. Man kan alltså inte säga att dessa är fullständigt oberoende av varandra.

Ett motiv, som Jeremy Stein har poängterat, är att makrotillsynsåtgärder lättare kan kringgå än penningpolitiken. Räntan kan man så att säga inte komma undan.

Det andra som man resonerar mycket om – och det ser naturligtvis olika ut i olika länder – har vi ännu inte så mycket erfarenhet av. Det är att det kan finnas en större risk för det som kallas för *inaction bias* inom makrotillsynen, dvs att man aldrig fattar några beslut. Ett skäl kan vara att åtgärderna är väldigt direkta i den meningen att medan räntan regnar ned ganska vagt över alla bygger makrotillsynsåtgärderna till en del på att det är någon som tänkte göra någonting i dag som inte får göra det i morgon. De som berörs blir naturligtvis inte så glada när man inför en begränsning. Det ställer förstås en hel del krav när det gäller beslutsfattande och de strukturer man har för detta.

En evig fråga, som återkommer på många håll i världen, är i vad mån tillsynsmyndigheterna är självständiga och har rätten att fatta dessa beslut eller om man ytterst har svårigheter att fatta dessa beslut eftersom man på ett eller annat sätt helt enkelt tillåts göra det.

Den tredje frågeställningen när det gäller om penningpolitiken kan behöva ge stöd till makrotillsynen handlar om att en låg ränta under lång tid kan skapa



Figur 2
Hushållens skulder
som andel av disponi-
bel inkomst

Källa: SCB och Sveriges riksbank.

felaktiga förväntningar om framtida räntor på ett sådant sätt att man helt enkelt skapar för mycket *leverage* någons i ekonomin. Man kan få det som kallas för *search for yield*.

Sedan upptäcker man alldeles för sent, någon gång när räntorna börjar stiga, hur det ser ut. Det blir ett stort bekymmer. Då får man fundera kring vad penningpolitiken spelar för roll i detta.

Det här är inte helt nytt, även om det i dag ofta framställs som helt nytt. En av de första saker jag gjorde när jag började med mer praktisk ekonomisk politik i början av 1980-talet var att jag skrev en rapport om den gråa kreditmarknaden. Numera använder man begreppet *shadow banking*, men det är i grunden samma sak det handlar om.

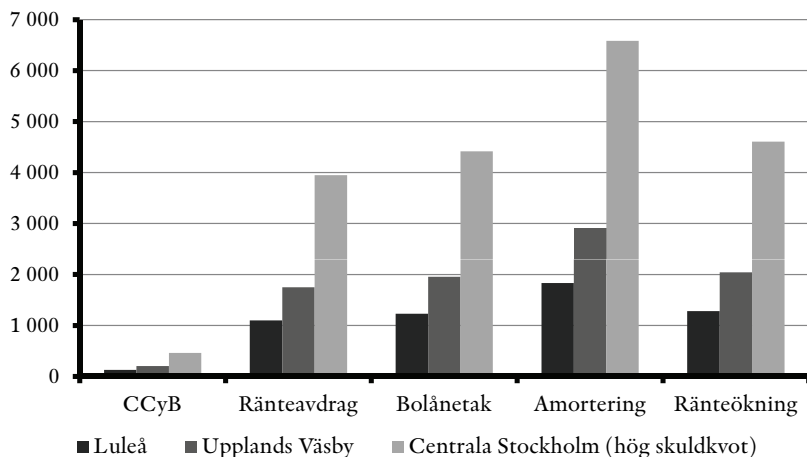
Den diskussion som pågår om detta internationellt har, tycker jag, gjort ett ganska begränsat avtryck i debatten i Sverige. Ibland skapar man, för att överdriva lite, nästan intrycket att makrotillsynen fixar allting och att penningpolitiken inte behöver befatta sig med det här över huvud taget. Men samhällena är komplexa, och det innebär att många frågor i sig också är komplexa när det gäller att lösa en rad olika problem. Det är

sällan det räcker att vrida ett halvt varv på en ratt och så försvinner problemet.

Allt handlar heller inte om stora skulder i största allmänhet, utan det finns strukturella frågor som berör både makrotillsyn och penningpolitik. Ett dagsaktuellt exempel är vår bostadsmarknad och hur den fungerar. Så länge utbudet av bostäder är oelastiskt kan man lappa och laga på makrotillsynssidan eller på den penningpolitiska sidan, men man kommer inte undan den grundläggande obalansen i systemet. Det betyder att man så småningom behöver involvera många fler i diskussionen och fundera kring hur vi ska hantera det.

Så till en dagsaktuell fråga som vi har diskuterat i många år: hushållens skuld som andel av disponibel inkomst. Låt mig säga att det ibland blir en livlig diskussion om själva begreppet. Men det här är bara ett sätt att illustrera saker och ting. I slutändan handlar det om att om man lånar för mycket kan man inte betala och då blir det bekymmer. Det behöver inte alltid ha med just den här kvoten att göra, utan det är bara ett sätt att illustrera vad det handlar om. Men som jag sade, och det tycker jag är viktigt, är frågeställningen egentligen generell.

Figur 3
Utgiftsökningar
per månad av olika
policyåtgärder



Anm: CCyB = den kontracykliska kapitalskatten

Källa: Sveriges riksbank.

Det är inte en fråga som enbart har med hushållens skulder att göra, men jag tar det som ett exempel i dagsläget därför att det är en aktuell fråga just i Sverige.

Hushållens skulder har av en rad olika skäl tickat uppåt under en lång tid och de verkar fortsätta att göra det – se figur 2. Då ställs man inför frågan: Är det här verkligen långsiktigt hållbart? Om det inte är det, vad händer då? Om vi inte vill hamna där, vad gör vi för att hantera situationen? Jag tänkte bara illustrera med några exempel vad ett sådant samtal sannolikt kommer att handla om. Men jag vill betona att det är illustrationer och exempel och man kan räkna på det här på en massa olika sätt. Det här är inte på något sätt någonting absolut.

Vi har, med hjälp av de lånedata och den information som vi har, skapat tre stycken typhushåll: ett i Luleå, ett i Upplands Väsby och ett i centrala Stockholm. Det är inte människor och hushåll som existerar, men man kan mycket väl tänka sig att det finns hushåll som ser ut ungefär så här. Det är två personer i hushållet, de har en disponibel inkomst på 39 000, 44 000 respektive 55 000 kr. De har en total skuld – det är skuldni-

vår som inte heller är orimliga – på 1 100 000, 1 750 000 och 3 950 000. Vi ska komma ihåg att t ex en person med en skuld på 3 950 000 inte är en av de allra mest skuldsatta i Stockholmsregionen. I den 75:e percentilen är skuldkvoten ungefär 550 procent eller någonting sådant. Den kan vara högre än i dessa exempel. Men återigen, det är bara illustrationer: alltså skuldkvoter på 235, 331 respektive 598. Det här kan räknas på många olika sätt och detta är bara för att fånga in någorlunda inom vilket härad det rör sig om. Som andel av disponibel inkomst ser det naturligtvis ganska olika ut, mellan 200 och 600 procent. Man är olika känslig när det gäller olika typer av åtgärder. Om vi säger att på makronivå vill vi inte att skuldkvoten ska öka ytterligare blir det centrala: Vad gör man då?

Jag har skapat en liten meny av olika typer av åtgärder för att fånga detta. Jag säger inte att detta på något sätt är de enda åtgärderna. Man kan säkert göra en rad andra saker. Jag säger inte heller att det är någon av dessa åtgärder som ska vidtas. Man kan smeta ut detta över tiden och man kan kombinera åtgärderna på en rad olika sätt. Det här är statistiska

kalkyler bara för att på något sätt fånga in inom vilket härad vi rör oss.

Det första är den kontracykliska kapitalbufferten. Man höjer den till 2,5 procent, någonting som har diskuterats en del på senare tid. Man ökar kapitaltäckningskraven på bankerna. Vi ska komma ihåg att när det gäller Sverige träffar det bara den del av balansräkningen som är i Sverige. 2,5 i förhållande till den totala balansomslutningen hos de svenska bankerna – de har en stor verksamhet utomlands – blir ungefär 1 procent.

Det andra är att avskaffa ränteavdragen. Det tredje är att sänka bolånetaket från 85 till 75 procent. Det fjärde är att införa ett amorteringskrav: rak amortering 50 år när vi antar att ingen amorterar när man inför det. Eller så ser man vad en ränteökning på 2 procent innebär för de här typhushållen.

Så kan vi titta på utgiftsökningar med olika policyåtgärder, mätt i kronor, för att se vad det blir för ökad utgift per månad för de här hushållen. Vi ser att om man höjer den kontracykliska kapitalbufferten till 2,5 procent – inspektionens förslag är att höja den till 1 procent – blir det ungefär 14 punkter efter skatt, 14–20 punkter, om bankerna väljer att vältra över kostnadsökningen på utlåningsräntor, exempelvis till hushållen. Sedan kan bankerna välja att inte göra detta av konkurrensskäl.

Det här är en rimlig och bra åtgärd i sig därför att det binder mer kapital i bankerna. Det är inte någonting felaktigt i det. Det är viktigt därför att det betyder att om man får problem ökar motståndskraften i bankerna. Men det lär inte vara en åtgärd som med kraft hämmar låneökningen.

Ränteavdragen slår självfallet ganska olika beroende på hur stora skulder hushållen har. Det är inga konstigheter i det.

Bolånetaket å sin sida slår på det sättet att om bolånetaket sänks måste

man amortera på det som blir topplån, dvs det som inte var topplån tidigare. Sannolikt får man dessutom lite högre ränta. Men det som framför allt spelar roll är den ökande amorteringen. Vi har antagit rak amortering 10 år på det som är över 75 procent.

Om man inför ett amorteringskrav på 50 år rak amortering ser vi här (figur 3) hur det blir och hur det blir om det blir en räntehöjning och vi antar att alla har lånat till rörlig ränta. Man kan naturligtvis göra ett myller av olika antaganden. Men figuren visar att man kan börja resonera om vad det är vi pratar om, vad det är för belopp vi pratar om, hur stora beloppen är och hur den ena åtgärden förhåller sig till den andra. Syftet med denna lilla räkneövning är egentligen bara att fånga något av detta.

Man kan översätta detta till utgiftsökning i procent av disponibel inkomst. Om väldigt många människor inte amorterar och om man inför ett amorteringskrav på 50 års rak amortering är det en icke obetydlig åtgärd när det gäller vad som händer med disponibel inkomst.

Sedan får man räkna med att det – oaktat den låga räntenivå som vi har i dag och med beaktande av att många av lånen har en evig löptid därför att ingen amorterar – kommer att finnas andra räntenivåer än de nivåer som vi har i dag. Här ser vi lite grann storleksordningen i detta. Vi ser att om det här är effekten på disponibel inkomst, må vara att man smetar ut det över tiden, kommer det naturligtvis också att spela roll för hur det slår på BNP m m, eftersom detta inte är kostnadsfritt.

Vad kan man dra för slutsatser av detta? Man kan säga att makrotillsyns-åtgärder och andra åtgärder påverkar lånekostnaden och naturligtvis incitament till skuldsättning. Vissa åtgärder är mer effektiva än andra och det gäller att hitta en balans. Det är absolut inte något

fel att öka kapitaltäckningen i bankerna. Det är en god sak i sig, men om man ska påverka lånekostnaderna den vägen måste man nog ta till väsentligt mycket mer än vad man gör genom att höja den kontracykliska kapitalbufferten till 2,5 procent.

Vissa åtgärder är som sagt mer effektiva än andra. Och man kan agera på en lång rad olika sätt. Men det är klart att om man vill ändra skuldsättningen i någon större utsträckning så kommer det att kosta. Det finns ingen gratislunch i detta. Det blir alltid en diskussion om hur man kan smeta ut detta över tiden. När är det rätta tillfället att göra det? Inträffar detta tillfälle någonsin? Oberoende av vem som fattar beslutet kommer sannolikt någon alltid att hävda att det är fel tillfälle när beslutet fattas. Det ligger i beslutsfattandets natur. Samtidigt har vi levt med detta under en lång tid och därför är det enligt min mening viktigt att agera därför att obalanserna synes fortsätta att byggas upp. Jag tycker inte att vi kan vänta på ett bättre läge än vad vi har i dag.

Så mycket när det gäller kopplingen makrotillsyn, penningpolitik och vad det innebär om man gör tankeexperimentet att översätta detta till konkreta politikåtgärder.

Låt mig raskt hoppa till den internationella diskussionen och några andra frågeställningar som är nog så viktiga för inte minst penningpolitik i en liten öppen ekonomi som den svenska.

Det första är att när det gäller finansiell stabilitet finns det en ganska lång tradition av att försöka åstadkomma gemensamma regler. Det arbetet har blivit bra mycket intensivare efter krisen, men det är ett samtal som har pågått i många år. Samtidigt har man ställt sig frågan: Borde man inte samordna penningpolitiken i de här sammanhangen? Det är en nog så viktig fråga i små öppna ekonomier, även om debatten i huvud-

sak har väckts av utvecklingsländer.

Hur har det sett ut? Det har varit ovanligt med samordnad penningpolitik efter att fastkurssystemet bröt ihop. Det pågår samtidigt en allt större integration av finansiella marknader. Det drar naturligtvis åt andra hållet. Penningpolitiken i stora länder är en drivkraft när det gäller kapitalflöden. Det påverkar naturligtvis ett litet land därför att om man är granne med en stor elefant eller om man är granne med flera stora elefanter påverkas man.

Det här har lett till en intensiv diskussion om konsekvenserna för ekonomisk stabilitet, finansiell stabilitet och penningpolitik när man har stora kapitalflöden. Man ställer sig frågan: Finns det skäl för penningpolitisk samordning? Ett sätt att beskriva det är att anta att länder i sina relationer med omvärlden strävar efter tre saker som upplevs som önskvärda: En stabil växelkurs, fria kapitalrörelser och en självständig penningpolitik. Men man kan bara ha två av dessa samtidigt. Om man har fast växelkurs och fria kapitalrörelser är det svårt att bedriva en självständig penningpolitik. Om man har fria kapitalrörelser och vill bedriva en självständig penningpolitik krävs att växelkursen är rörlig osv. Man kan välja olika kombinationer, men man kan inte välja alla tre på samma gång; det kommer inte att fungera.

I dagens värld har man hamnat i ett läge där en del menar att det egentligen handlar om ett val mellan enbart två alternativ: Fria kapitalrörelser eller en självständig penningpolitik. Om kapitalrörelserna är fria är det svårt att bedriva en självständig penningpolitik. Så är det förstas om man är med i en valutaunion eller om man har en sedelfond. Men en del menar att så är fallet även om man har en rörlig växelkurs.

Kanske är det att dra en väl stark slutsats att säga att det inte går att driva en penningpolitik alls, för det gör det

nog. En rörlig växelkurs ger fortsättningsvis en penningpolitisk autonomi, men det är svårare att anpassa de monetära förhållandena enbart efter det egna ekonomiska läget. Med fria kapitalrörelser bestäms långräntor på globala marknader. Kapitalflödena har en stor inverkan på växelkurs och det är svårt att alltid bedöma vad som egentligen styr kapitalflödena. Det kan också vara så att den globala finanscykeln drivs av penningpolitik i de stora länderna. Då importerar man en finanscykel som man kanske inte alltid önskar importera. När det rör sig i resten av världen påverkas vi och har att leva med det och försöka hantera det efter bästa förmåga.

Det har förts en livlig diskussion om hur man kan hantera detta i dag. Ett förslag har varit att centralbankerna ska samordna sin politik på ett bättre sätt. Men utsikterna för det är förmodligen inte särskilt goda. Bland annat har IMF:s chefekonom Olivier Blanchard sagt att internationell penningpolitisk samordning är som Loch Ness-odjuret: Det är något som många pratar om men ingen har sett. Så lär det nog fortsätta att vara därför att de penningpolitiska målen sätts nationellt. Det är säkert också svårt att komma överens om vilka effekterna av ett lands penningpolitik på andra länder blir. Men det finns ändå goda skäl att i varje fall försöka analysera de globala aspekterna av penningpolitik när man har mycket stora kapitalflöden.

I brist på en internationell samordning av penningpolitiken kan den nationella makrotillsynen vara ett sätt att hantera att man får in för mycket kapital utifrån. Det är säkert möjligt, men som jag började med att säga: Där finns det betydande element av *learning by doing*. Vi vet i dagsläget inte så mycket om detta.

Ett alternativ som diskuteras på sina håll är att reglera kapitalflödena. Eftersom vi här i Sverige en gång i världen avskaffade valutaregleringen tänkte jag

över huvud taget inte beröra den frågan, för jag tror inte att den är aktuell alls. Men i vissa länder är det naturligtvis många som sneglar också på det.

Låt mig sammanfatta. Jag har gått igenom en katalog av frågeställningar som är aktuella och relevanta i en liten öppen ekonomi som den svenska. Det är frågeställningar som beskriver olika aspekter på den värld vi lever i och som vi har att försöka ta hänsyn till efter bästa förmåga och som går lite bortom den traditionella diskussionen om inflationsmålspolitik som är definierad i termer av tre variabler – inflationstakt, produktionsgap och ränta.

Det pågår en global internationell intensiv diskussion om hur penningpolitiken är beroende av andra politikområden och också av hur penningpolitiken utövas i andra länder. Det väcker naturligtvis en lång rad mycket intressanta frågor, men vi som sysslar med det här till vardags kan inte sitta och vänta på svaren på alla frågorna därför att vi har också en skyldighet att driva en politik i dagsläget.

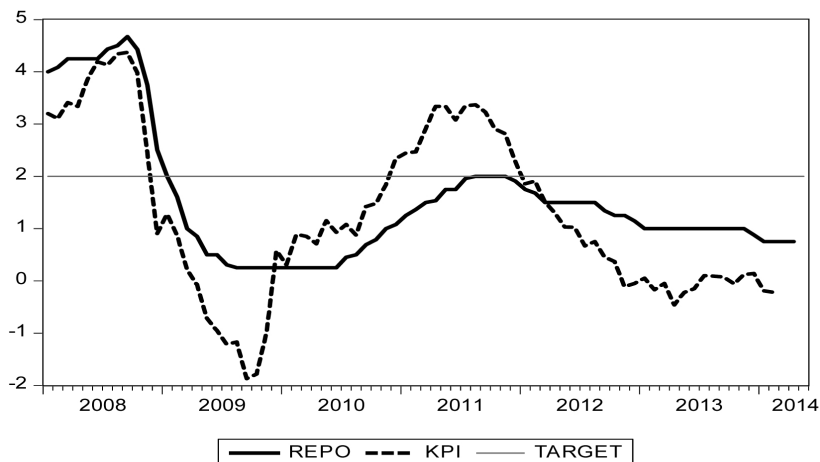
Annika Alexius

Riksbanken har ett fastställt mål för penningpolitiken, som är att inflationen, KPI-ökningen, ska vara 2 procent. Det är därför vi har en oberoende Riksbank. Det är väldigt svårt att påverka Riksbanken t ex från riksdagen. Riksbanken har en oberoende ställning, givet det lagstadgade målet att hålla inflationen på 2 procent.

När man tittar på vad Riksbanken har haft för sig på sistone ser det ut som att målet om inte helt har övergivits, så åtminstone prioriterats ned. I stället har Riksbanken fokuserat på hushållens skuldsättning. Det tycker man som akademiker är ett väldigt egendomligt mål för penningpolitiken, av flera olika skäl.

KPI (figur 4) ligger nu runt 0 och har legat där ett tag. Målet är 2 procent,

Figur 4
Inflation (KPI) och
reporänta



Källa: Sveriges riksbank.

medan reporäntan inte alls är speciellt låg. Den hålls uppe för att försöka minska hushållens skuldsättning, trots att vi har en inflation på ungefär 0. Då är KPI ett dumt mått därför att det innehåller räntorna. Det finns ett annat mått, KPIF, som Riksbanken säkert egentligen bryr sig om och som ligger lite högre. KPIF ligger på ungefär 1 procent. Trots att inflationen, som är Riksbankens formella mål, ligger långt under målet sänks inte räntan, utan den har hållits uppe för att minska hushållens skuldsättning. Så tolkar jag i alla fall det.

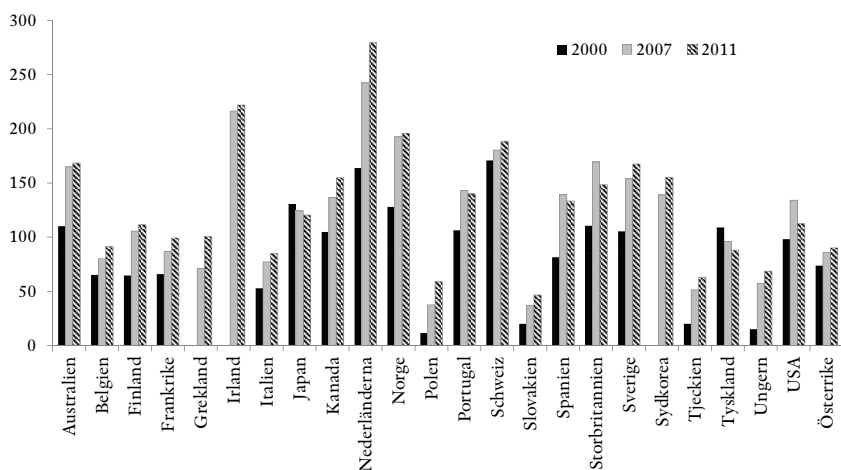
Vi gillar inte att inflationen är så låg. Deflation är väldigt nära, vilket är negativt. Dels får man högre realränta även när vi har noll nominell ränta. Man kan hamna i en deflationsspiral som är extremt otäck. Man får också höga reallöner, eftersom kontrakten är skrivna på 2 procents inflation och om inflationen är noll blir det dyrt för företagen att ha folk anställda. Då sparkar de folk och vi får hög arbetslöshet. Det är inte heller trevligt.

Andra nominella storheter, som skuldsättningen, ökar också reallt när inflationen är låg. Ekonomin är byggd

för 2 procents inflation. Alla förväntar sig det. När den blir noll händer diverse otrevliga saker. De taktiska deflationsspiralerna när vi har en negativ förväntad inflation vet vi inte så mycket om, men vi tror att de är gräsliga. Där vill vi inte hamna.

Inflationsförväntningarna har hittills varit ganska stadiga. Folk tror att Riksbanken på lång sikt kommer att nå sitt mål trots att vi har noll procents KPI nu. Men på sistone har även de börjat famla, så vi närmar oss deflationen. Jag skulle vilja säga att vi behöver höja inflationsmålet till 3 eller 4 procent så att man kan sänka räntan i lågkonjunktur utan att slå i nollan där vi får höga realräntor trots att vi sänker räntan så mycket vi kan.

Hushållens skuldsättning tycks ha blivit ett nytt penningpolitiskt mål. Det måste man diskutera. Får Riksbanken hitta på ett eget litet mål givet att den har fått sitt oberoende för att hålla inflationen på 2 procent? Är skuldsättningen ett lämpligt mål? Som akademiker tenderar man att tro att marknaden är bra på saker och ting. Hushållen bestämmer själva hur mycket de ska låna;



Figur 5
Hushållens skuldsättning som andel av BNI i olika länder

Anm: Värderna för 2000 saknas för Grekland, Irland och Sydkorea.

Källa: OECD.

bankerna bestämmer själva hur mycket de ska låna ut. Resultatet är hushållens skuldsättning. Är det ett problem? Hur kan vi som politiker eller akademiker veta att det finns en lämplig nivå på den, egentligen? Är det inte marknaden som ska bestämma det?

Ett lämpligt penningpolitiskt mål bör faktiskt kontrolleras av penningpolitiken. Vi kan inte ha en penningpolitik som försöker påverka andelen långtidsarbetslösa t ex. Det går inte att påverka den via penningpolitiken. Kan vi påverka hushållens skuldsättning? Den bestäms i stor utsträckning av de långa räntorna, som Stefan sade, eftersom de är internationellt bestämda. De har fallit mycket. Det kan vi inte göra någonting åt. Realräntorna i världen är väldigt låga. Det är väldigt billigt att låna i alla länder och då lånar folk mycket. Det är väldigt svårt att göra någonting åt det med en kort reporänta.

Att ha skuldsättningen som mål är inte praktiskt, givet att den inte går att påverka. Vad vi har som mål för penningpolitiken ska också vara nära relaterat till samhällets välfärd. Då tycker jag inte att 2 procents inflation nödvändigt-

vis är extremt nära kopplat till välfärden heller, men det finns i alla fall en tydlig koppling: Vi vill ha låg och positiv inflation. Hög inflation är dumt och negativ är dumt. Inflationen är nästan den enda variabel som Riksbanken faktiskt kontrollerar. Det är ganska praktiskt att man har en institution, Riksbanken, med ett tydligt, transparent, verifierbart mål: inflationen. Sedan kan Finansinspektionen se till den finansiella stabiliteten och praktiskt hållas ansvarig för att se till att det fungerar. Jag är för detta: en myndighet, ett instrument och ett mål, tydligt och verifierbart.

Vad är en önskvärd nivå för inflationen? Vi har bestämt att 2 procent är lagom. Det kunde vara 3, det kunde vara 1, men det ska inte vara 10 och inte heller ett negativt tal. Så är det inte med hushållens skuldsättning. Det är ingen som vet vad som är en bra nivå. Många anser att den ska ned. Hur vet vi det?

Ett inflationsmål har en lång akademisk tradition. Vi har kommit fram till att det är ett bra mål för penningpolitiken. Sedan kan man ta hänsyn till selsättningen och annat också om man vill. Men att ha hushållens skuldsätt-

ning som mål tror jag inte fungerar. Om Riksbanken bestämmer sig för att ha detta som mål behöver det diskuteras. Den har inte fått sitt oberoende för att hitta på egna mål.

Figur 5 visar hushållens skuldsättning i olika länder för tre olika år, där den streckade stapeln är det senaste. Sverige ligger lite högt, bland den högsta tredjedelen, men det är inte alls så att skuldsättningen i Sverige är extremt stor jämfört med andra länder. I Holland och Schweiz är den hög, men deras centralbanker håller inte på med att oroas över skuldsättningen. Det är inte uppenbart för mig att det här är ett problem.

För att ta det från början: Vi har konstruerat en oberoende Riksbank med stort institutionellt ramverk där ledamöterna utses långt från all form av politisk kontroll för att undvika politisk påverkan på penningpolitiken från majoriteten i riksdagen. Riksbanken har fått detta oberoende, givet att den följer sitt mål för inflationen. Nu verkar den inte göra det. Som akademiker har man väldigt svårt att förstå att den skuldsättning som blir av hushållen och bankerna verkligen är så farlig för ekonomin. Okej, skulderna växer, men det gör en massa andra variabler också. Det här kanske är en *balanced growth path*? Hur vet vi det?

Stefan Ingves

Det är något som försvinner på vägen när man diskuterar hur lätt det ska vara att hantera en inflationstakt på 2 procent. Ni som var med på 1990-talet föreställer er väl aldrig att det går att finjustera detta hela tiden. Vi visste inte då om det skulle vara lätt eller svårt att nå det mål vi hade. Det är klart att det i början framstod som nästan ett mirakel att det gick att nå dit vi ville. Men det återspeglar 1990-talet.

Möjligen har vi varit för effektiva i vår kommunikation. Det är klart att om vi pratar om ett inflationsmål i termer av

2 procent inom två år framstår det naturligtvis som något av ett bekymmer att man också pratar om någonting annat än just det. Men vi ska även beakta vad som sker i övrigt i den svenska ekonomin. Vi vet av erfarenhet att trampar man fel när det gäller stora skulder och katastrofen inträffar år tre eller år fyra brukar det betyda hög arbetslöshet och negativ tillväxt i flera år.

Det svåra i diskussionen är hur man modelltekniskt eller resonemangsmässigt kan ge det här tillräcklig tyngd i den diskussion som förs. Det är inte lätt att göra. Det är ännu svårare att göra det i den modellapparat som har utvecklats under årens lopp där skulder och den finansiella sektorn försvinner, där det inte existerar i modellerna men där vi ändå vet av erfarenhet att trampar man snett blir det oerhört bekymmersamt i samhället.

Vi kämpar hela tiden med: Hur ska vi kunna väcka en debatt och resonera om detta? Man ska komma ihåg att räntan i Sverige i dagsläget inte är 5 procent, utan reporäntan är 0,75. I ett historiskt perspektiv är det en väldigt låg ränta. Det är alldeles klart att inflationen är lägre än inflationsmålet; det är ingenting att hymla om. Samtidigt vet vi att vi importerar en del av detta och att många centralbanker sliter med samma bekymmer eftersom vi uppenbarligen går igenom en fas när inflationstakterna hamnar där de är.

Vi delar åsikterna om det bekymmersamma med deflation. Jag tror inte att det finns några åsiktsskillnader alls där. Samtidigt ser vi i varje fall i nuvarande konjunkturläge inte framför oss en deflationistisk utveckling.

Du sade att målet 2 procent måste vara relaterat till välfärd. Ja, men om man trampar fel när det gäller skulder är det också relaterat till välfärd, för då far väldigt många människor väldigt illa. Det är någonting som är värt att

diskutera så gott det nu går och i någon mån beakta. Det är ett bekymmersamt läge som vi i direktionen har noterat och sagt att vi har en fråga om skulder och en annan fråga om låg inflation. Vi söker i Sverige efter någon kombination för att hantera båda samtidigt.

Vi kommer inte heller ifrån att vi utöver detta med penningpolitik ska främja ett säkert och effektivt betalningsväsen. Gör vi inte det, vet vi hur det slutar. Allting hamnar förr eller senare på Riksbankens balansräkning i alla fall. Då ska man hantera frågan den vägen, eftersom det är ett obehagligt scenario som man helst vill undvika.

Så var det en fråga om i vad mån detta är ett bekymmer i Holland och Schweiz. Det är frågor som man är väldigt medveten om i båda dessa länder, inte minst i Holland, där det har lett till stora bekymmer. Det har lett till bekymmer, men inte nödvändigtvis i den meningen att det är en finansiell kris eller liknande. Det bekymmer som de har, och som vi har sett i andra länder, är att när man har det som jag kom att kalla för skulddominans och då får dipp i konjunkturen sjunker konsumtionen därför att man får negativ *equity* i bostadssektorn. Då får man förmodligen ännu större problem med konjunkturhanteringen än annars. Det vill man undvika.

Det är viktigt att komma ihåg att vi inte har ett mål, en särskild siffra, för hushållens skulder, utan som jag sade vill vi illustrera problemen. Det gör vi naturligtvis mot bakgrund av att om man inte hanterar frågan någonstans i samhället blir det förr eller senare bekymmer.

Thomas Franzén

Det finns mycket likviditet. Vi har extremt låga räntor och väldigt lite reala investeringar. Diskussionen fokuserar på det som reagerar på räntepolitiken. Man är bekymrad för hushållens låntagande och priser på tillgångsmarknaden. Något förenklat är frågan hur vi begrän-

sar effekterna av penningpolitiken.

Hur hindrar vi med regleringar att det som är påverkbart påverkas av penningpolitiken? Penningpolitiken har sådana problematiska effekter att man måste ta hand om dem! Riksbanken, finansinspektionen och finansdepartementet har hamnat i ett Svarte Petter spel om vem som är ansvarig för effekterna av hög likviditet och extremt låga räntor.

Men ytterst gäller frågan penningpolitikens transmissionsmekanism. Vi behöver en alternativ ansats. I stället för att bara bekymra oss för det som reagerar, så bör vi diskutera det som inte tycks reagera på räntesänkningarna. Hur kommer det sig att företagens investeringar inte reagerar på sänkta räntor? Företagens investeringar är ju en viktig del i kapitalmarknaden. På en välfungerande kapitalmarknad genomför företagen investeringar som svarar mot spararnas avkastningskrav – tidspreferens. Om denna del inte fungerar så snedtänder kapitalmarknaden.

Vi måste studera företagens finansiella mål. Det är de som driver investeringarna!

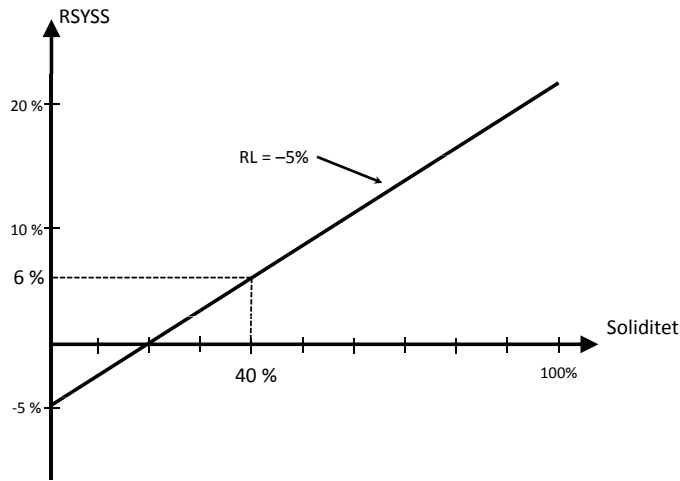
Michael Wolf, vd för Swedbank, har sagt: "Vi (bankerna) måste ha en avkastning på eget kapital på 15 procent. Vanliga företag behöver en avkastning på 20 procent".

Detta uppfattar man som kostnaden för eget kapital!

Låt oss se på några faktorer som ligger bakom dessa höga siffror. En faktor är att vi en gång levde med en hög inflation. Räntorna och inflationen har sjunkit. Men de finansiella målen har inte gått ned. En annan faktor är man ökat ambitionerna för utdelningarna. Mer och mer "måste" delas ut. Om företagen ska kunna växa och samtidigt dela ut mer och mer av vinsten måste vinsterna hållas väldigt höga.

En tredje faktor beror på att företagen inte vill använda börsen för att

Figur 6
För att nå RSYSS på 6% och REK 20% vid en soliditet på 40% behövs en negativ låneränta



Källa: Egna beräkningar.

skaffa kapital. Börsen är en plats för att dela vinster. Vi ser i dag att företagen inte investerar. De delar ut sina vinster och glada aktieägare återinvesterar sina utdelningar i aktiemarknaden. De finner att priserna på aktier stiger eftersom utbudet av aktier inte stiger.

Låt oss då titta på hur det ser ut i företagsvärlden om man ska nå en avkastning på eget kapital på 20 procent. Räntan på avkastningen på eget kapital beror på avkastning på det totala kapitalet i företaget – det sysselsatta kapitalet. Men sedan kan man få upp avkastningen på eget kapital genom att låna. Om räntan är extremt låg kan man få upp avkastningen på det egna kapitalet kraftigt genom att låna så mycket som möjligt. Sambandet beskrivs av ekvationen

$$REK = RSYSS + (RSYSS - RL) * L/EK$$

där

REK är avkastningen efter skatt på eget kapital

RSYSS är avkastningen på sysselsatt kapital

RL är låneräntan

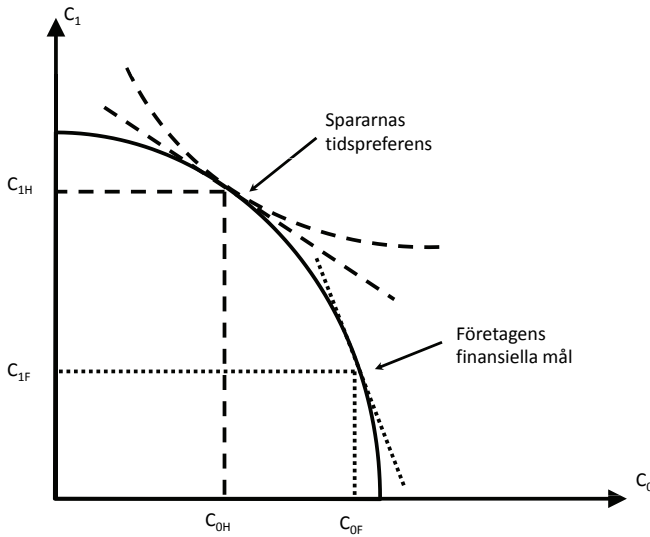
L är lånat kapital

EK är eget kapital

Ju lägre soliditeten är och ju lägre räntan är, desto lägre blir kravet på det totala sysselsatta kapitalet för att uppnå en avkastning på 20 procent. Penningpolitiken stöttar avkastningsmålen i företagen direkt genom att sänka räntan och indirekt genom att stimulera mer låntagande.

Avkastningen på aktier på lång sikt har legat runt 7 procent. Aktiemarknadens diskontering av vinster ligger på ungefär 8 procent. I ett längre perspektiv har avkastningen på eget och sysselsatt kapital inte nått upp till nivåer som uppgår till 15–20 procent. En långsiktig avkastning på 6 procent på totalt sysselsatt kapital är mer realistisk men fortfarande hög i ekonomier som växer med några procentenheter och med obetydlig inflation.

Låt oss ställa frågan vilken räntenivå som skulle fordras för att nå en avkastning på sysselsatt kapital om 6 procent, samtidigt som man får en avkastning på eget kapital om 20 procent. Figur 6 visar sambandet mellan avkastning på sysselsatt kapital och soliditet givet dessa förutsättningar. Figuren är en utveckling av den ekvation jag tidigare visade. Vi ser



Figur 7
Företagens avkastningskrav leder till för låga investeringar

Källa: Egna beräkningar.

att om soliditeten ska vara 40 procent så fordras det att låneräntan är minus 5 procent för att tillgodose avkastningskraven! Vi behöver en kraftigt negativ realränta. Larry Summers och Paul Krugman diskuterar detta utifrån ett traditionellt IS-LM-resonemang. De kallar det sekulär stagnation. Paul Krugman argumenterar för en mycket expansiv finans- och penningpolitik för att nå fram till full sysselsättning. Han diskuterar inte hållbarheten i politiken, dvs hur man ska hantera budgetunderskott m m.

Min analys går ut på att en stor del av problemen är att vi har en dysfunktionell kapitalmarknad. När penningpolitiken i världen försöker knuffa i gång ekonomin slår den på hushållssektorn. Men företagens investeringar är så stela att de inte reagerar. De egendomligheter som dyker upp på finansiella marknader – och det är inte bara cykler utan strukturella faktorer – beror på att det som är känsligt reagerar och att det som är okänsligt inte reagerar.

Vi kan se dysfunktionaliteten genom att använda oss av Modigliani-Millers

analys. Den säger att relationen mellan lånat kapital och eget kapital ska vara mycket mindre än den enorma skillnad som uppstår vid finansiella mål på 15–20 procent. Historiska värden visar också på skillnader på runt 3 procentenheter. Om vi t ex tittar på Folksamns pensions-sparare ser vi att de inte går och drömmar om 20 procent i avkastning på sina aktieinvesteringar.

En traditionell transformationskurva, som visar möjlig produktion, kan illustrera konsekvenserna för politiken av bristerna på kapitalmarknaden. Kurvan i figur 7 visar vilka kombinationer av konsumtion i dag C_0 och i morgon C_1 som är möjliga och förenliga med full sysselsättning. I en effektiv kapitalmarknad ska valet mellan konsumtion i dag och i morgon reflektera människors tidspreferens. Värderingen av framtiden. Om de nöjer sig med 6 procents avkastning så kommer de att välja mindre konsumtion i dag, mer investeringar och mer konsumtion i framtiden, jämfört med om de kräver högre avkastning. Men om företagen kräver en avkastning på eget

kapital på 20 procent så kommer inte detta till stånd vid rimliga skillnader mellan avkastning på eget kapital och låneräntan. Den punkt på transformationskurvan som är förenlig med företagens avkastningskrav innehåller väsentligt mycket mer konsumtion i dag och mindre investeringar. Människor bryr sig alltså mer om framtiden än vad företagen gör. De vill ha mer investeringar i dag och mer konsumtion i framtiden. Företagen strävar i sina finansiella mål mot mindre investeringar i dag. Mer kortsiktighet!

Försöker man dra upp efterfrågan via finanspolitik så löser detta bara kortsiktigt problemen. En extrem finanspolitik i Krugmans anda – gräva diken och fylla igen dem – skulle kunna öka sysselsättningen genom att öka inkomsterna och driva konsumtionen högre år noll. Men sedan visar det sig att människor blivit fattiga i framtiden. Sparande och investeringar är otillräckliga för en trygg framtid. De har kvar en statsskuld i nästa period som de är skyldiga varandra. De vill då spara för att gardera sig för framtiden. Arbetslösheten stiger. I nästa fas måste politiken bli än mer extrem för att få upp sysselsättningen. Trovärdigheten för politiken undergrävs och den har blivit en del av problemen i stället för lösningen.

Dessa problem kan lindras om finanspolitiken inriktas på att staten gör mer av det som företagen borde göra, dvs investera mer i det som bygger framtida välfärd och trygghet. Man behöver också ompröva inriktningen på privatisering och industripolitik. Men det är knappast en långsiktig lösning.

Penningpolitikens effekter är mer indirekta. Sparandet är relativt okänsligt för räntan. Investeringar är ännu mer okänsliga för räntan. Det behövs en extremt expansiv penningpolitik för att få upp efterfrågan och sysselsättningen. Tillgångsinflation ger människor ett

falskt intryck av att produktionsmöjlighetskurvan har skiftat utåt. De känner sig förmögna. De ökar sin konsumtion för att de tror att framtiden blivit ljusare. Detta är en väsentlig aspekt av begreppet finansbubbla. När något inträffar som gör att människor vill realisera sina tillgångar för att trygga framtiden så inträffar det omvända. Tillgångars värde sjunker och människor får intrycket att produktionsmöjligheterna ligger under de faktiskt möjliga. En process med kapitalförstöring äger rum och framtiden blir mörkare. Människor ser om sitt hus genom att konsumera mindre och spara mer. Penningpolitiken görs än mer extrem för att få igång ekonomin. Effekten av penningpolitiken avtar när människor blivit besvikna. Låga räntor innebär att man måste spara mer för att få en bättre konsumtion i framtiden. Transmissionsmekanismen ändras och centralbanken råder inte längre över inflationen.

Ekonomer brukar förklara att det inte finns någon finansbubbla. Eller i varje fall att man inte kan bevisa att det är en bubbla. Krugman hävdar att vi måste ha finansbubblor för att upprätthålla sysselsättningen. Begrepp som ”ny ekonomi”, ”*supercycle*” och ”försvunna risker” lanseras.

Ekonomisk politik måste förstå och beakta problemen på kapitalmarknaden, dvs länken mellan spararen och investeraren. Penningpolitiken måste beakta stabilitetsfrågor.

Vi behöver en läroprocess hos marknadsdeltagarna, politiker, centralbanker och ekonomer och omtänkande i modeller som inkluderar företag. I Riksbankens Ramsesmodell finns det inte någon kapitalmarknad och företag. Ramses är egentligen en mumie!

En del företagsledare som Olof Stenhammar 2013 uttrycker närmast förakt för min kritik av de finansiella målen. De är teoretiska och baseras inte på en för-

ståelse för företaget. Det är de höga finansiella målen som skapar framgång. Sänkta avkastningskrav drar ner oss i "medelmåttighet". Andra hänvisar till att "marknaden" och ratinginstitut kräver så hög avkastning. Det är bl a sådana åsikter som ligger bakom nedskärningar i sysselsättning och att investeringar hålls tillbaka. Bristen på vilja till omprövning gör att en oundviklig omställning i beteenden tar tid. Det skapar ett stålbad av arbetslöshet och social oro.

En del börjar förstå att de här målen måste anpassas. Det finns dock en oro för att priset på aktier sjunker om man sänker kraven på avkastning på investeringar och därmed på eget kapital.

Om man tänker ett steg till är dock oron obefogad. Ett företag som investerar i projekt som uppfyller de avkastningskrav som spararna ställer kommer att öka i värde. Det totala värdet av företaget blir i själva verket lägre om man avstår från investeringar som uppfyller spararnas krav. Det ligger i spararnas intresse att ta makten över de finansiella målen.

I en sådan effektiv marknad kommer utdelningsmålen inte att vara styrande för avkastningskraven. Företag som har goda möjligheter kommer att dela ut mindre, reinvestera, dvs vara tillväxtföretag. De som har sämre alternativ kommer att dela ut en större del av vinsten, utdelningsföretag. Utdelningarna blir endogena och beror på vilka möjligheter företagen har att förvalta kapitalet. I en sådan miljö finns det utrymme för långsiktighet och industriella strategier.

Anders Sundström

Jag sitter här och lyssnar på er. När jag lyssnar på ert resonemang slår det mig att jag tror att det ligger mycket i att man måste spela med alla tangenter på ett piano för att det ska låta bra. Det känner jag detsamma för.

Men frågan blir om den lösning som

vi har i Sverige med den självständiga Riksbanken och den makroekonomiska tillsynen som på något sätt sköts på distans från Riksbanken har blivit en ursäkt för dem som har ansvar för finanspolitiken att ingenting göra.

Jag tyckte att du visade detta på ett bra sätt. Men när det gäller den kontryckliga bufferten förstod jag inte riktigt ditt resonemang. Vad du egentligen sa var att den inte har någon effekt. Det är klart att om det går åt helvete är det bra om bankerna har lite mer eget kapital. Men det kommer inte att åtgärda problemet med att bubblan fortsätter att växa. Därför måste den kontryckliga bufferten fyllas på nästa år om man inte gör någonting mer. Om man inte gör någonting på två år måste den fyllas om på tre år.

Då kommer man likafullt tillbaka till detta med samordningen. Har den här självständigheten gjort det enkelt för politiken att smita undan? När man läser diskussionen om bostadsbubblan ser man att det finns två bovar som målas upp. Den ena är Riksbanken och den andra är bankerna. Men att det inte fungerar i bostadspolitik är knappast Riksbankens eller bankernas fel. Det var min fråga.

Jag var med i 1980-talets kris och i 1990-talets kris. Då var inte denna uppdelning gjord på samma sätt som nu. Då föll allt ansvar på något sätt tillbaka på politiken.

Stefan Ingves

Först och främst handlar det om att man ska undvika att det går snett. Jag har en kommentar till Thomas. Han inledde med att säga att det jag talar om är som att säga att man ska göra sig av med en del av transmissionsmekanismen. Det är korrekt i den meningen att man kan översätta alla makrotillsynsåtgärder till en transmissionsmekanismfråga om man så önskar. Alla dessa åtgärder har, i den

mån de vidtas, effekten att de trasslar till transmissionsmekanismerna. I den meningen kommer man inte undan detta när man funderar på det här från en penningpolitisk utgångspunkt. När allting var stabilt, snällt och prydligt behövde man inte befatta sig speciellt mycket med transmissionsmekanismen. Man antog att den var konstant och att den betedde sig på ett visst sätt över tid. Sedan glömdes man lite bort den och räknade med att marknaderna fungerade väl.

Nu har man dragit den omvända slutsatsen eftersom det gick så dåligt på olika håll: Man kanske ändå ska gå in och göra någonting. Det påverkar naturligtvis direkt transmissionsmekanismen och det påverkar i sin tur både hushåll i den ena änden och hur man har skäl att fundera kring penningpolitik i den andra änden. Det blir en kausalitetskedja som är ganska lång.

Thomas Franzén

Jag vill bara göra klart att låntagande och tillgångsinflation är en konsekvens av en felkalibrerad kapitalmarknad. Om man lägger ett stort tryck på att öka efterfrågan och inflationen genom penningpolitiken kan skulderna öka oroväckande mycket. Om det beror på att det är en annan del av kapitalmarknaden som inte fungerar bra kan det vara en poäng att i stället titta mer på den. Vi hade en period när lönebildningen fungerade dåligt med alltför höga löneökningar. Politiken försökte avhjälpa effekterna på arbetslösheten genom att bli mer och mer expansiv. Politiken blev därvid en del av problemet. Till sist fick vi en läroprocess hos arbetsmarknadens deltagare. Vägen till högre sysselsättning var inte en ensidigt expansiv ackommoderande politik.

Var finns läromekanismen när det gäller den del av kapitalmarknaden som har med företagen att göra? Människor har inte bara brister när de är löntagare,

när de är låntagare eller när de lånar ut till finansiella system. De har också brister när de sitter i företagets styrelser och fastställer sådana finansiella mål. Jag vet det av egen erfarenhet, för jag har sett hur det går till när jag satt i OMX styrelse och såg hur finansiella mål fastställdes. Det ansiktslösa kapitalet behöver en hjärna!

Stefan Ingves

När det gäller Anders frågeställning var det lite grann den fråga som jag försökte väcka när jag talade. Visst kan man vrida på en ratt ett halvt varv och hoppas att det löser sig. Men när man tittar på komplexiteten i systemen kan man inte förvänta sig att det löser alla frågor. Man kan lappa och laga i den ena änden av systemen. Man kan lägga på ett plåster, om man så vill, genom att man på ett eller annat sätt gör det svårare eller dyrare att låna.

Men om det finns grundläggande obalanser under ytan löser inte plåstret det problemet. Dessa obalanser kvarstår och dem kan man inte hantera i en enskild institution – framför allt inte i en centralbank som inte har någon beslutsrätt över huvud taget i dessa sammanhang. Som jag har tolkat det förväntas ändå centralbanken tala om dessa frågor och frågeställningar eftersom vi ska främja ett stabilt och effektivt betalningsväsende.

Emil Ems

Det finns något som jag tycker saknas i dialogen mellan Annika och Stefan, nämligen ett mål för finansiell stabilitet. Riksbanken har ett mycket klart operativt mål på 2 procents inflation. Vissa teoretiker tycks koncentrera sig på det målet och vill utkräva slaviskt ansvar hos riksbankschefen för att inte följa det år från år.

Men hur ser det ut på den finansiella stabilitetssidan? Där borde ansvaret ut-

krävas hos Finansinspektionen för att inte uppfylla sitt operativa mål att bevaka stabiliteten. Men det finns inget sådant mål som man kan låta teoretikerna följa och utkräva ansvar efter. Där finns en viss asymmetri i diskussionen, eller hur?

Stefan Ingves

Det är svårare att hantera det i den meningen att penningpolitiken och en diskussion om den återkommer varannan månad och sedan är det årliga utvärderingar. Det är lättare att mäta. När det gäller finansiell stabilitet pratar vi i den bästa av världar om händelser som inträffar med liten sannolikhet, förhoppningsvis med långa intervall emellan men som har väldigt stor betydelse för folkhushållet. Att i ett årligt perspektiv mäta detta är genuint svårt.

Cecilia Hermansson

Ofta klarar politiker och beslutsfattare bara av ett helvete i taget. Thomas nämnde här lönebildningen och sade att vi hade lärt oss. Det är kanske en del av lärandet att vi fick ett inflationsmål och att parterna på arbetsmarknaden klarade av att föra löneförhandlingarna bättre.

Finns det en risk att vi just nu koncentrerar oss så mycket på finansiell stabilitet som det största hotet, att vi om bara några år kommer att ha problem därför att förtroendet för inflationsmålet har sänkts mycket och att parterna inte längre bara förhandlar om löner utan också måste diskutera vilken inflation de förväntar sig för att de ska kunna förhandla om löner? Hur ser du på risken att förtroendet för inflationsmålet urholkas?

Stefan Ingves

Vi ska göra allt vi kan för att få upp inflationen till 2 procent. Vi tänker på det både dag och natt.

Thomas Franzén

Låt oss titta på en finansiell cykel. Hur ska man använda regleringar för att minska risker? Ni har inte definierat vad det är som driver cykeln! Hur ska ni då utforma strategin för användningen av instrumenten?

När det gäller inflationsmålet: Ni har till uppgift att avgöra vilken nivå på inflationen som är rimlig givet situationen och ekonomins funktionssätt. Det var huvudidén när man införde målet om prisstabilitet. Riksbanken borde återkommande diskutera om det är rimligt att ligga kvar vid 2 procent i varje läge.

Jörgen Andersson

Jag representerar den politiska sidan. Som jag uppfattade det handlar diskussionen väldigt mycket om att motverka transmissionsmekanismen i viss del, dvs där man ser risk för obalans, alltså skuldsättningen i hushållen. Det har funnits olika förslag om hur man motverkar transmissionsmekanismen. Det är amorteringskrav, slopade ränteavdrag osv. Det innebär naturligtvis vissa implikationer om man inför sådana åtgärder. De implikationerna har en effekt på tillväxt och rörligheten på arbetsmarknaden. I någon mån måste det få en effekt på urbaniseringstrycket. Det i sig har en effekt på tillväxt och BNP. Det har även en effekt på köpkraften. Det är rätt stora kostnader för hushållen. Det i sig har en effekt för tillväxt och för företagen, naturligtvis, osv.

Har ni tittat någonting på de effekterna? Någon pratade om att när man försöker hindra en kris är risken att man i stället utlöser en kris. Finns det några sådana beräkningar?

Stefan Ingves

Det är väldigt svårt att räkna sig fram till när man utlöser en kris. Jag undrar om det går. Det som vi grunnar mycket på är tidsaspekten, dvs vad det innebär

att enbart fokusera på nuet. Vad innebär det att ha ett lite längre tidsperspektiv? Om man har ett längre tidsperspektiv får man med sig i resonemangen vad kostnaden är av att trampa fel. Hur ska man väga det emot att göra någonting i dag för att undvika det problemet?

Det är inte alltid lätt att föra det samtalet eftersom vi samtidigt vet när det gäller prognosförmåga att det i ett konjunkturrellt sammanhang funkar hyggligt 1,5 år framåt i tiden. Här ska vi hantera någonting som är betydligt vagare än så. Då blir det alltid väldigt mycket fokus på nuet. I viss mening påminner det mig ibland om debatten i miljösammanhang om koldioxid och sådant. Det är lite samma frågeställning. Något dåligt händer långt i in framtiden – hur ska man hantera det i dag? Det är samma typ av mänskliga *trade offs* som alltid dyker upp i de här samtalen.

Agneta Dreber

I höstas kom det en utredning som hette *Överskultsättning i kreditsamhället?* Vad jag förstår visade den utredningen att de hushåll som har höga skulder också har

högre disponibel inkomst, eller t o m väldigt höga disponibla inkomster. Har man tagit hänsyn till det när man har tittat på riskerna?

Stefan Ingves

Ja, man kan skära dessa data på många olika sätt, och det pågår en debatt om hur det går till. Vi har tittat igenom 4,5 miljoner hushåll, och vi publicerade en rapport alldeles nyligen. Den visar att det i många fall dessvärre är låginkomsttagare som har ganska höga skulder. Det är spritt någorlunda jämnt. Med tre minuter till förfogande är det för långt att gå igenom detta i detalj, men informationen finns på Riksbanken.

Agneta Dreber

Men den strider mot utredningen, som säger någonting annat.

Stefan Ingves

Nej, det gör den inte, utan man har helt enkelt mätt olika saker. Man kan skära dessa data på olika sätt.

Mårten Palme

Vi tackar alla talare och frågeställare.