

## Penningpolitik och finansiell stabilitet – några utmaningar framöver

### NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2010-05-17

Sammanfattade av  
Birgi Filppa, Karin  
Siredo och Elisabeth  
Gustafsson

*Anders Björklund*

Jag hälsar nu riksbankschef Stefan Ingves välkommen.

*Stefan Ingves*

Det är roligt att åter vara här. Jag stod första gången i talarstolen här 1976 och det känns bra att vara tillbaka.

Jag ska tala om penningpolitik och finansiell stabilitet, om några utmaningar som vi har framför oss. Innan jag gör det vill jag säga att det är Mikael Apel, Erik Lenntorp, Lina Majtorp och ytterligare ett antal personer som hjälpt mig att sätta ihop föredraget under ganska många timmar där vi har diskuterat fram och tillbaka om var världen befinner sig för närvarande. Det är ett privilegium att diskutera och jobba med medarbetare av den kalibern, men det är mina tankar och mina idéer och det är jag som står för det som sägs. Det är inte nödvändigtvis så att det jag säger delas av alla andra i direktionen.

Det som ligger till grund för det jag kommer att prata om i kväll är ett ganska långt tal som finns på nätet. Det är inte ett riksbankstal som de brukar se ut utan snarare en föreläsning i ämnet nationalekonomi. Det är ungefär vad som brukar vara utgångspunkten i en församling av det här slaget. Samtidigt ska vi komma ihåg att det verkligen bara är att skrapa på ytan. Det finns många delar i det jag kommer att prata om som egentligen är tillräckligt för en föreläsning i sig om man går igenom alla detaljer, men det kommer jag naturligtvis inte att göra.

Kort och gott ska jag prata om två saker. Den ena är hur man kan se på pen-

ningpolitiken i dag, dvs hur vi bedriver penningpolitik och hur man kan fundera kring det penningpolitiska maskineriet, som jag kallar det, i den värld vi lever i. Det är den första delen.

Den andra delen handlar om: Hur ska man bete sig om man på ett eller annat sätt försöker lägga till en finansiell sektor i en sådan värld? Var hamnar vi då?

Det är mycket grova förenklingar jag gör. Jag kommer inte att säga någonting om växelkursen, t ex. Min förhoppning är ändå att det ska gå att redovisa och resonera kring vad som ligger i tiden när det gäller penningpolitik och finansiell stabilitet. Det är en annan sak att göra daglig politik av detta, om det sedan är ränta eller finansiell stabilitet, det är andra frågeställningar men de finns på tapeten. Många på Riksbanken och på andra ställen, inte minst Finansinspektionen, har att leva med dem den närmaste tiden. Hela den finansiella sektorn i Sverige kommer också att på ett eller annat sätt beröras.

Vad håller vi på med när det gäller penningpolitik? Jag tar det som första utgångspunkt. Vi införde som bekant inflationspolitiken efter att den fasta växelkurspolitiken misslyckats i början av 1990-talet. I början på 1990-talet var det ganska få centralbanker som ägnade sig åt detta, bara två, tre. I dag finns det någonstans mellan 20 och 30 centralbanker som på ett eller annat sätt hävdar att de har ett inflationsmål.

Den andra delen, som följde ”på köpet”, var öppenhet och tydlighet, dvs att vara tydlig med vad vi gör och varför. Det gäller att övertyga befolkningen om att det är bra med inflationsmålspolitik. Då ställer man in sig därefter. Öppenheten och tydligheten har ganska mycket kretsat kring det man kan kalla för beslutsteknologi, dvs: Hur betar sig de människor som utformar penningpolitiken? Hur går det till när de fattar

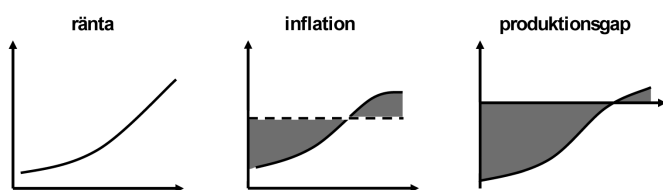
*Ordförande:*

Anders Björklund

*Inledare:* Stefan Ingves, Riksbankschef  
*Kommentator:* Pehr Wissén, adjungerad professor vid Handelshögskolan

*Övriga deltagare:*

Ulf Dahlsten, Hubert Fromlet, Olle Lindgren och Lars Wohlin



Figur 1  
Väl avvägd  
penningpolitik

sina beslut? Det är någonting som nu är mycket mer transparent än vad det var för säg 20 år sedan. Sedan har vi gått ifrån enkla handlingsregler till någonting som förhoppningsvis är en mer realistisk beskrivning av penningpolitiken och tänkandet bakom den än vad vi hade i början av 1990-talet.

Den enkla regel, den enkla syn som vi använde under 1990-talet – det var under den period då jag var vice riksbankschef, låt vara med helt annat beslutsmaskineri jämfört med vad vi har i dag – var: Om inflationen två år framåt i tiden bedöms bli högre än 2 procent och man håller räntan konstant, då ska räntan upp. Och vice versa – om inflationen bedöms bli lägre än målet, då ska räntan ner.

Det var något som var väldigt lätt att kommunicera. Men antagandet att räntan skulle hållas konstant i flera år var inte särskilt realistiskt. Det gjorde det svårt att göra trovärdiga och konsistenta prognoser. Alla andra som ägnar sig åt prognoser gjorde helt andra antaganden om räntenivån och räntenivåns utveckling.

Det ledde så småningom till en annan ansats där vi lämnade antagandet om en konstant ränta och började basera våra prognoser på en bedömning av hur vi skulle behöva ändra räntan framöver. Ungefär så här ser det ut i dag när vi beskriver den svenska penningpolitiken.

Figuren längst till vänster visar räntan. Om man väljer en sådan bana för räntan över tiden, då får vi en inflationstakt som ser ut som figuren i mitten och

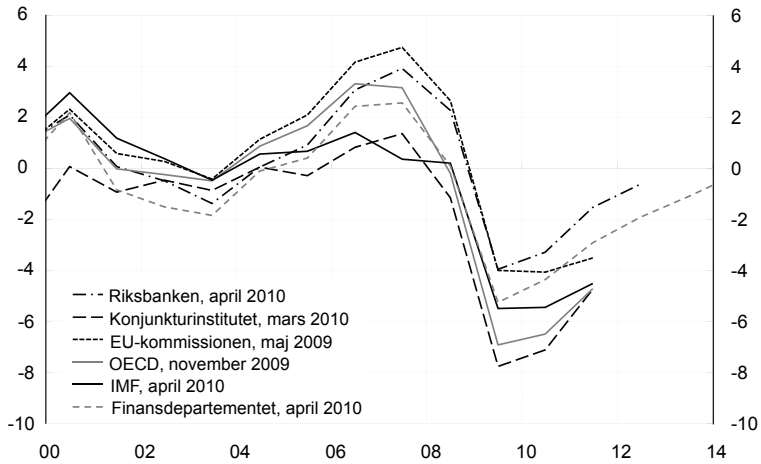
så får vi en skillnad mellan den långsiktiga produktionsförmågan i ekonomin, det som brukar kallas potentiell produktion, och den faktiska produktionen. Den skillnaden brukar kallas för produktionsgap och kan se ut som i figuren längst till höger. Det man menar med en väl avvägd penningpolitik i det här fallet är att de fyllda områdena i bilden helst inte ska vara för stora. Sedan kan man ägna sig åt att försöka mäta detta på alla möjliga olika sätt och resonera om hur man mäter det.

Det som inte syns i en sådan figur är hur man får in osäkerhet, vilka mätproblem som finns och vilken prognoshorisont man ska använda. Pratar vi om två år, tre år, fem år eller vad är det för någonting? Vi ska få allt att hänga ihop när vi ska väga ihop den ekonomiska utvecklingen.

Numera kan man bygga in allt detta i en allmän jämviktsmodell. Man kan rent mekaniskt räkna på detta på ett helt annat sätt än vad vi klarade av för 15 år sedan. Det är en stor fördel och ger en konsistens till prognoserna. Om man avviker från den konsistensen, vilket man mycket väl kan göra, då måste man helst ha någon form av argument eller en berättelse som man använder när man säger: Vi gör inte riktigt såsom i modellen.

Det här är inte på något sätt färdigtänkt, utan det är en teknik eller en teknologi som man kan fortsätta utveckla och jobba med på en rad olika sätt. Något som man inte minst bör fundera på är: Hur ska man göra för att på ett bra

Figur 2  
Olika mått på resurs-  
utnyttjandet



sätt bygga in en finansiell sektor i den här typen av modeller? Hur ska man få den finansiella sektorn att bete sig på ett visst sätt i en sådan värld? Det som är lite anmärkningsvärt med detta är att jag å ena sidan talar som centralbanksperson, men hela modellmaskineriet å andra sidan har sina rötter i en realekonomisk ansats där den finansiella sektorn mer eller mindre har försvunnit. Nu jobbar vi intensivt med att putta tillbaka den i den här världen. Det känns, för att tala för mig själv, väldigt naturligt att göra det. Om man nu är i branschen att skapa pengar, för det är jag, är det lite bekymmersamt om pengarna försvinner i den modellvärld som man uttrycker det i.

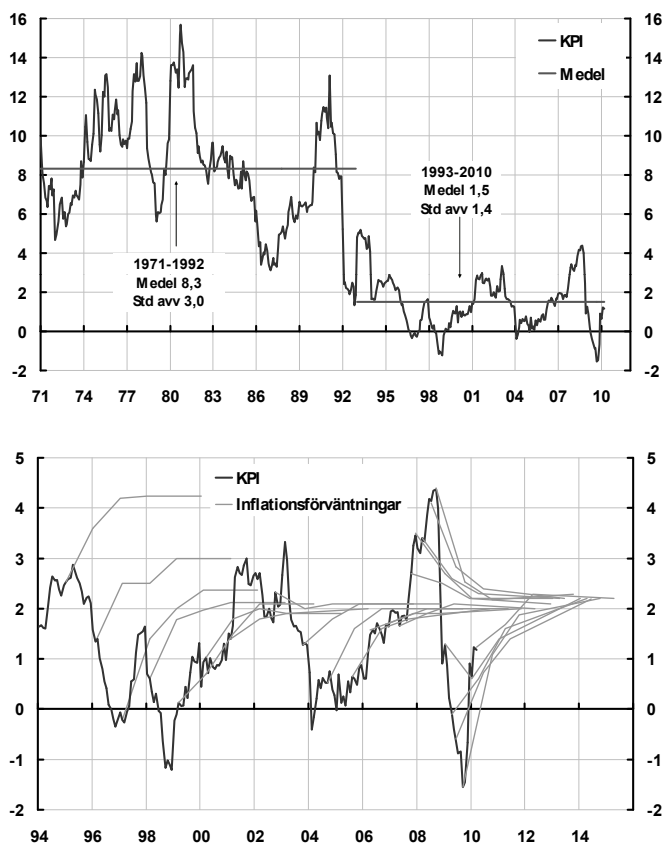
Låt mig backa – jag återkommer till detta med pengarna längre fram – och lite grann lukta på de problem som man har att kämpa med när man arbetar så här. Hur ska vi mäta resursutnyttjandet? Vad menar vi med en ekonomisk produktionsförmåga? Vad menar vi när vi säger att man ligger över eller under någon typ av normalt resursutnyttjande? Bara det påståendet är en lång och spännande föreläsning i sig att gå igenom. Jag tänker inte gå in på det ytterligare nu, utan bara illustrera att man med lite olika teknologier och på olika ställen kan komma

fram till ganska olika resultat när det gäller att mäta vart realekonomin befinner sig och vart den är på väg.

Detta är ett knippe bedömningar. Låt oss titta på två av dem, Riksbankens och Konjunkturinstitutets. Betänk att det här är två olika åsikter om samma ekonomi, den svenska ekonomin. I Riksbanken säger man att resursutnyttjandet ligger på ungefär minus 4 procent, medan det i KIs exempel ligger på minus 8 procent, dvs dubbelt så lågt.

Det är ganska olika världar som tonar fram när man räknar på detta. Då börjar det spela viss roll för hur man sätter räntan och hur man ser på vad som sker i ekonomin. Därför är det viktigt hur man utvecklar dessa analysmetoder när vi så sakteliga tar oss framåt.

Oaktat detta och för att summera det hela kan jag säga att vi har goda resultat av den penningpolitik som har förts i Sverige de senaste 15 åren. Vi har fått en lägre och stabilare inflation än vi hade under en lång tidsperiod dessförinnan. Vi har också haft en stabilare realekonomisk utveckling med färre svängningar. Här är penningpolitiken måhända en delförklaring i det man kallade för "the great moderation", dvs ungefär det stora lugnet på svenska, där uppfattningen



Figur 3  
Inflation och inflationsförväntningar

Anm: Inflationsförväntningar avser penningmarknadens aktörer.

Källor: TNS SIFO Prospera, SCB och Riksbanken.

närmast tycktes vara att in i evigheten skulle tillväxten vara hög, jämn och stabil och inflationstakten skulle vara nära 2 procent. Sedan var det inte så mycket mer att oroa sig för. ”The great moderation” var inte bara en svensk företeelse, utan ett globalt fenomen. Det var många konferenser på det temat under en period – hur det kom sig att vi lyckades åstadkomma en så stabil makroekonomi och hittat ett slags nirvana.

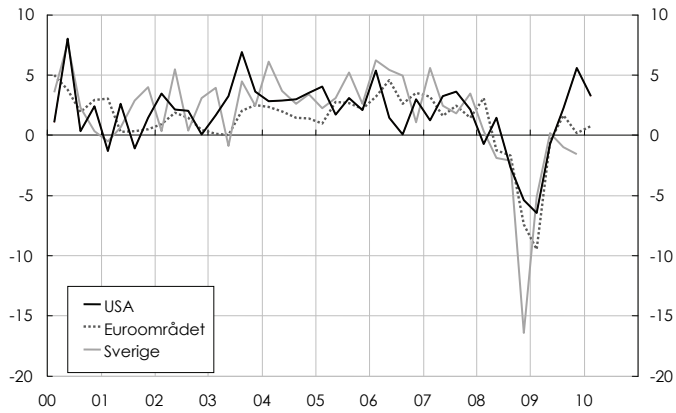
Låt oss titta på den svenska utvecklingen. Vi ser att inflationstakten, i den vänstra figuren, innan den här perioden räknat från 1971 var i genomsnitt 8,3 procent. Sedan föll den till ungefär 1,5 procent. Variationen, standardavvikelse,

är mycket mindre. Vi fick ett klart stabilare system.

Om man frågar folk vad de tror om inflationstakten i framtiden ser vi att i början, när inflationsmålregimen var ny, trodde alla alltid att inflationen skulle bli högre än målet. Det spelade ingen roll vad som hände med den faktiska inflationstakten. Sedan ser vi hur det ser ut i dag. När vi frågar folk säger de flesta att oberoende av om vi ligger över eller under 2 procent blir det på några års sikt någonstans kring 2 procent. Det är förstås positivt.

Men det som också hände är att trots en bättre penningpolitik, och trots att allt verkade så stabilt, blev det så här.

Figur 4  
BNP-utveckling i  
USA, euroområdet  
och Sverige  
Kvartalsförändringar  
i procent uppräknat  
till årstakt, säsong-  
rensade data



Källa: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och OECD.

Ni ser att för Sverige handlar det om en särskilt dramatisk utveckling – vi råkade ut för en riktigt ordentlig spik här. Tillväxten blir väldigt svag under en period. Det är en händelse som inträffar tre gånger på hundra år eller något sådant. Detta är någonting väldigt annorlunda än vad man föreställde sig vid de konferenser som handlade om ”the great moderation”.

Då ställer man sig naturligtvis frågan: Hur kunde det bli så här? Vad finns det eller fanns under ytan som åstadkom detta? Det förtjänar att sägas att vi hade våra egna bekymmer i början på 1990-talet – de är inte med här – då vi hade negativ tillväxt i tre år. Vad som hände då var att den svenska finanssektorn inte var okej när resten av världen var ganska okej. Den här perioden var den svenska finanssektorn i Sverige okej, men resten av världen var inte okej. Det blev alltså tvärtom. I båda fallen får det stora re-ekonomiska konsekvenser på ett eller annat sätt. Det tål att fundera kring: Hur ska man hantera en sådan fråga? Var kommer det ifrån? Går det att undvika detta?

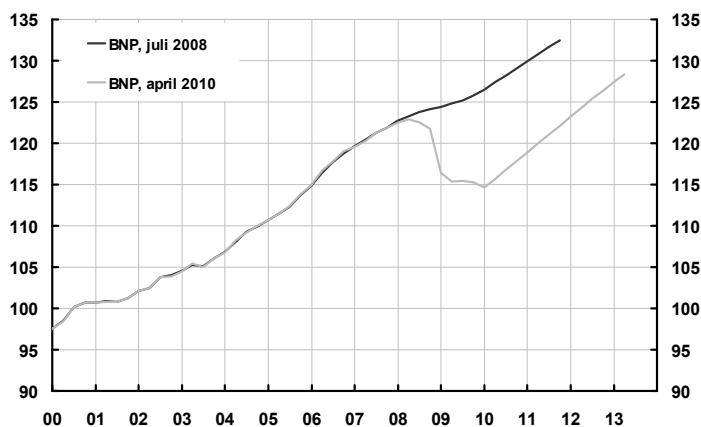
Varför blev det som det blev? Vad är svaret på detta?

Det första är för hög skuldsättning.

Man kan åstadkomma ett sådant förlopp om skuldsättningen i hushållssektorn är för hög. Det är vad som gällde i USA. Man kan åstadkomma ett liknande förlopp om det är för hög skuldsättning i företagssektorn. Det var vad som hände i Korea i slutet på 1990-talet. Man kan också åstadkomma ett liknande förlopp om det är staten som har för hög skuldsättning. Om man buntar ihop alla tre blir det ännu mer bekymmersamt. Om det någonstans i systemet finns för mycket *leverage* och alla en vacker dag bestämmer sig att det är för mycket *leverage*, av vilket skäl det vara må, och ska ta sig ur det – då blir det bekymmer.

Det andra är för lite kapital i bankerna. Det är spegelbilden av detta. Om man lånar för mycket i bankerna hamnar man där förr eller senare och då blir det bekymmer. Ett riktigt dåligt scenario är att folk vill ha tillbaka sina pengar men att det inte går. Då tvingas staten eller stater på ett eller annat sätt att försöka hantera detta.

Ytterligare en lärdom av detta är att likviditetsbufferten i banksystemet var för liten. Man vände sig vid att det gick att hämta hur mycket pengar som helst där priset var lägst, vart i världen det nu råkade vara. Det ser man i form



Figur 5  
BNP-prognoser före  
och efter krisen  
Index 2000=100

Källa: Riksbanken.

av underprissättningen av risk. Det var väldigt billigt att låna på många ställen. Helt plötsligt gäller inte detta längre, marknaderna försvinner, och då inträffar tyvärr det som brukar inträffa: att marknaderna tenderar att fungera som sämst när man behöver dem som mest. I viss mening blir det här binära händelser, noll eller ett. Till vardags är allting okej, och så helt plötsligt en dag är det inte okej, och då ska man försöka hantera det.

Det här var något av en väckarklocka när det gäller centralbankerna, vad centralbanker gör och vad tillsynsmyndigheter gör när de ska hantera detta. Centralbankerna var under den här perioden rätt bra på att klara det man kan kalla normala efterfråge- och utbudsstörningar. Men när störningarna kommer från det finansiella systemet kan det bli mer komplicerat. Vi behöver bli bättre på att analysera finansiella obalanser, fundera kring dem och få en bättre förståelse för varifrån de kommer och hur man kan hantera dem.

Det här leder till en rad olika utmaningar framöver. Jag tänkte diskutera tre, det finns säkert fler och man kan skära det på många olika sätt, men det är så här som jag har valt att beskriva dem.

Den första är: Vad betyder ett sådant förlopp för en potentiell produktion och tillväxt? Hur påverkas potentiell produktion och framtida tillväxt när man får ett fall i BNP på 5,1 procent, som vi hade förra året? Vad betyder det för kapitalstocken? Är den gamla kapitalstocken fortfarande användbar, eller den kanske inte alls är användbar i den nya världen? Vad betyder det för tillväxten?

En annan fråga gäller transmissionsmekanismen: Hur ser den ut? Hur fortplantar sig penningpolitiken när sådant inträffar? Eller snarare: Hur fortplantar sig *inte* penningpolitiken i en värld där man plötsligt har sådana bekymmer, när transmissionsmekanismen inte längre är så stabil som vi är vana vid utan betar sig på ett helt annat sätt?

Den tredje frågan är: Kan man undvika att något liknande inträffar i framtiden? Hur ska man göra om man ska, som det ibland kallas, *lean against the wind* för att bromsa alltför snabba uppgångar i huspriser och utlåning?

I den första frågan om potentiell produktion och tillväxt finns det två vinklingar. Den första är: Hur blir det med produktion och tillväxt framöver givet det som nu har inträffat? Hur ser den realekonomiska utvecklingen ut och

hur mäter man den? Den andra är: Om man nu inför olika typer av regleringar – vad kan det betyda för tillväxten i framtiden?

Så här ser Riksbankens prognos för BNP-utvecklingen i Sverige ut före och efter krisen. Ni kan titta på den undre kurvan och sedan på den övre som visar hur vi tidigare räknade med att ekonomin skulle växa. Skillnaden mellan nivåerna på kurvorna är egentligen den re-alekonomiska kostnaden för det som nu har inträffat – den potentiella produktionen verkar ha skiftat ned. När det gäller finansiella kriser kan man överförenklat säga att det handlar om bokföring, men det här är vad det kostar i utebliven produktion. Då ställs man inför frågan: Går detta att ta igen? Svaret är förmodligen nej, därför att då ska den undre kurvan framöver ligga över den övre kurvan ett bra tag. Det lyckas sällan.

Det vi ser framför oss är att eftersom lutningen är densamma kommer tillväxten att återgå till ungefär densamma som tidigare. Men det stora bortfallet finns där och det tar man inte igen hur enkelt som helst.

Det svåra är att göra en prognos över den undre linjen och bedöma om det är rätt lutning. Eller finns det en helt annan lutning? Finns det en annan ekonomisk politik, vilken den nu än är, som är sådan att det går att få den undre kurvan att närma sig den övre? Det är svåra frågeställningar som inte är enkla att hantera. Det är väldigt svårt att ta igen detta. Om man hade skrivit -90 i stället för -00 här gissar jag att det hade sett ungefär likadant ut. Det innebär att en sådan dipp med andra ord är en mycket stor samhällsekonomisk kostnad som man råkar ut för. Därför är det värt att ställa frågan: Går det att undvika detta på ett eller annat sätt?

Det är då man kommer in på frågan om hur vi ska se på den finansiella sektorn och vad den gör, vad den inte gör

och hur man undviker bekymmer där i fortsättningen. Man kan säga så här: Vi hade ju inga bekymmer i Sverige, så då behöver vi väl inte göra någonting? Men riktigt så är det inte eftersom den svenska finansiella sektorn är väl integrerad med resten av världen. Det innebär att vi inte kan och inte bör hitta på alldeles egna lösningar. Vi har inte längre några sådana. Vad som nu än sker runtomkring oss när det gäller den finansiella sektorn får vi hem på ett eller annat sätt. Därför har vi också att tänka och fundera på detta.

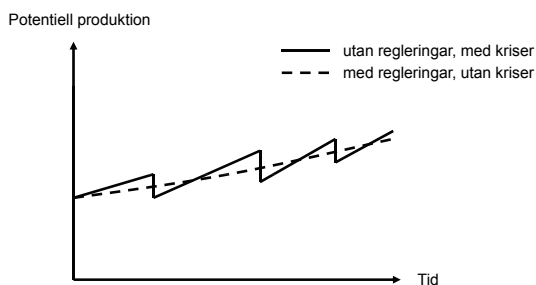
Därutöver är det också så när det gäller regleringarna att om vi kan få färre kriser så tror jag att det är bra. Det känns faktiskt lite konstigt att stå här för andra gången under mitt yrkesliv och prata om allt som går åt skogen. Det borde bara vara en gång. Två gånger är en gång för mycket och jag hoppas att jag slipper någon ytterligare gång framöver.

Det väcker frågeställningen: Vad kan man då göra för att få färre kriser? Vad innebär det? Och när man ger sig in och börjar skruva i systemen – finns det då en risk för överreglering? Och vad betyder det? Det är egentligen det jag ska prata om som den andra delen i min redogörelse.

Jag har inga färdiga lösningar. Det är inte det jag är ute efter. Vad jag är ute efter är framför allt att illustrera hur man kan tänka kring de här frågeställningarna för att sedan så småningom göra reell ekonomisk politik av det hela. Ett sätt att illustrera detta är att beskriva det som på bilden här.

Den hackiga kurvan är den vi vill undvika – stora svängningar i BNP från tid till annan. Helst vill vi se någonting där regleringarna, eller vad det nu är – kanske att bankerna själva ser ljuset – gör så att det är den streckade linjen som kommer att gälla i fortsättningen.

Vad det handlar om är: Går det att åstadkomma färre kriser och med vilka



Figur 6  
Potentiell produktion  
med och utan kriser

Källa: Egna beräkningar.

medel? Hur lång tid tar det och hur ska det gå till? Jag vill betona att det jag säger i det följande är inget annat än illustrationer.

Om man tittar på den hackiga kurvan så är ett annat sätt att beskriva de här svängningarna som att det på något sätt via den finansiella sektorn uppstår en extern effekt i ekonomin. Plötsligt drabbas väldigt många människor som egentligen inte hade mycket med detta att göra från början. Då handlar det om hur man ska hantera den externa effekten. Den externa effekten kommer från det faktum att banken har litet eget kapital där man omvandlar sparande till lån som sedan blir investeringar. Det är hela idén med bankverksamhet, men där finns också en känslighet som är svårt att hantera.

Det här påverkar transmissionsmekanismen, som ni har sett många gånger. Om man ser på bilden här som visar skillnaden mellan interbankräntor och statspappersräntor ser ni längst till vänster extremt låga ränteskillnader. Sedan drar allting i väg med den stora peaken som är Lehman Brothers. De allra senaste dagarna ser ni att kurvorna svagt börjar vända uppåt. Då kanske man säger: Nu är vi på gång igen! Man försöker sedan hantera det efter bästa förmåga. Det är i allt väsentligt inte en svensk historia, utan det är något man har att hantera i Europa. Men finansiell oro leder till en

svårhanterlig transmissionsmekanism där man får en kraftigt varierande räntemarginal. Då är det inte så enkelt att hantera penningpolitik i den världen.

Man kan illustrera detta på en mängd olika sätt. Ett annat sätt är att titta på skillnaden mellan reporäntan och en femårig statsobligationsränta. Vi ser här att de följs åt ganska bra. Men på slutet ser ni att det blir en helt ny värld – en annorlunda värld. Man kan alltid resonera om huruvida det är meningsfullt att koppla ihop den femåriga räntan med reporäntan. Det är här gjort som en illustration, där man kan säga att de historiskt sett har gått att koppla ihop ganska väl, men plötsligt så går det inte längre. Det innebär naturligtvis att penningpolitiken blir mer svårhanterlig än den har varit bakåt i tiden.

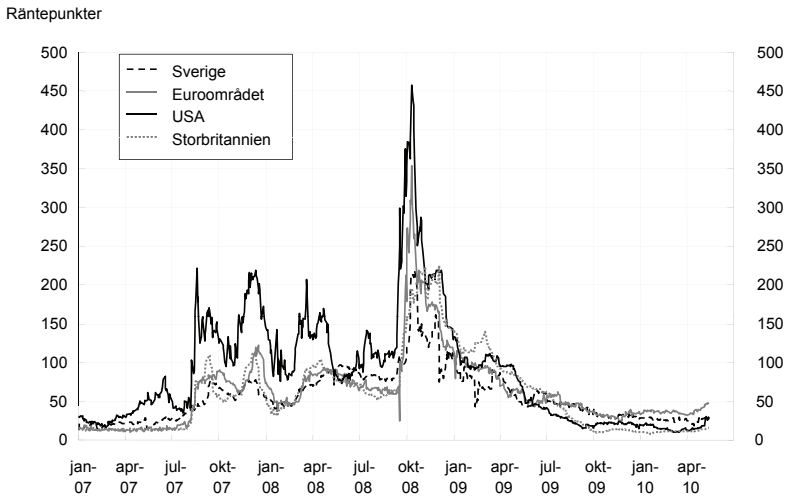
Ett sätt att tänka kring penningpolitik är att inte enbart fokusera på den av centralbanken satta räntan, utan i stället fokusera mer på utlåningsräntan i samhället – den ränta till vilken slutkunden lånar. Det är egentligen den räntan som påverkar slutkundernas investeringar och konsumtion. Utlåningsräntan kan förenklat illustreras på följande sätt:

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

Man kan då titta på utlåningsräntan på det sättet och säga att  $i_t$  är den penningpolitiskt satta räntan. Den andra variabeln  $\delta$  är räntemarginalen som



*Figur 7*  
Skillnad mellan interbankräntor och statspappersräntor (TED-spread)



*Ann:* Differensen är beräknad som skillnaden mellan tre månaders interbankränta och tre månaders statsskuldväxel.

*Källa:* Reuters EcoWin och Riksbanken.

*Figur 8*  
Reporänta och 5-årig statsobligationsränta



*Källa:* Riksbanken.

på ett eller annat sätt åstadkoms i den finansiella sektorn. Då ställs man inför frågeställningen: Hur ser då denna ut? Om den åker runt kraftigt blir det ett bekymmer. Man behöver då fundera på båda. Om  $\delta$  är en stabil, stadig faktor så kan man bortse från den, då är den bara där. Då vet man precis vad man håller på med. Låt mig inflika att jag inte på något sätt vill tynga er med formler här i kväll

utan de är till för att illustrera. Formlerna kommer inte från någon modell eller någonting sådant, utan de är bara till för att fånga ett sätt att beskriva vad det handlar om.

Vi vet, inte minst eftersom vi har haft en finansinspektion i flera hundra år, att man har sagt så här: Något slags regleringar krävs på de finansiella marknaderna! Därför har vi en variabel  $z$  här,

som står för de regleringar vi har – t ex kapitaltäckningsregler. Vi behöver då lägga till regleringar i formeln för utlåningsräntan:

$$i_t^{\text{utlåning}} = i_t + \delta_t(\bar{z})$$

Dessa regler har vi därför att vi vill undvika de externaliteter som uppkommer om banksystemet får stora bekymmer. Det betyder också att räntemarginalen på ett eller annat sätt påverkas av detta. Jag tror att jag kan säga det med visst fog, för jag drar mig till minnes mina år i Finansdepartementet. Varje gång vi skruvade i regelverket kom det en lång rad uppvaktningar från bankvärlden som berättade för oss om vådorna av att ändra någonting. Hur reglerna ser ut är därför någonting som angår alla i branschen.

Vad som kommer att ske nu är att regelverken kommer att ändras på ett sätt som jag återkommer till lite grann längre fram. Det gör att räntemarginalen sannolikt blir högre än den har varit tidigare. Sedan väljer jag att använda begreppet räntemarginal mer som ett sätt att presentera och resonera om detta. Om man är fascinerad av sådant – och det är ju jag som ”räntenörd” – kan man göra om regleringar till en skuggränta. Ett annat sätt att uttrycka detta med regleringar är med andra ord att göra det i termer av en tänkt räntemarginal på ett eller annat sätt. Det handlar om i vad mån det blir dyrare och svårare att låna för slutkunden.

Vad som händer den närmaste tiden är att vi kommer att få ett ”engångskift” uppåt i räntemarginalen eftersom det blir ett antal nya regler. Vad som sker är att under anpassningsperioden kommer transmissionsmekanismen att påverkas innan vi går mot ett nytt stabilt jämviktssläge, vilket det nu sedan är. Man måste bestämma sig de närmaste åren för med vilken hastighet det hela ska gå och hur det ska fungera över ti-

den. Så länge konjunkturen är dålig är det bättre om bankerna kan låna ut än att de inte lånar ut. Det betyder att alla är överens om att bankerna ska ha högre kapitaltäckning men först någon gång i framtiden. Frågan man då ställs inför är: När ska man göra detta så att det av konjunkturskäl blir någorlunda lagom?

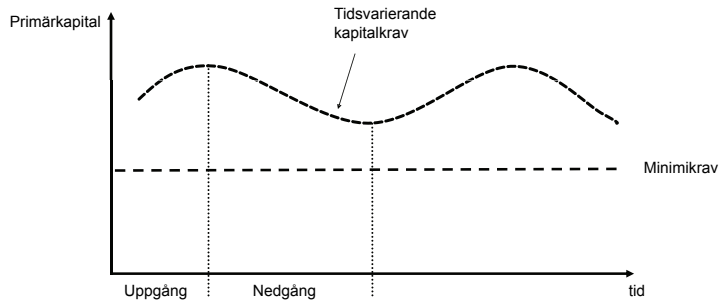
Det finns ytterligare en aspekt på detta. Här pratar jag om  $z$  i termer av en konstant som inte ändras över tiden. Men vi är också på väg in i en värld där  $z$  blir tidsvarierande. Där kommer detta  $z$  sannolikt att variera över tiden när någon – vem det nu är – kommer att bestämma  $z_t$ . Även detta kan illustreras med utlåningsräntan:

$$i_t^{\text{utlåning}} = i_t + \delta_t(z_t)$$

När man kommer så långt kommer man in i en värld som ser ut som jag visar här –  $z_t$  varierar över tiden. Då kommer det att se ut ungefär på det sätt som jag illustrerar i den här figuren. Den illustrerar det kapital som en bank, eller banksystemet i sin helhet, ska hålla. Den raka linjen visar minimikravet. Ovanpå det är det lagt ett tidsvarierande kapitalkrav, dvs en kapitaltäckning som varierar över tiden där man tänker sig att kapitaltäckningen stiger i en högkonjunktur och att man tillåter den att falla i en lågkonjunktur på ett eller annat sätt.

Hur det här ska gå till tar oss in i det ämnesområde som man på engelska kallar för *macroprudential*. Det är ett begrepp som handlar om hur hela den finansiella sektorn fungerar – inte nödvändigtvis bara hur enskilda banker fungerar. Det är regleringstekniskt – om vi kallar det så – en ny värld. Det är en ny värld som håller på att växa fram där man för närvarande som bäst resonerar oerhört intensivt på alla möjliga olika håll om hur detta ska gå till. Man kan beskriva det på en rad olika sätt och det är inte helt

Figur 9  
Ett tidsvarierande  
kapitalkrav



Källa: Egna beräkningar.

enkelt. Det är inte heller många som har ägnat sig åt detta. Det är inte enkelt att beskriva det i termer av vilken beslutsregel som åstadkommer detta. Hur ska den beslutsregeln se ut rent tekniskt?

Låt mig ge ett exempel på en sådan regel:

$$z_t = z(\bar{z}, l_t - \bar{l}_t, y_t - \bar{y}_t, \dots)$$

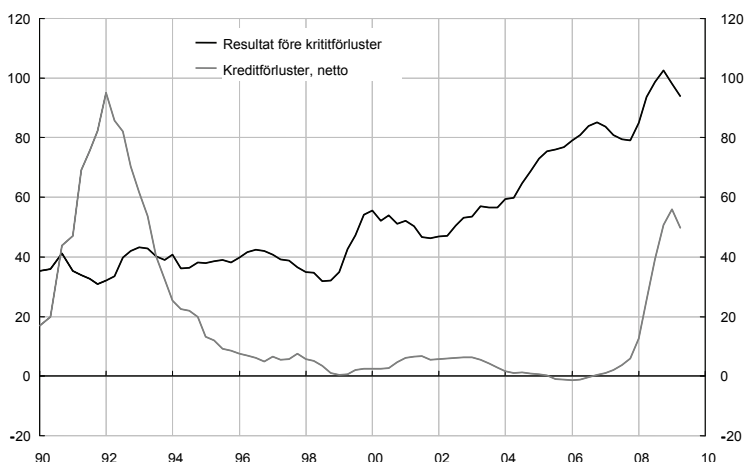
Det här ser lite krångligt ut men  $(l_t - \bar{l}_t)$  står för skillnaden mellan utlåning och genomsnittlig utlåning och  $(y_t - \bar{y}_t)$  är samma produktionsgap som jag pratade om tidigare – skillnad mellan faktisk produktion och något slags normalproduktion. Man kan beskriva det på det här sättet och säga att den tidsvarierande delen av regleringen på något sätt är beroende av dels den allmänna ekonomiska utvecklingen och dels utvecklingen på kreditmarknaden. Då börjar variabeln  $z$  att röra sig upp och ned över tiden. Sedan ska det till ruskigt mycket empiri för att åstadkomma detta så att det blir en riktig beslutsregel av det hela. Men det är ungefär så man kan tänka på det. Sedan kan man utforma det på en lång rad olika sätt. Man kan också knyta det, om man så önskar, till exempelvis redovisningsregler. Men jag ska inte gå igenom det, utan jag säger det bara för att illustrera.

Det betyder att i en sådan värld

påverkas utlåningsräntan av den penningpolitiskt satta räntan,  $i_t$ , och av en handlingsregel av något slag som kommer att påverka räntemarginalen i den finansiella sektorn. Sedan gäller det att styra detta efter bästa förmåga.

Det innebär att om man får en tidsvarierande reglering som den jag beskriver här så får man också en fascinerande frågeställning: Vem ska göra det här, då? Och de som gör det – vilka de nu än är – hur ska de hantera det när man samtidigt ska förhålla sig till penningpolitiken? Den andra variabeln vi såg tidigare,  $i_t$ , är ju penningpolitiken. Då har man att ta ställning till det institutionella upplägget för detta, vilka institutioner som ska göra det och på något sätt komma underfund med hur penningpolitiken förhåller sig till regleringarna och vice versa.

Detta är någonting som kommer att diskuteras livligt på alla möjliga olika håll i världen. Den frågan är under ytan intimt förknippad med frågeställningen om hur tillsynen över den finansiella sektorn ska relatera eller relateras till det man gör i en centralbank. Detta är naturligtvis löst institutionellt på en massa olika sätt i olika länder. Men om man t ex följer lagstiftningsfrågan i USA för närvarande är detta en oerhört central fråga. Till en del är det precis detta det handlar om, även om det inte framställs



Figur 10  
Resultat före kreditförluster, kreditförluster, netto, i storbankerna  
Summerat över fyra kvartal, miljard kronor, fasta priser  
2009-12-31

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.

på det sättet när man diskuterar paragraferna i kongressen.

Varför gör man då detta? Det kan man illustrera på en rad olika sätt. Jag har gjort ett försök att illustrera den externa effekt som följer när man gör kreditförluster. Återigen är detta bara en illustration som visar hur det såg ut i svenskt bankväsende i början på 1990-talet. Det här visste vi som höll på med bankkrisen på 1990-talet sommaren 1992. Det visste också andra, t ex de på finansmarknaden i London. Om man vet det och har satt in pengar på banken så är det inte konstigt att folk blir oroliga. Det är någonting liknande som har inträffat på andra håll i världen på senare år – därav de mycket stora externa effekterna till följd av att likviditeten försvann. För att hålla i gång det finansiella systemet var centralbankerna tvungna att tillhandahålla en väldig massa likviditet.

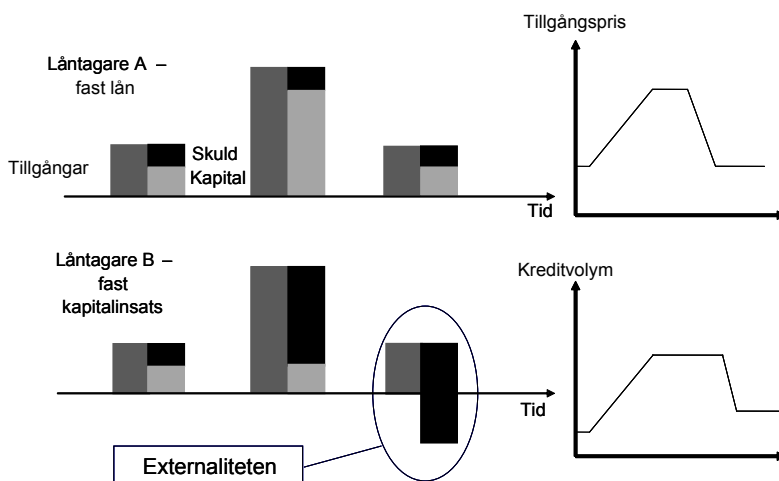
Så här blev det sedan – om vi visar hur det ser ut ända fram till i dag. Ni ser att linjen som visar kreditförluster åter pekar uppåt. Tack och lov, för svenskt vidkommande, är det så att isberget den här gången förblev under ytan. Kredit-

förlusterna ligger alltså under intjäningsförmågan. De kreditförluster som finns här gäller framför allt Baltikum. Men det är detta som är kärnan i det hela – i detta fall enbart illustrerat med svenska data, men man kan göra det på andra sätt.

Låt mig sedan gå över till en extrem överförenkling. Det andra är något som har hänt och nu ska jag bara försöka illustrera det vi kallar en kreditexpansionsexternalitet – ett jättekrångligt ord! Det visar i alla fall bekymret när det gäller värdepapper och tillgångar och tillgångspriser. Vi kan börja med låntagare A, som har bestämt sig för att han ska ha ett fast lån. Men kapitalinsatsen, det egna kapitalet, får variera. Man kan fundera på vad som händer när tillgångspriserna stiger. Under detta finns låntagare B, som i stället bestämmer sig för att han ska ha ett fast eget kapital, men han lånar mer och mer när det går bra.

Om tillgångspriserna går upp på det sättet och om vi tänker oss en bubbla av något slag ser ni i de här båda figurerna att låntagare A lånar lika mycket som tidigare och får ett jättelikt eget kapital,

Figur 11  
”Kreditexpansions-  
externalitet”



Källa: Egna beräkningar.

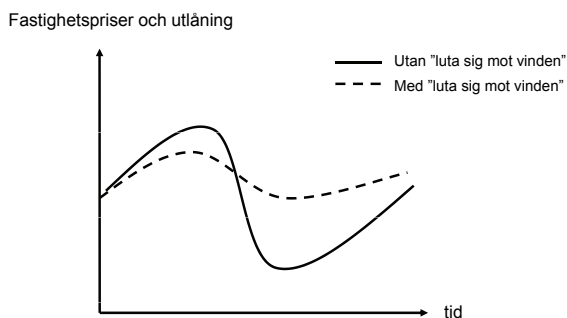
dvs han har ett jättelikt förlustabsorberande kapital. Men låntagare B, i den undre figuren, lånar en massa pengar och har kvar mindre och mindre eget kapital när han startar med samma summa. Sedan stiger kreditvolymen i det undre fallet. Det är det den måste göra för att åstadkomma detta. Sedan faller tillgångspriserna, som de ju brukar göra efter ett tag. Sedan ser man hur det blir.

Ni ser att i det övre exemplet blir låntagaren som hade fasta lån av med sitt eget kapital, som var jättestort. Sedan försvann det, men det händer inte så mycket mer eftersom det fanns tillräckligt mycket riskabsorption där. Men om vi tittar på den andra, undre, låntagaren ser vi att han hamnar på minus. Det egna kapitalet är helt uppätet och borta. Sedan ser vi hur kreditvolymen faller, för då är inte detta lån längre utan dåliga krediter. Då plockar man bort dem ur statistiken. Ni ser här att det är här banksektorexternaliteten uppkommer. Här kommer nämligen någon att förlora pengar och här åstadkommer man mycket betydande äganderättsövergångar när konkurser inträffar på ett eller annat sätt. Det är

detta som leder till att så länge man reder ut äganderättsövergångarna går hela ekonomin mer eller mindre i stå. Det tar ett tag och det leder till negativ tillväxt för det mesta.

Då ställs man inför frågan: Hur ska man hantera detta? Hur ska man försöka åstadkomma ett system som är sådant att man inte får den här kreditexpansionsexternaliteten, i varje fall inte för ofta? Och hur ska man då koppla ihop makro och mikro i en värld, som jag oerhört förenklat har försökt visa här? Ett annat sätt är att säga så här: Låntagare A är bubblan i början på 2000-talet, för då var det mest eget kapital som man hade råd att förlora. Den undre låntagaren är i stället någon form av bostadsmarknadsbubbla i USA, Spanien eller var det nu kan vara. Det kan för all del också vara vår egen i början på 1990-talet.

Då ställs man inför den svåra frågeställningen: Ska man luta sig mot vinden och försöka bromsa husprisuppgången och utlåningen och vad innebär då det? Idealiskt tänker man sig att om man lyckas med det visar den svarta kurvan här vad som sker med fastighetspri-



Figur 12  
Att luta sig mot  
vinden

Källa: Egna beräkningar.

ser och utlåning i en värld där man inte lutar sig mot vinden. I ett slags idealscenario gör man någonting, vad det nu är. Någonting kan här innebära regleringar eller penningpolitik eller en kombination av dessa båda. På det sättet åstadkommer man den streckade linjen och förhoppningsvis får man därigenom en mindre dålig makroekonomisk utveckling.

Det svåra med det här är att det visar sig att det är jättesvårt att bygga in någonting sådant i modellvärlden. Samtidigt, om man läser Reinharts och Rogoffs bok som handlar om finansiella kriser, vet vi att detta inträffar. Det är detta som boken handlar om. Alla säger alltid: *This time it's different*. Det kommer inte att hända den här gången. Sedan blir det så i alla fall.

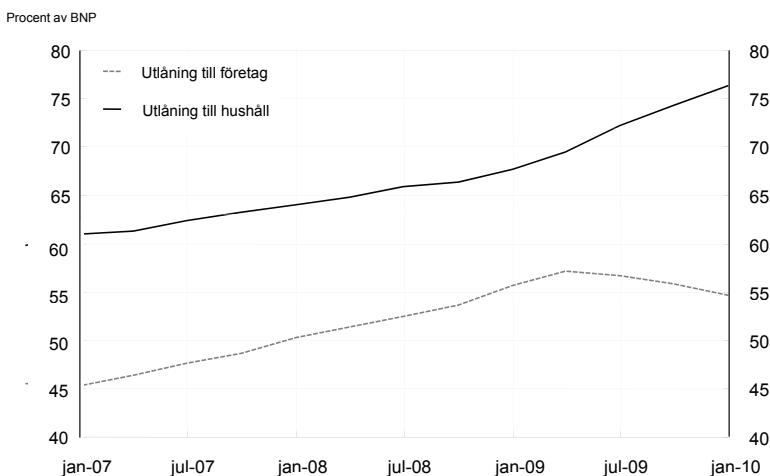
Om man talar om att luta sig mot vinden i det här sammanhanget ställs man inför frågan: När ska man då göra det? Då är frågeställningen i grunden egentligen lite lik den man funderar på när det gäller penningpolitiken och påståendet att penningpolitik är *to take away the punch bowl when the party gets going*. Det tvekar vi inte att göra när det gäller penningpolitik. Samtidigt är det lite svårt att förstå varför man då skulle tveka i andra sammanhang. Men man ställs fortfarande inför frågan vad det

är man ska göra – är det penningpolitik vi pratar om eller är det att ägna sig åt regleringar i finanssektorn? Ytterligare ett förhållningssätt är att inte göra någonting alls och säga att vi städar upp efteråt. Jag har ägnat tio år av mitt liv åt att städa. Jag gjorde på sätt och vis en karriär av det. Men det är bättre om man slipper, det är i alla fall den åsikt jag har. Det blir så förskräckligt dyrt för samhället när detta inträffar.

Då har man detta med att göra någonting. Vad är då det? Är det räntan, är det regleringar eller är det både och? På agendan i dagsläget finns regleringsverktyg. Ska det vara högre kapitaltäckningskrav? Ja, det kommer vi att få på ett eller annat sätt. Ska man använda ett tak för belåningsgrad, ungefär det som Finansinspektionen ägnar sig åt att fundera på för närvarande? Eller ska man ha amorteringskrav? Ska man införa olika typer av avgifter?

Avgifter är mycket spännande och intellektuellt oerhört intressant. Man kan fundera på det man kallar för pigoukatt, som för det mesta handlar om miljöavgifter, för att hantera olika typer av externaliteter. Om det nu är så att finanssektorn då och då åstadkommer en externalitet i form av en krasch som kostar mycket för samhället – finns det då något sätt att ta ut avgifter i den finan-

Figur 13  
Utlåning till företag  
och hushåll



Källa: Riksbanken.

siella sektorn så att det blir svårare eller dyrare att göra det? Rätt utformad är den stabilitetsavgift som vi har i Sverige ett sätt att fundera kring detta. En annan typ av avgift är den som man betalar för insättarförsäkring. Ytterligare en typ av avgift som vi har pratat om i andra fall är att helt enkelt införa ett kassakrav på bankers upp- och utlåning i utländsk valuta eftersom svenska banker genom sina aktiviteter i Baltikum har förorsakat folkhushållet en betydande negativ externalitet.

Hur man sedan minskar risken för finansiella kriser tål att funderas på. Det kan göras på en rad olika sätt. Vi är långt ifrån i ett läge där man har klart för sig hur det egentligen ska se ut. Men det är någonting som många diskuterar på en rad olika håll. Ett sätt att illustrera detta, hur sådana saker ser ut och varför Finansinspektionen på sin kant har hållit på med *loan-to-value ratio*, dvs att man inte får låna till mer än 85 procent av marknadsvärdet, är att titta på utlåning till företag och hushåll. Ni ser här att hushållens upplåning i relation till BNP bara sedan 2006 har gått från ungefär 60 procent till någonstans mellan 75 och 80

procent av BNP. Om vi går tillbaka till 1990-talet har relationen fördubblats från ungefär 40 procent och nu är vi på väg emot 80 procent.

Det kan inte fortsätta så här hur länge som helst. Det är inte en stabil jämvikt att ha det så. Om det fortsätter så för länge får vi en hushållssektor med en för hög belåning, med alla de bekymmer som följer av det och som är välkända för alla. Därför vill vi naturligtvis på ett eller annat sätt undvika detta.

Då tar vi ytterligare ett steg in i regleringarnas värld, återigen enbart för att illustrera. Låt oss tänka oss att vi har två marknader, en marknad för företagslån och en marknad för hushållslån. Om vi låter H stå för hushåll och F stå för företag så får vi alltså två ränteeckvationer:

$$\begin{aligned} i_H^{\text{utlåning}} &= i_t + \delta_H(z_H) \\ i_F^{\text{utlåning}} &= i_t + \delta_F(z_F) \end{aligned}$$

Vi ser att den penningpolitiskt satta räntan är densamma, men räntemarginalen som man reglerar fram kan bli olika;  $z_H$  behöver inte vara samma som  $z_F$ . Då ställs man inför frågan vilken spak ska man dra i för att påverka utlåningsräntan? Den penningpolitiskt satta räntan

är alltså ett sätt att reglera kostnaderna för att låna. Ett annat sätt är att laborera med  $z_H$  eller med  $z_F$  för att försöka hantera de bekymmer som kan finnas i respektive sektor.

Har man kommit så långt ställs man inför ganska knepiga frågeställningar. Vilken väg ska man gå? Ja, räntan är ett trubbigt instrument därför att den penningpolitiskt satta räntan, om den följer det mönster som vi tänker oss när det gäller penningpolitik, regnar ned ungefär lika över alla. Regleringar däremot kan riktas på annat sätt.

Vi har pratat om 1970-talet och om de regelverk som fanns då. På den tiden var det alldeles uppenbart att man kunde ägna sig åt betydande regelarbitrage och ta sig runt de regler som finns. Hur kan man hantera det? Vad är det som är någorlunda lagom? Det är i stor utsträckning det som diskussionen kommer att handla om framgent. Då kan en kombination vara en framkomlig väg. En ytterligare frågeställning som inte finns med i den skrivna versionen är följande. Vi brukar säga: ett mål, ett medel. Men när man pratar om medel tänker man sig att mål och medel är oberoende, men det är de inte i det här sammanhanget, utan allting hänger ihop. Det blir lite knepigare. Där har vi en lång väg kvar när det gäller att fundera kring hur man ska gå till väga.

För att sammanfatta det hela tror jag att inflationsmålpolitiken har varit en bra modell. Det är en modell som har tjänat Sverige utomordentligt väl. Siffrorna talar för sig om vi tittar på de senaste 15 åren. Det finns en hel del tekniskt utvecklingsarbete som kan göras inom den modell som vi har börjat med. Men vi behöver tänka vidare på olika typer av finansiella obalanser, där vi har fått en väldigt handfast lektion i vad det innebär de senaste åren.

En konsekvens kommer att vara att penningpolitiken, såsom vi känner den

i dag, dvs inflationsmålpolitiken, på något sätt kommer att komma närmare finansiell stabilitet. Vad det sedan innebär när det gäller det institutionella upplägget och vad det egentligen är man ska göra återstår att fylla med ett innehåll. Där kan jag inte annat än säga att arbete pågår. Det här har verkligen bara varit att lite grann krasa på ytan.

### *Pehr Wissén*

Jag har lovat att ge några kommentarer till det Stefan Ingves sade. Det jag tänker göra är att ta upp finanskrisen och vad som har orsakat den och titta på bruttolistan med förklaringar till finanskrisen.

Vad är det som har lyfts fram i debatten? Min bild av debatten är att det ännu inte finns någon riktig konsensus i frågan vad det var som orsakade krisen. Det finns konsensus om några av de saker som Stefan Ingves nämnde, exempelvis att banksystemet var underkapitaliserat. Dock lägger olika debattörer väsentligt olika vikt vid olika förklaringsfaktorer.

Listan på möjliga förklaringar till finanskrisen vill jag sedan använda för att se vad centralbankerna kunde ha gjort bättre respektive vilka punkter de inte på något uppenbart sätt kunde påverka.

Jag har grupperat de möjliga förklaringarna i sex olika kategorier.

Den första består i att det fanns felprissättningar på de finansiella marknaderna. Man talade om en bubbla på den amerikanska bostadsmarknaden och att bubblan var en viktig faktor för att förstå varför vi fick en finanskris.

Den andra förklaringen är ofullständigheter i regelverken. Jag skulle lätt kunna ägna en timme åt bara detta: Banker, hedgefonder och andra företag kunde minska sitt kapitalbehov och därmed öka avkastningen på eget kapital på en given transaktion utan att bryta mot regelverket. Man kunde minska kapitalkravet på ett fullständigt lagligt sätt.

Det har skrivits mycket om de mak-



roekonomiska obalanserna; den tredje kategorin. De bestod i att man hade ett stort sparandeunderskott i USA och ett sparandeöverskott i framför allt Kina, Indien och de oljeproducerande länderna som finansierade en överkonsumtion i USA. Den katastrof som finansvärlden väntade på var ett okontrollerat dollar-ras. Det problemet har ännu inte uppstått.

Diverse företagsinterna problem såsom felaktiga incitamentssystem och bristfällig riskkontroll är den fjärde kategorin av förklaringar. De finansiella företagen, bankerna och andra, har haft dålig kontroll på risker. Det har talats mycket om bonussystem som har uppmuntrat till ett överdrivet risktagande.

I USA har debatten även handlat om institutionella tillkortakommanden, framför allt om bolåneföretagen och hur de skötte finansieringen av bolånesektorn i USA. Det stora försäkringsbolaget AIG (American Insurance Group) som övervakades på ett mycket otillfredsställande sätt, gick omkull. Institutionella ofullkomligheter som dessa, framför allt i USA, är den femte kategorin av förklaringar till krisen.

Slutligen har vi den sjätte kategorin av förklaringar; det s k *shadow banking*-systemet, som utgjorde ca hälften av bolånemarknaden i USA och som bedrevs utanför det reglerade bankväsendet, visade sig fungera avsevärt sämre än vad någon tidigare hade trott.

Som sagt kan man gruppera de här faktorerna lite olika. Detta är en brutalt kort sammanfattning av de förklaringar som har förts fram.

Alla dessa förklaringsfaktorer involverar inte centralbanker.

De faktorer som Stefan Ingves har varit inne på har bl a handlat om bubbler. Bör centralbankerna ha ett ansvar för att se till att några lånefinansierade bubbler inte uppstår?

Det finns ofullständigheter i regel-

verken: Centralbankerna sitter med i Baselprocessen och är med och utformar regelverken. I Sverige har vi två olika institutioner – Finansinspektionen och Riksbanken – som är med och utformar de internationella regelverken i Baselprocessen. Riksbanken har en roll i att medverka till att vi får ändamålsenliga regelverk efter den finansiella krisen.

Vad gäller centralbankernas roll före, under och efter krisen har man frågat sig: Var penningpolitiken för lätt i upptakten till finanskrisen? Vi diskuterade här på föreningen för något år sedan när Stefan Ingves gästade oss frågan om vad som händer när räntan under en längre period hålls under tillväxttakten i ekonomin. Det är intuitivt ganska lätt att förstå att om man kan låna till 2 procent och ekonomin växer med 4 procent och man investerar pengarna i någonting som i genomsnitt ger samma avkastning som tillväxten i ekonomin i genomsnitt verkar detta som en penningmaskin. Det är ett tillstånd som inte kan vara bestående väldigt länge. Röster har höjts som sagt att det fördes en för lätt penningpolitik framför allt i USA under en lång period. Den lätta penningpolitiken byggde upp en kreditexpansion som ledde till felinvesteringar och överinvesteringar. Frågan är om tumreglerna för penningpolitiken borde ses över med anledning av detta.

Centralbankernas hantering av själva krisförloppet ska vi inte diskutera här. Centralbankerna har sänkt räntor, man har ökat likviditeten och man har temporärt tagit över värdepapper från marknaden som inte kunnat hantera det. De frågor som har varit svåra att hantera från både finansdepartement och centralbanker har varit *cross border*-problem av olika slag. Banker med verksamheter i flera länder som haft problem har behövt stöd och det har varit svårt att avgöra vilket land som ska ge stödet.

Efter krisen frågar man och Stefan

tog upp något av detta: Hur ska man undvika nya bubblor? Den gamla s k Greenspandoktrinen som var den förhärskande före krisen var att centralbanker över huvud taget inte ska tänka på finansiella bubblor utan stå utanför och städa upp efter dem när de väl har brustit.

Vi hade för några veckor sedan ett seminarium med bland andra Assar Lindbeck här på Nationalekonomiska Föreningen där ekonomer debatterade nationalekonomins roll i att förutse den finansiella krisen. Där sade Assar Lindbeck att centralbanken – eller någon annan lämplig myndighet, beroende på land – borde sticka hål på alla bubblor som kan tänkas uppkomma. Det är bättre att sticka ett par hål för mycket än för lite, vilket är 180 grader runt från den doktrin Alan Greenspan hade. Att sticka hål på alla bubblor innan de uppstår kräver en tankemodell för att bedriva penningpolitik så att man kan få grepp på alla problem som detta skapar. Vilka medel behöver man? När ska man sätta in dem, hur ska man bedöma deras effekt?

De nya regelverken tycker jag är en av de stora utmaningarna där det vore spännande att få höra synpunkter från Stefan Ingves. Det ligger nu förslag först från Baselkommittén och sedan i förekommande fall från Bryssel på rätt omfattande ingrepp i regelverken för den finansiella sektorn. Det är förslag som går ut på att avhjälpa många av de problem som Stefan Ingves var inne på, alltså för lite kapital i sektorn och för små likviditetsbuffertar.

Det har gjorts bedömningar av effekterna av de här regelverken. Såsom de i dag är skrivna skulle de innebära att svenska banker skulle behöva emittera någonting i stil med 1 000 miljarder i bankobligationer. Det är en studie från SEB som vågade sig på att använda den siffran. Bankerna kommer dessutom att

behöva antingen emittera mycket mer nya aktier eller göra sig av med tillgångar för att påverka sitt kapitalbehov.

Låt oss då anta att volymen statsobligationer som är i omlopp samtidigt ökar – vi ser ju en ökad statsskuld i Europa och ökade svårigheter att finansiera statsskulden i flera europeiska länder. Då får vi ett scenario med väldigt mycket mer värdepapper i omlopp i ekonomin i framtiden och samtidigt sannolikt banker som har mindre kapacitet än tidigare att sköta vanlig utlåning.

Man kan fråga sig: Hur påverkar detta förutsättningarna för att bedriva penningpolitik? Det är något som ingen riktigt har svar på i dag. Vi är flera som jobbar på detta och försöker få i gång studier som visar hur detta kan komma att fungera. Om man ska våga gissa eller tänka högt verkar det sannolikt att det kommer att leda till ett mer värdepappersbaserat system än det vi hittills haft, mer USA-liknande i den bemärkelsen.

De som har lätt att hantera värdepappersmarknaden kan säkert hantera detta bra. De som möjligtvis kommer i kläm i detta är troligtvis bolånetagare och små och medelstora företag som inte på samma sätt direkt har tillgång till värdepappersmarknaden och som kan riskera att bli undanträngda i den stora förändringen av regelverken.

Vad händer med penningpolitiken? Stefan Ingves talade mycket om det mått som var skillnaden mellan Riksbankens reporänta och den ränta till vilken hushåll och företag själva lånar. Om de i stigande utsträckning lånar antingen på värdepappersmarknader eller på värdepappersrelaterade marknader skulle jag möjligtvis våga mig på gissningen att det kommer att betyda att det blir en större variabilitet i de räntor de möter. Man har mer svängningar i likviditetsförhållanden på marknader som styr de räntor som tas upp, vilket i så fall stryker under de problem som Stefan Ingves var inne på.

Mitt budskap är att det är bra att man ger sig på regelverken och försöker förändra och försvåra uppkomsten av nya kriser. De förslag som har lagts fram är emellertid väldigt omfattande och får stora konsekvenser. Kostnaden för att göra felaktiga regleringar är väldigt hög. Den balansgång som beslutsfattarna just nu har är att antingen agera fort eller att tänka efter och räkna på vilka konsekvenser detta får. Det är ett stort och viktigt vägskepp som jag inte tror i alla delar är genomarbetat.

### *Stefan Ingves*

Jag vill säga två saker. Det ena är att i en idealisk värld kan man använda en jämviktsmodell för att bena upp frågeställningarna och se var man hamnar. Om man överförenklar innebär det mer riskbärande kapital. Det är naturligtvis inte gratis, utan det kostar någonting någonstans att åstadkomma det. För det första händer någonting under själva anpassningsprocessen och för det andra händer det någonting med avkastningskrav, räntemarginal och sådant längre fram i en ny jämvikt. Båda de delarna har en centralbank att på något sätt bedöma. Penningpolitiken tar inte *time out*, utan de bedömningarna ska göras varannan månad på något sätt och då får man försöka hantera det efter bästa förmåga och bedöma vad som sker i ekonomin i övrigt.

Pehr nämnde i förbifarten att när man har en ekonomisk integration inom den finansiella sektorn av en sådan omfattning som vi har i dag vill det till att vi blir bättre på att hantera det gränsöverskridande på ett sådant sätt att vi får mer likformiga regelverk och vi får lättare att hantera alla möjliga bekymmer som kan uppkomma. I den meningen är det väldigt bra att organisationen European Systemic Risk Board kommer till stånd en bit in på nästa år så att det finns en paneuropeisk organisation. Det är sam-

tidigt inte lätt, för alla har vi med oss ett slags inhemsk ryggsäck och en inhemsk historia när det gäller att hantera detta och det behöver göras.

### *Hubert Fromlet*

Jag ber att få framföra två frågor till riksbankschefen. Stefan Ingves har citerat professor Alan Blinder som tidigare har varit professor på Princeton, sedan vice centralbankschef i USA, och som nu är på Princeton igen. Blinder skrev nyligen, i mars i år tror jag, i *Journal of Economic Literature* en hel del om de problemställningar som Stefan har tagit upp i dag. Han går dock något längre i sina resonemang – vilket han kan göra som akademiker – om hur bubblor ska hanteras eller förebyggas. Blinder menar också att det finns två faktorer som kan sättas in som verktyg. Det ena är räntan, det andra är regleringar och, precis som vi fick höra nyss, båda delarna. Blinder hänvisar till avvägningsproblemet. Han menar samtidigt att av allt att döma måste penningpolitiken spela en mindre roll i sammanhanget. Den bör dock ha erforderlig betydelse vid kreditfinansierade bubblor – men ej vid eventuella aktiebubblor.

Kan riksbankschefen kommentera något på just den punkten?

Samme Alan Blinder skrev i samma publikation, *Journal of Economic Literature*, i slutet av 2008 om optimal kommunikation från centralbankernas sida. Han menar att det fortfarande inte finns någon riktig definition av vad optimal kommunikation egentligen kan vara och att man måste arbeta vidare med detta.

Min andra fråga är nu:

Vågar sig riksbankschefen på en dylik definition av optimal kommunikation, framför allt med tanke på att centralbankernas kommunikation blivit ännu svårare under den rådande krisen? Detta eftersom – som vi numera vet – centralbanker i sin kommunikation inte

enbart bör fokusera på inflationsmål eller inflationshänsyn utan också på finansiell stabilitet eller eventuella hot mot denna. Försvarar dessa faktorer den framtida kommunikationen? Hur kan centralbanker tackla detta framöver?

### *Stefan Ingves*

Det är långt ifrån enkelt att hitta en lagom avvägning mellan ränta och regleringar. Det var av just det skälet som jag använde begreppet skuggränta tidigare. Om man som centralbanken sätter räntan har man i andra änden penningmängden, att skapa pengar på ett eller annat sätt.

Låt oss säga att penningpolitiken aldrig någonsin över huvud taget har någonting med det här att göra, utan att vi i stället ska ha massor av regleringar och så reglerar vi hela systemet på annat sätt. Då har vi ändå någonting att göra med systemet, därför att det blir dyrare att låna eftersom skuggräntan blir jätte-hög. Om man gör det väldigt kraftfullt och intensivt över snart sagt alla marknader som man över huvud taget hittar är det varvet runt till en allmänt högre räntenivå. Det delikata är att hitta en lagom avvägning.

Det är precis den frågeställning jag tog upp. Räntan i det här avseendet är ett trubbigt instrument, för den slår överallt, medan regleringarna kan vara mycket mer specifika, men de kan vara mycket mer specifika bara upp till en gräns där alla tar sig runt regleringarna på ett eller annat sätt.

Vi kommer nog inte undan att vi har att försöka hantera båda, vilket är ytterligare ett annat sätt att säga – kanske inte så konstigt – att om man aggregerar upp hela ekonomin till tre saker, räntebana, produktionsgap och inflationstakt, försvinner nog någonting på vägen. Om för mycket av den finansiella sektorn försvinner på vägen när man gör aggregeringen, och det är inget fel att göra det,

ska man vara lite försiktig när man funderar kring hur man kan hitta rätt balans i detta. Det är det vi söker efter. Det verkar ändå vara så, och det var därför jag tog det exemplet förut, att om det blir för hög belåning någonstans i ekonomin, hushåll, företag eller staten, blir det i regel bekymmer förr eller senare. Det är absolut en variabel som man ska vara vaksam på när det gäller att hitta detta lagom som Blinder pratar om.

Den andra delen, optimal kommunikation, är en väldigt svår fråga att svara på. Det gäller att kommunicera så mycket som möjligt och så mycket man förmår. Om man knyter det till finansiell stabilitet är vi en av de få centralbanker i världen som regelbundet publicerar bankspecifika stresstest. Det är någonting som jag hävdar har tjänat oss väl de senaste åren. Det betyder att var och en kan läsa hur det ser ut i de enskilda bankerna. Om någon bank hävdar att vi har fel – och det kan vi naturligtvis ha – får man ta en offentlig diskussion om detta och varför det är på det sättet. Det tror jag har varit bra och till nytta när det gäller resonemang om finansiell stabilitet jämfört med om man inte gör det över huvud taget och om man jämför med den förhållandevis stora dramatik som uppstod i USA när man för första gången producerade sina stresstest. Så småningom publicerade man något slags något diffusa stresstest för de europeiska finansiella systemen.

Men det är inte lätt, för när man kommunicerar och blickar in i framtiden har man också fel ibland. Man kan inte veta hur framtiden blir. Då är det hela tiden en avvägning – att man får äta upp det så småningom. Man får liksom välja. Men rent allmänt sett tror jag att det är en mycket stor fördel om man kan vara så tydlig man över huvud taget förmår.

Hur man ser på kommunikation och hur man ser på kommunikationens innehåll är någonting som inte är

konstant. Det ligger lite utanför dagens ämne, men eftersom du frågade om kommunikation säger jag det här. I en centralbank med sex stycken personer som ska sätta räntan blir det också en frågeställning i sig när man kommunicerar, vad man kommunicerar och hur det går till. Där ställs man inför avvägningar av hur man ska göra. Det är någonting som Blinder har skrivit om och funderat mycket på – var ska man lägga sig i ett spektrum mellan klarhet och tydlighet och bort mot det som han kallar för en kakofoni? Om det blir det senare tillför det ju inte så mycket.

Finansiell stabilitet är definitivt någonting som går att utveckla. Det har vi nog att leva med och att knyta närmare till det penningpolitiska samtalet än vad som har gjorts historiskt.

#### *Lars Wohlin*

Jag ska först säga lite grann om den politiska aspekten på finanskrisen. I USA fanns ett starkt politiskt tryck att hjälpa de fattiga och inkomstsvaga grupperna att få egna bostäder. Därför ville man ge dessa grupper möjligheter att finansiera sina bostäder med låga korta lån. Detta ledde till en finansiell katastrof i USA.

Vi hade egentligen liknande system i Sverige. Vi fick låna upp till 75 procent av fastighetens värde vid hus- och bostadsinstituten. Allt över detta skulle staten lämna – lån upp till i verkligheten ca 150 procent av fastighetens värde. Den svenska staten förlorade ungefär 500 miljarder på detta förfarande. Det är proportionsvis ungefär lika mycket som i USA. Med den socialistiska attityden eller den kapitalistiska attityden kom man alltså från olika håll men nådde samma resultat: Man skulle hjälpa de svagare hushållen att lösa sina bostadsfrågor.

Jag vill föra in de bostadspolitiska frågorna i den finansiella krisen. Något mer än hälften av den totala kreditgiv-

ningen gäller bostäder. Därför tvingas politikerna att gå in. Många människor berörs av bostadsfrågan. Det har vi sett även i Sverige. Man säger: Nu ska vi föra över regleringen till Finansinspektionen. Det är ju en revisorskommitté som aldrig har haft någon kompetens i de här frågorna. Då flyttar man bort makten från Riksbanken.

Det förs en diskussion också i USA om att flytta makten till andra instanser för att göra de här lösningarna. Jag tycker att det är intressant att gå vidare med detta: Hur går de politiska systemen in i de här frågorna när kriserna uppstår? I den aspekten vill jag föra in mycket mer. Regleringssystemet har egentligen att göra med att 60 procent av kreditgivningen berör mycket stora och breda grupper som väljer och har ett oerhört inflytande på politiker. Jag tror att ungefär 50–60 procent av finansmarknaden går till fastigheter som ägs av privatpersoner. Det gör att det är en sådan otrolig politisk dynamik i dessa frågor.

Den andra synpunkten jag har gäller det du säger när du talar om marginalerna i frågan. Vi hade ett system där man skulle låna ut mot fastigheter som säkerhet. Man skulle alltså ge långa lån mot fastigheter – minst fem års fasträntelån som kunde återbetalas genom att indirekt återköpa motsvarande långa obligationslån. Det var alltså långa lån. Då fick man naturligtvis den ränta som bildades på den långa obligationsmarknaden. Men det var också helt fritt att återbetala lånet. Det var en väldigt liten marginal, 0,4 procent.

Det var ett system som fungerade. Om man sedan ville ha mer krediter var det privatlån. Det betraktades inte som fastighetslån utan som konsumtionslån. Där kunde man ställa krav att bankerna skulle ha t ex 15 procents kapitaltäckning. Men på långa fastighetslån kunde man ha låga kapitaltäckningskrav för

där fanns låg finansiell risk. Jag tycker inte att man gör någon klar distinktion mellan fastighetslån och privatlån som är konsumtionslån. Jag saknar den distinktionen i den analys som kommer från Riksbanken. Det har inte varit uppe i debatten ordentligt.

Jag har i EU-parlamentet argumenterat för tanken att man måste skilja på detta – fastighetsfinansiering på den långa marknaden och privatlån som kan skötas av banker. Det är en helt annan typ av reglering. Banker är bra på att bedöma personkrediter. Då är det inte fråga om fastighetens framtida värde. Men de bedömer annat än fastigheter. Det är en annan typ av reglering. Jag tycker att det är viktigt att man gör distinktionen mellan fastighetslån och privatlån och det görs inte i den här analysen.

Detta var mina två kommentarer.

#### *Stefan Ingves*

Det är ungefär det som kommer att göras om Finansinspektionens nya regler kommer att tillämpas så småningom. Det blir ju en konsekvens av det när man har en belåningsram med fastigheten som säkerhet som ligger på 85 procent. Resten skulle komma någon annanstans ifrån och då blir det vanliga typer av lån. Det blir framför allt lån eftersom man inte har fastigheten som in-teckning med högre kapitaltäckning. Därigenom får man en liten men dock effekt av den typ som vi har pratat om här i kväll.

#### *Lars Wohlin*

Jag vill bara göra kommentaren att det finns oerhört starkt motstånd mot den tanken.

#### *Olle Lindgren*

Jag har två frågor till riksbankschefen som är kopplade till två diagram som du visade. I den publicerade versionen är det diagram 3 på s 4. Det handlar om kapacitetsutnyttjandet. Skulle vi kan-

ske kunna få se de här graferna en gång till? Jag tror att det vore en pedagogisk poäng i detta. Det handlar alltså om kapacitetsutnyttjandet. Som du själv också betonade finns det en avsevärd skillnad mellan Riksbankens bedömning av kapacitetsutnyttjande och Konjunkturinstitutets, som ju sitter närmast de här frågorna, kan vi väl säga.

Min tolkning är att du har en tydlig preferens för att luta dig mot vinden eller ”err on the side of caution”, som det också hette en gång i världen. Vad innebär det för avvägningen mellan prisstabilitet å den ena sidan och resursutnyttjande, dvs sysselsättning och tillväxt, å den andra?

#### *Stefan Ingves*

Min poäng var bara att visa att man kan räkna på en rad olika sätt. Under ytan finns det nästan hur många kalkyler som helst. I det här fallet är det räknat på BNP och det kan man nog beskriva som någon form av glidande medelvärde eller vad man nu väljer. Ett alternativ är att räkna på gap baserade på arbetade timmar eller på sysselsättning av ett eller annat slag. Det är ytterligare en variant.

Sedan får man helt enkelt välja vad man tror är mest lämpligt. Då är man varvet runt i figuren som jag visade tidigare, dvs att om BNP faller så pass mycket som den har gjort på sistone – finns det då skäl att tro att kapitalstocken och ekonomins sätt att fungera är sådana så att om efterfrågan kommer tillbaka har vi exakt den kapitalstock och den sysselsättning på exakt de ställen i ekonomin där de behöver finnas för att det här hastigt ska komma tillbaka? Det ställnings-tagande vi har gjort är att svaret nog är nej på den punkten; det är inte så vi ser det i förhållande till Konjunkturinstitutets teknik att räkna fram detta. Men de får stå för sin teknik så står vi för vår och vår bedömning.

*Olle Lindgren*

Den andra frågan gäller utlåning till företag och hushåll. Bilden är att vi har en påfallande skillnad i bedömningen av risk mellan företagskrediter och krediter till hushåll. Mitt företag, som inte har några lån till externa kreditgivare över huvud taget utan bara tillgångar, har en checkräkningskredit på 100 000 kr som jag inte utnyttjar. Det är bara en yttersta säkerhet. Jag är egentligen mitt företags bank. Men jag får betala 8,5 procent i ränta för att utnyttja den krediten. Lånen till vårt hus löper med en helt annan och betydligt lägre ränta. Kreditrisken för hushåll bedöms alltså vara en helt annan än den för företag. Du berörde också detta i ditt anförande. Men hur stor är då risken för en husbubbla kopplad till just hushållen?

*Stefan Ingves*

Jag konstaterar i mitt anförande att hushållens skuldsättning inte kan fortsätta att gå upp hur länge som helst. Det är inte hållbart. Därför bör man fundera mycket noga på det och på vart vi är på väg. Det kan inte fortsätta.

*Olle Lindgren*

Till saken hör också att de svenska hushållens finansiella ställning är osedvanligt god, med en hög sparkvot. Därför tror jag att det är mycket vanskligt att aggregera sådana här diagram. Det är naturligtvis väldigt viktigt att göra tydliga distinktioner mellan olika grupper av hushåll beroende på deras inkomstställning och förmögenhet.

*Stefan Ingves*

Det kan man göra, men då är alltid argumentet att det aldrig är något problem. Mitt jobb är att fundera på hur det kan bli problem. Det är just detta: Man kan alltid hävda i goda tider, när fastighetspriserna stiger, att det aldrig är några bekymmer och att pengarna alltid räck-

er. Det är just det som gör det så svårt att hantera det man kallar för bubblor. Oaktat detta måste man ändå vid någon tidpunkt bestämma sig för när man är tillräckligt orolig för att fundera på vad som sker. Det har Finansinspektionen gjort de senaste månaderna. De har gjort det med hänsyn till att det finns, som de ser det, tillräckligt många hushåll som har en belåningsgrad som är så pass hög att det är oroande.

Om man tittar på aggregaten och genomsnittet är det naturligtvis inte något bekymmer. Men det finns tillräckligt många på marginalen för att det ska finnas anledning att fundera något på detta. Det fångar väldigt väl de bekymmer som alltid finns när man har att ta hänsyn till och fundera på utlåning, belåningsgrader och risker. Tyvärr visar ju erfarenheten att allting ser bra ut tills det inte ser bra ut. Det kan gå väldigt snabbt när det vänder; det vet vi av erfarenhet. Därför får man fundera på hur man ska hantera detta medan tid är.

*Pehr Wissén*

Låt mig få ställa en okunnig fråga till Stefan. Vi har ju pratat en massa om kapacitetsutnyttjande osv. Jag är inte makroekonom i första hand. När Lehmankraschen kom försvann plötsligt nästan all efterfrågan i ekonomin, om jag förstod det rätt. Företagen drog ned på lager och man producerade inte heller för lager. Alla bara satt och tittade på varandra i några månader. Sedan kom efterfrågan så småningom tillbaka. Innan företagen började producera och bygga upp lagren igen hade kreditgivningen börjat rulla.

Om jag förstod det rätt sade du att efter en sådan här dopping får man ställa sig frågan: Ser efterfrågan likadan ut när den kommer tillbaka som när den försvann? Det här var trots allt en helt kort dramatisk dopping. Varför skulle en del av våra fabriker vara obsoleta när efterfrågan kom tillbaka igen?

*Stefan Ingves*

Därför att den globala efterfrågan inte kommer att ha en identiskt lika sammansättning som den hade innan detta inträffade.

*Pehr Wissén*

Det var ju en ganska kort doppling.

*Stefan Ingves*

Ja, den var mycket kort men den var samtidigt mycket kraftig. Samtidigt vet man att de globala obalanserna finns där, t ex. Det betyder att efterfrågan i USA inte kan och inte kommer att komma tillbaka till den form som den hade tidigare. Det innebär att det blir andra länder och andra marknader på vilka de här grejerna ska säljas. Om vi i någon mån behöver styra om än det ena, än det andra i ekonomin tar det lite tid att göra detta – därav bekymret att man inte med detsamma tar sig tillbaka till den övre linjen i den figur som jag visade. Vår analys ger vid handen att man får vara glad om man kommer tillbaka till samma tillväxttakt. Man får nöja sig med det. Men det innebär att det tar många år innan man kommer tillbaka till samma nivå på BNP som tidigare. Det är liksom borta, på något sätt.

*Pehr Wissén*

Beror skillnaden mellan olika prognosmakare på att man gör olika bedömningar?

*Stefan Ingves*

Man kan göra olika bedömningar och man kan använda ganska olika tekniker när det gäller att räkna fram detta. Det gör också att man får lite olika svar beroende på vad man gör. Det gäller inte minst om man räknar på glidande medelvärden av olika slag. Då får man alltid bekymret att de är svårhanterliga när man ska göra prognoser in i framtiden. Vilken norm ska man då använda för detta medelvärde?

*Ulf Dahlsten*

Din uppgift är ju att se till penningpolitiken och finansiell stabilitet inom ramen för det svenska valutaområdet. Men det påverkas, som du har sagt här, av de makroekonomiska förhållandena. Det är speciellt två saker som jag skulle vilja höra hur du upplever att den penningpolitiska inriktningen påverkas av.

Den första är de stora obalanser i sparandeöverskott och sparandeunderskott som finns i olika delar av världen. Totalt sett summerar de sig enligt statistiken tyvärr till ett sparandeöverskott som har varit i stort sett konstant de senaste 20 åren. Annorlunda uttryckt, vi har ett globalt ”sparandetryck” som driver upp tillgångsvärdena på finansiella investeringar på ett ohållbart sätt. Teoretiskt skulle det här problemet försvinna om vi hade en perfekt marknad och valutorna justerades så att vi fick en global balans. Men det har vi inte haft på ganska länge.

Hur påverkar den här globala obalansen, som inte förefaller bli korrigerad, penningpolitiken? Påverkar den kapitaltäckningskrav och andra funderingar som du här har gett uttryck för?

Den andra är den långsiktiga nedgången i investeringsnivå i förhållande till BNP som man ser på global nivå. Det har under de senaste 10–20 åren varit en konstant lägre andel av den globala ekonomin som har gått till investeringar. Det är en följd av att vi har gått in i serviceekonomier och ett antal andra skäl. Men det här skapar ett problem när fler och fler samtidigt vill spara till pensioner och det egentligen finns ett globalt ökande behov av sparande.

Hur påverkar de här två obalanserna penningpolitiken konkret? Och finns det ett samband mellan de förslag som diskuteras och de här obalanserna?

*Stefan Ingves*

Penningpolitiken är i det här avseendet mer kortsiktig. Vi pratar ju om någon-



ting på några års sikt när det gäller de stora globala obalanserna, så de har nog för närvarande hamnat lite i skymundan. Men de finns där fortsättningsvis. De har hamnat i skymundan på senare år och det har framför allt att göra med att man har varit fullt sysselsatt med att hantera en mängd mer akuta frågor. Men de lär komma tillbaka i en eller annan form. Då är det precis som vi diskuterade för tre, fyra eller fem år sedan: Det handlar om det som sker i Kina, i USA och i en rad andra länder. Det påverkar givet att Sverige är en liten öppen ekonomi. Allt som påverkar fördelningen av den globala efterfrågan påverkar också svensk ekonomi på ett eller annat sätt.

När det gäller den andra frågan kommer vi långt utanför ämnet för dagen. Det handlar om investeringar, BNP och vad som sker längre fram i tiden. Det blir mer en fråga om långsiktig tillväxt. Det penningpolitiken kan bidra med där är att se till att vi klarar vårt inflationsmål så att vi inte har kraftiga fluktuationer i inflationstakt. Vi vet ju att det leder till en rad andra bekymmer.

Men vad som gäller därutöver är att hantera den reala kapitalstocken och tillväxten i ekonomin på ett sådant sätt att kakan växer med hygglig takt. Penningpolitiken kan skapa förutsättningar för detta. Om den är misskött kan den försämra tillväxten, men om man bedriver en inflationsmålspolitik som vi har gjort i Sverige och som fungerar blir det en faktor som folk inte behöver sysselsätta sig med. Då kan de förhoppningsvis ägna sig åt investeringar och annat i stället. I den meningen kan nog penningpolitiken bidra, men inte på så sätt att man via penningpolitiken kan styra kapitalstocken hur som helst om 10 eller 20 år eller någonting sådant. En lyckosam penningpolitik är någonting som de flesta inte behöver fundera på särskilt mycket, utan andra kan ägna sig åt sina investeringar och planer som är sådana så att ekonomin växer.

#### *Anders Björklund*

Jag tackar återigen för en jättespännande föreläsning och ett trevligt samtal med föreningens medlemmar. Tack också, Pehr, för debatten!