



ANFÖRANDE

DATUM: 2013-10-04
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Royal Bank of Scotland, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Centralbankernas verksamhet – färdriktningen efter krisen

Hur bör Riksbanken och andra centralbanker agera för att bidra till en så god ekonomisk utveckling som möjligt? Det här är en fråga som man kan behöva reflektera över med jämna mellanrum. För när allt kommer omkring ligger det nog något i det gamla skämtet att det inte är ett särskilt stort problem om ett examensprov i nationalekonomi innehåller samma frågor år efter år – svaren kommer ändå att ändras över tiden.

Den internationella finans- och skuldskris som startade för ungefär fem år sedan, och som många länder alltjämt plågas av, gör det givetvis särskilt angeläget att fundera på om svaret på frågan har ändrats – om centralbankerna bör bedriva sin verksamhet på något annat sätt framöver än de gjorde innan krisen, och i så fall hur. Man kan säga att vi just nu är mitt inne i en internationell diskussion om detta, både inom forskningen och på det ekonomisk-politiska planet. Exakt vart den diskussionen kommer att leda vet vi inte idag även om det går att urskilja några principiella slutsatser.

Före krisen – de flesta pusselbitar verkade vara på plats

Strax före krisen verkade allt ganska enkelt. Världsekonomin hade då upplevt en ovanligt lång period med god tillväxt, relativt små konjunkturvariationer och låg och stabil inflation. Denna utveckling sammanföll med att penningpolitiken alltmer inriktats på att kontrollera inflationen. Allt fler länder hade infört explicita eller implicita inflationsmål och penningpolitiken hade i ökad utsträckning överlåtits till självständiga centralbanker. När inflationsförväntningarna väl hade förankrats blev det lättare att stabilisera även den reala ekonomin. Många menade att en viktig anledning till den gynnsamma utvecklingen i världsekonomin var just att penningpolitiken genom de här förändringarna kunde bedrivas på ett bättre sätt än tidigare.¹

Under perioden före krisen hade också den finansiella stabiliteten börjat tas mer och mer för given. De finansiella marknaderna antogs på det hela taget vara effektiva och fungera väl. Finansiella kriser inträffade visserligen, men de flesta länder som drabbades kunde komma på fötter relativt snabbt. Den

¹ Se till exempel Taylor (1998) och Bernanke (2004).

■ framgångsrika hanteringen av den så kallade IT-bubblan kring millennieskiftet stödde uppfattningen att i den mån kriser inträffade fanns snabba och effektiva botemedel. Japan, där problemen efter krisen i början av 1990-talet trots allt *hade* blivit långvariga, sågs som ett specialfall. Utvecklingen där betraktades visserligen som intressant, men de erfarenheter man tyckte sig kunna dra ansågs inte tyda på att något liknande kunde inträffa i exempelvis USA eller Europa.

I den här till synes stabila makroekonomiska miljön minskade efter hand också intresset för forskning om interaktionen mellan den finansiella sektorn och realekonomin. Som Jordà, Schularick och Taylor (2011) konstaterar var det lite av ödets ironi att just när den största kreditexpansionen i historien inträffade i västvärlden hade analysen av hur finansiella faktorer påverkar realekonomin upphört att spela en central roll i det makroekonomiska tänkandet.²

Få spår av debatten om att "luta sig mot vinden"

Några år före krisen hade det visserligen uppstått en debatt om huruvida centralbankerna borde höja räntan för att motverka de snabba ökningarna i tillgångspriser som man observerade på vissa håll. Skulle centralbankerna, som man ofta uttryckte det, "luta sig mot vinden" för att "spräcka bubblor" på tillgångsmarknaderna? Men den debatten satte ganska begränsade spår i den praktiska politiken. Den dominerade uppfattningen vid den här tiden, både bland forskare och bland centralbanksföreträdare, var att centralbankerna inte skulle försöka agera förebyggande på detta sätt, utan nöja sig med att "städa upp efteråt", ifall en kris väl inträffade.³ Att förebygga med hjälp av styrräntan uppfattades som för svårt och för kostsamt. Dessutom tycktes som sagt erfarenheten visa – möjligen med Japan som det undantag som bekräftade regeln – att det inte behövde vara särskilt svårt att städa upp efter en kris.

Läget för, säg, sex-sju år sedan var med andra ord sådant att vi mer eller mindre tyckte oss ha hittat det slutliga svaret på frågan hur penningpolitik bör bedrivas, och att finansiella kriser inte längre utgjorde något större hot.

En pedagogisk illustration

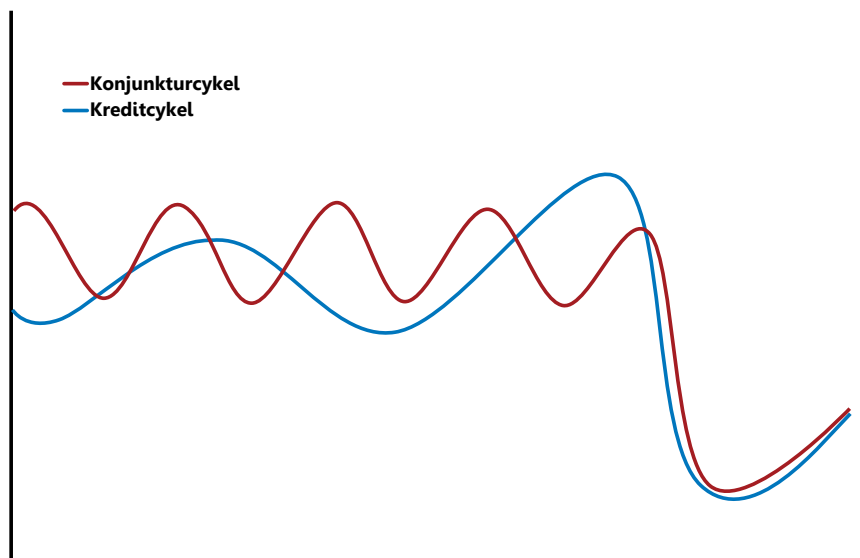
Den internationella finans- och skuldkrisen visade på ett smärtsamt tydligt sätt att det inte riktigt var så enkelt. Det finns flera lärdomar man kan dra av krisen. Men om man ska välja ut den absolut viktigaste är det för mig ingen tvekan om att det är att en kraftig ökning av skuldsättningen i samhället kan innebära stora problem, i synnerhet om den hänger samman med prisökningar på någon viktig tillgångsmarknad, framför allt fastighetsmarknaden. Den faran var definitivt något som underskattades före krisen.

Den underliggande problematiken kan illustreras på ett som jag tycker ganska pedagogiskt sätt med ett stiliserat diagram (se figur 1).

² "It was an historical mishap that just when the largest credit boom in history engulfed Western economies, consideration of the influence of financial factors on the real economy had dwindled to the point where it no longer played a central role in macroeconomic thinking." (Jordà, Schularick och Taylor, 2011, s. 1).

³ Denna så kallade "Jackson Hole Consensus" beskrivs av exempelvis Issing (2009).

■ **Figur 1. Konjunktur- och kreditykler**



Den röda linjen representerar de vanliga konjunkturvariationerna i ekonomin. Låt oss för enkelhets skull anta att inflationen följer konjunktoren, så att kurvan också skulle kunna representera utvecklingen för inflationen. Så väl sammanfaller förstås inte konjunktoren och inflationen i verkligheten, men det har ingen större betydelse för de poänger jag tänkte göra här.

Den andra kurvan i diagrammet representerar variationerna i mängden krediter eller graden av skuldsättning i ekonomin. Det finns lite olika benämningar på dessa cykler i litteraturen – kreditykler, skuldsättningscykler ("leverage cycles") eller finansiella cykler.⁴ De kan ha lite olika innebörd i olika framställningar men avser i grunden ungefär samma sak. Låt mig här för enkelhets skull använda begreppet kreditykler.

Man kan tänka sig att kreditykeln och konjunkturcykeln periodvis följer varandra relativt väl men under andra perioder utvecklas olika. I figuren är de båda cyklerna i illustrativt syfte ritade så att de ser ganska olika ut. Ett läge då de sammanfaller är dock när kreditykeln snabbt vänder nedåt, som i slutet av diagrammet. Det gör den i sin tur när uppgången dessförinnan varit ovanligt kraftig och kännetecknats av överdriven optimism och en underskattning och underprissättning av risk.

Kreditboom som "går fel" – kredit- och konjunkturcykeln faller tillsammans

I något skede blir det uppenbart att den stora mängden krediter och den höga skuldsättningen byggts på alltför optimistiska kalkyler. Intresset att sälja den tillgång, ofta bostäder, som varit grunden för kreditexpansionen blir plötsligt betydligt större än att köpa och ett prisras startar. Värdet på säkerheterna faller och bankerna blir försiktiga och drar ner på utlåningen. Hushållen å sin sida ser

⁴ För några exempel se Geanakoplos (2009), Aikman, Haldane och Nelson (2010) och Borio (2012).

■ att deras tillgångar minskat kraftigt i värde medan storleken på lånen är densamma. Deras balansräkningar ser med andra ord betydligt sämre ut än vad de hade räknat med. I många länder har hushållen i detta läge dragit ner på sin konsumtion och börjat spara för att få en bättre balans mellan tillgångar och skulder. Inte bara utbudet utan även efterfrågan på krediter minskar alltså. Saneringen av hushållens balansräkningar ger ett bortfall i efterfrågan som tenderar att bli ganska långvarigt.⁵ Fallet i ekonomin kan förstärkas om den svagare konjunkturen gör att låntagarna, hushåll och företag, får svårt att klara sina åtaganden och bankerna gör kreditförluster. I den här processen försvagas ofta också de offentliga finanserna kraftigt, dels på grund av den snabbt vikande konjunkturen, dels på grund av att banksystemet i värsta fall måste få understöd.

På det här sättet kan man säga att kreditykeln och konjunkturcykeln drar varandra nedåt i en växelverkan. Man använder ibland det talande och träffande begreppet "credit boom gone wrong" för att beskriva en kreditykel som utvecklas på det här sättet.⁶

Det är givetvis inte varje kreditykel som ser ut så här, men historien visar att det är svårt att undvika att det sker det då och då. Det finns ganska gott empiriskt stöd för den här beskrivningen. Exempelvis finner Schularick och Taylor (2012) i en studie av mer än 200 recessionsperioder i 14 ekonomier under perioden 1870-2008 att ju mer hushållen och företagen lånar under en konjunkturuppgång, desto större är risken att den följs av en djup recession och en långsam återhämtning – oavsett om en finansiell kris inträffar eller inte. De finner också att recessioner som hänger samman med en finansiell kris är mer kostsamma än normala recessioner eftersom produktionen då sjunker mer. Ett uppenbart exempel för vår egen del på en kreditykel som "gick fel" är den som i början av 1990-talet bidrog till en bank- och fastighetskris och en djup lågkonjunktur.

Efter krisen – ta större hänsyn till kreditykeln!

Tankeramen i figur 1 är en bra utgångspunkt när man vill belysa olika frågor kring penningpolitiken och centralbankernas verksamhet som krisen har aktualiserat, och som nu diskuteras både internationellt och i debatten här hemma.

Uppfattningen före krisen skulle lite förenklat, men långt ifrån missvisande, kunna beskrivas som att centralbankerna i princip kunde bortse från kreditykeln och enbart fokusera på konjunkturcykeln. De som man förmodade ganska sällsynta fall då kreditykeln drar med sig konjunkturcykeln ned antog man, som jag redan konstaterat, vara relativt lätta att hantera.

På motsvarande sätt kan den nu pågående internationella diskussionen om hur centralbankerna bör agera framöver – den fråga jag inledde med – i grunden sägas handla om hur man på ett bra sätt *ska* kunna ta hänsyn kreditykeln och införliva den i analysen och den praktiska politiken. Eftersom ursprunget till recessionen i realekonomin är den tidigare alltför kraftiga kreditexpansionen är mycket av fokus på frågan hur man bäst ska kunna se till att denna kreditökning blir mer balanserad – och att kreditboomen därmed inte "går fel".

⁵ Se till exempel Mian och Sufi (2010). Det finns en debatt, hittills framför allt i USA, om vad som orsakat de största problemen för makroekonomin – krisen i banksystemet eller hushållens skuldöverhäng (se till exempel Krugman, 2013). Allt fler menar att det varit det senare.

⁶ Se till exempel Schularick och Taylor (2012).

■ Det handlar inte bara om att undvika kriser. Hög skuldsättning kan göra att en ekonomi hamnar i vad man skulle kunna kalla skulddominans, där den ekonomiska politikens frihetsgrader minskar och samhället i stort präglas av en oro för hur den framtida minskningen av skulderna ska komma att se ut – om den kommer att ske under ordnade former eller snabbt och abrupt med stora negativa effekter på ekonomin.

Riksbanken tidig att lyfta risker med kreditexpansion

Jag nämnde tidigare att det före krisen trots allt fanns en diskussion om huruvida centralbankerna genom att "luta sig mot vinden" borde försöka dämpa den kreditexpansion och uppgång i framför allt bostadspriserna som kunde observeras i en del länder. Man kan faktiskt hävda att Riksbanken var en av de centralbanker som tidigast och tydligast lyfte upp risker med utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna på sin penningpolitiska agenda, och dessutom också en av de få som före krisen i praktiken bedrev en politik som i viss mån "lutade sig mot vinden".⁷ Jag diskuterade själv Riksbankens politik vid den årliga konferensen i Jackson Hole 2007.⁸ Det var innan krisen brutit ut på allvar och skepsisen mot en politik som "lutar sig mot vinden" var betydande. I och med krisen svängde opinionen och jag upplever att det idag finns en betydligt större förståelse för den politik vi bedrev. Även under återhämtningen efter krisen har Riksbanken försökt minska risken för en överdriven skuldsättning och alltför uppblåsta bostadspriser genom att inte göra penningpolitiken riktigt lika expansiv som den annars kunde ha varit.

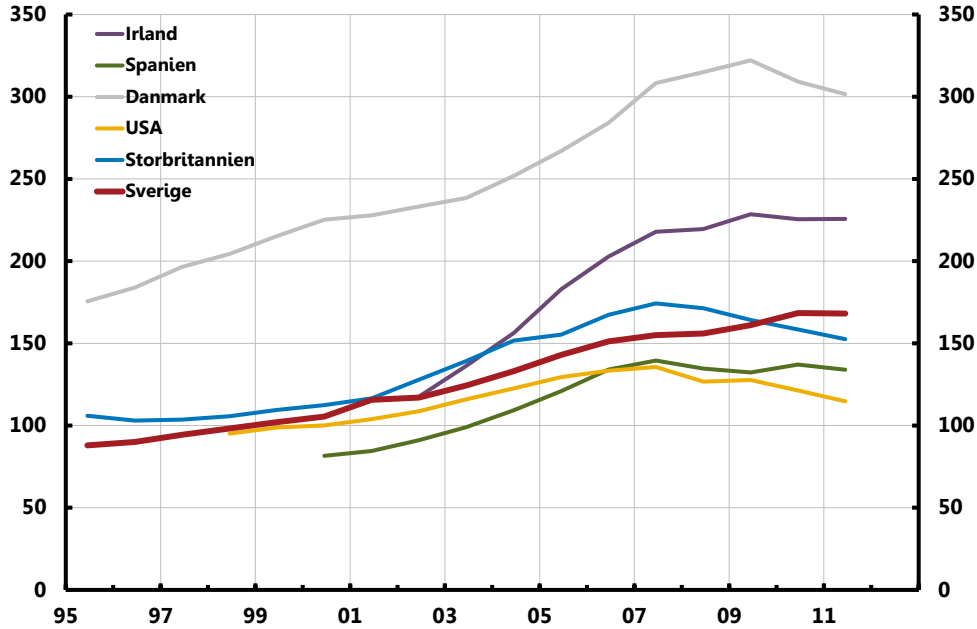
Bakgrunden till den här politiken är att skulderna hos de svenska hushållen har stigit trendmässigt under de senaste 15-20 åren och nu framstår som höga, både i ett historiskt och internationellt perspektiv (se figur 2). Till skillnad från vad som varit fallet i många andra länder har bostadspriserna i Sverige dessutom inte fallit märkbart. I termer av figur 1 kan man säga att i många andra länder har kraftiga boprisfall gjort att kreditcykeln redan vänt nedåt och dragit med sig konjunkturcykeln. Detta har alltså inte skett i Sverige, utan den avmattning som vi har upplevt i samband med krisen har hittills i huvudsak hängt samman med den svaga utvecklingen utomlands. Skulle även vi få ett kraftigt fall i bostadspriserna framöver och en snabbt nedåtgående kreditcykel skulle konsekvenserna bli betydligt större och förmodligen ungefär lika svåra att hantera som de visat sig vara i andra länder.

⁷ Se till exempel Mishkin (2007) och Cagliarini, Kent och Stevens (2010). Heikensten (2008), skriver: "With house prices increasing drastically, risks for the real economy have been perceived to be bigger. On a few occasions in 2004-05 the Riksbank did for that reason not follow a strict inflation-targeting rule. We "leaned against the wind", in the sense that we did not take rates down as quickly as we could have done considering the outlook for inflation alone." Frågor kring bostadspriserna och skuldsättningen och hur penningpolitiken borde agera hade länge diskuterats i Riksbankens direktion, se till exempel Srejber (2001).

⁸ Ingves (2007). Jag framhöll bland annat: "[W]hen we observe long periods of high growth rates in asset prices and debt, growth rates that appear to be unsustainable in the long run, our view is that it is not reasonable to completely ignore that there may be risks associated with this[...]..What this view has meant in practice is fairly marginal changes in the timing of our interest rate changes, and substantial oral and written focus on the issue." Även Ingves (2010) tar upp den här problematiken.

Figur 2. Hushållens skuldkvot

Skuld i procent av disponibel inkomst

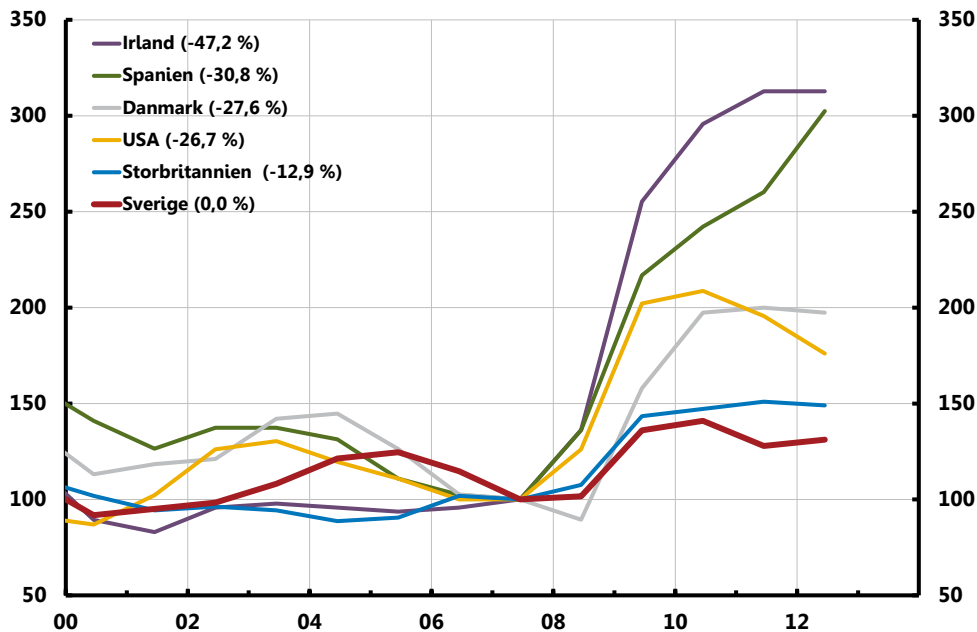


Källa: OECD

I länder där bostadspriserna fallit i samband med krisen har arbetslösheten ökat ganska kraftigt (se figur 3) och på många håll går återhämtningen fortfarande trögt.

Figur 3. Arbetslöshet

Arbetslösa som andel av arbetskraften, index, 2007 = 100



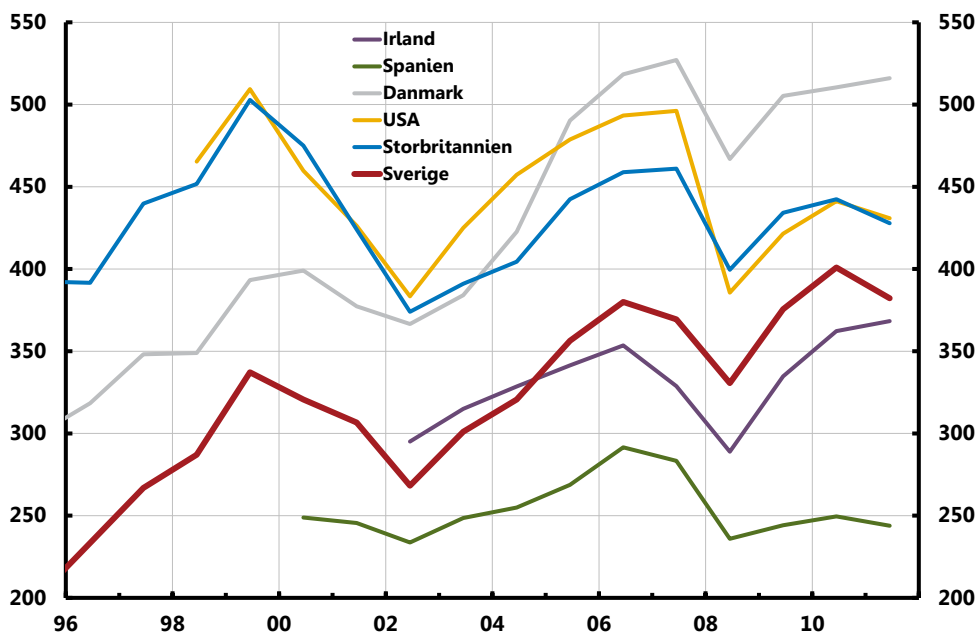
Anm. Siffrorna inom parentes avser nedgången i reala bostadspriser från topp till botten.

Källa: OECD

- Det är också värt att betona att bland de länder som drabbats hårdast återfinns länder med både starkare och svagare förmögenhetsställning än Sverige (se figur 4).

Figur 4. Hushållens totala finansiella tillgångar

Andel av disponibel inkomst, procent



Källa: OECD

Politiken i linje med internationell diskussion och mandatet

I den svenska debatten har den politik som Riksbanken bedrivit ibland framställs som "svårbegriplig" och "udda" – som att vi "bedriver bostadspolitik" och att vi "inte sköter vårt uppdrag".⁹ Jag hoppas att beskrivningen ovan har visat framför allt två saker. Den ena är att den politik Riksbanken bedrivit har varit väl i linje med den internationella diskussion som uppstått efter krisen och som alltså handlar om hur man på ett bättre sätt än tidigare kan ta hänsyn till risker med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden. Om något var, som jag konstaterade tidigare, Riksbanken tidigt ute med att lyfta de här problemen.

Det andra som jag hoppas har framgått är att den politik Riksbanken bedrivit är väl i linje med det uppdrag vi har. Riksbanken har inte agerat utifrån någon dold agenda för att vi skulle vilja åstadkomma något annat, vad nu det skulle vara. Syftet med politiken har varit att förhindra att Sverige hamnar i den djupa recession där många andra länder hamnat i samband med krisen.

⁹ Ett av många exempel är Petterson och Hällö (2013).

■ Det har alltså handlat om att vi vill klara vår huvuduppgift att upprätthålla prisstabilitet och makroekonomisk balans på ett så bra sätt som möjligt.¹⁰ Det råder, som jag ser det, inget tvivel om att Riksbanken enligt sitt mandat både får och bör ta hänsyn till risker förknippade med en kreditexpansion och stigande bostadspriser. Så, varken mot bakgrund av den internationella debatt som idag förs eller de mandat Riksbanken har borde den penningpolitik som bedrivits framstå som särskilt "udda" eller "märklig".

Den penningpolitiska strategi som Riksbanken tillämpat de senaste åren kan det också vara värt att säga något om. Vad vi har försökt göra är att hitta en lämplig avvägning där vi gett stöd till återhämtningen, men där vi samtidigt inte trampat riktigt lika hårt på gaspedalen som vi hade kunnat göra om vi inte behövt tänka på bostadspriserna och skuldsättningen. Det har alltså inte, som man ibland får intryck av, handlat om att vi mer eller mindre har stampat på bromsen. Reporäntan är när allt kommer omkring idag inte högre än 1 procent.

Svår balansgång om räntan är enda verktyget

Men låt mig gå tillbaka till figur 1 och den diskussion jag började på. Att stabilisera två cykler – konjunkturcykeln och kreditcykeln – med hjälp av bara ett verktyg – styrräntan – är givetvis inte speciellt lätt. I verkligheten är problemet dessutom ännu mer komplicerat eftersom också inflationen ska stabiliseras. Här antog jag ju för enkelhets skull att inflationen helt och hållet följer konjunkturutvecklingen.

Eftersom kreditcykeln och konjunkturcykeln utvecklas olika kommer en ränteförändring som görs för att påverka den ena cykeln ibland att ge en oönskad effekt på den andra. Även om en stabil kreditcykel – en som inte "går fel" – i längden är en förutsättning för en stabil konjunkturcykel kan man på kortare sikt behöva göra en avvägning dem emellan. Detta är inte oproblematiskt. En ambition att hålla kreditcykeln i balans kan kräva en något högre styrränta. Därmed dämpas också konjunkturcykeln och inflationen kan underskrida målet. Detta kan upplevas som normalt och acceptabelt under en tid. Men om perioden blir lång kan det förr eller senare bli svårt att få förståelse och stöd för en sådan politik – trots att syftet är att förhindra en betydligt sämre utveckling längre fram. Detta kan vara ett dilemma.

Ekvationen skulle vara enklare att lösa om det fanns ytterligare verktyg som kunde ta hand om stabiliseringen av kreditcykeln. Det är här det nya politikområde som uppstått efter krisen – makrotillsynen – kommer in. Den internationella diskussionen om hur kreditcykeln ska beaktas och införlivas i analysen och politiken har i mångt och mycket kretsat kring hur makrotillsynen ska utformas.¹¹

¹⁰ Det är inte helt uppenbart hur inflationen kommer att utvecklas i samband med en recession. En möjlighet är att kronan skulle försvagas kraftigt och att importerade produkter därmed skulle bli så mycket dyrare att man på kort sikt fick en högre inflation. Det är dock rimligt att anta att det svaga efterfrågeläget efter hand skulle dominera och ge en press nedåt på inflationen. Att förhindra en recession måste hur som helst räknas som en av Riksbankens huvuduppgifter.

¹¹ Förutom dessa cykliska risker antas makrotillsynen också behöva hantera det man kallar strukturella risker eller tvärsnittsrisker; se Riksbanken (2012). De senare handlar om att finansiella företag blivit så nära sammankopplade och koncentrationsgraden i det finansiella systemet så hög att om problem uppstår någonstans riskerar de att sprida sig snabbt. Effekterna på realekonomin blir då snarlika de i figur 1. Även dessa risker kan givetvis ändras över tiden.

■ Beslut om ansvaret för makrotillsynen

I många länder har man redan kommit en bit på väg. På många håll har centralbanken tilldelats en central roll i makrotillsynen, endera som viktig deltagare i någon form av makrotillsynsorgan, inte sällan ordförande, eller som ensam ansvarig. I till exempel Storbritannien har makrotillsynen lagts under en särskild kommitté i Bank of England, Financial Policy Committee (FPC). Centralbankschefen och två andra medlemmar sitter med både i FPC och i Monetary Policy Committee.

I Sverige har vi hamnat lite på efterkälken när det gäller utvecklingen av makrotillsynen. Det har varit oklart hur man från politiskt håll tänkt sig att ramverket ska se ut. Frågan har utretts av exempelvis Finanskriskommittén som kom med ett delbetänkande i början av året.¹² Men i det förslag som presenterades var ansvarsfördelningen alltför jämt ganska otydlig och från Riksbankens sida lyfte vi i vårt remissvar fram att detta kunde leda till oklarheter om vem som skulle agera och att beslutskraften därför riskerade att bli alltför svag.¹³ Vi förordade att ansvaret skulle läggas på *ett* beslutsorgan med ett tydligt ansvar för makrotillsynen.

För några veckor sedan bestämde sig så regeringen.¹⁴ Mycket av de exakta detaljerna återstår att precisera och det kommer att dröja ännu en tid innan ett färdigt ramverk är på plats. Men klart är att Finansinspektionen får det huvudsakliga ansvaret för makrotillsynsverktygen. Riksbanken ska ingå i ett finansiellt stabilitetsråd där också regeringen, Finansinspektionen och Riksgälden ingår. Rådet ska identifiera risker och diskutera åtgärder, men det ska inte ge uttryckliga rekommendationer utan fungera som ett diskussionsforum.

Vad som framför allt är viktigt är dels att ansvarsfördelningen nu har förtydligats, dels att ansvaret hamnar på *en* myndighet. Jag tror inte att det har någon helt avgörande betydelse exakt hur de institutionella arrangemangen i övrigt ser ut – i varje fall inte inom rimliga gränser. Olika lösningar kan mycket väl visa sig fungera ungefär lika bra i praktiken och ge ungefär lika god ekonomisk utveckling. Vad som visar sig fungera väl är i slutänden en empirisk fråga, eller, som man brukar säga, "the proof of the pudding is in the eating".

Samspelet makrotillsyn–penningpolitik viktigt att fundera vidare på

Rent principiellt förhåller det sig givetvis så att om penningpolitiken tidigare skulle försöka stabilisera *både* konjunkturcykeln och kreditcykeln, och det uppstår ett nytt politikområde som fokuserar på den senare – ja, då lättar närmast per definition en del av det tidigare trycket på penningpolitiken.

Men även om vi nu har kommit en bit på väg med att få ett ramverk för makrotillsynen på plats finns det några principiella frågor som det finns skäl att fundera vidare på. En sak man alltid bör ha i bakhuvudet, men som jag inte tänkte säga mer om här, är att det vi beslutar oss för i Sverige måste kunna

¹² Finanskriskommittén (2013). Delar av makrotillsynen behandlas också i Statens offentliga utredningar (2013), *Förstärkta kapitaltäckningsregler*, som presenterades den 16 september. Hur ett svenskt ramverk för makrotillsyn skulle kunna se ut diskuteras också av Goodhart och Rochet (2011), Bryant, Henderson och Becker (2012) och Vredin, Flodén, Larsson och Ravn (2012).

¹³ Riksbanken (2013).

¹⁴ Finansdepartementet (2013).

inordnas på ett bra sätt i ett vidare, europeiskt sammanhang. Det finns också en del frågor när det gäller samspelet mellan makrotillsynen och penningpolitiken som vi förr eller senare kan komma att behöva hantera i den praktiska politiken och som vi då bör ha tänkt igenom.

Koordinering...

En del av forskningen kring makrotillsynen – som generellt sett är i sin linda – försöker analysera hur viktigt det är att koordinera makrotillsynen och penningpolitiken. Tanken är ungefär följande: Penningpolitiken och makrotillsynen verkar i stor utsträckning genom samma kanaler. Både räntan och de flesta makrotillsynsverktyg påverkar exempelvis kredittillväxten i ekonomin och utvecklingen av olika tillgångspriser. Det innebär också att de båda politikområdena påverkar varandras mål. Penningpolitiken påverkar kreditcykeln – vilket ju var själva poängen med att "luta sig mot vinden", och makrotillsynen har effekter på konjunkturcykeln. Det är därför önskvärt att man kan hitta den *policymix* – den kombination av styrränta och makrotillsynsverktyg – som ger det bästa sammantagna utfallet för ekonomin. Förutsättningarna att hitta denna bästa mix är vanligtvis bättre om de båda typerna av politik samordnas än om de bestäms var för sig.¹⁵

Också i mer praktiska ekonomisk-politiska sammanhang poängteras vikten av koordinering. Ett exempel är den nyligen genomförda översynen av det penningpolitiska ramverket i Storbritannien. Där framgår bland annat att det faktum att vissa medlemmar ingår både i Bank of Englands penningpolitiska kommitté och i dess kommitté för finansiell stabilitet ses som ett sätt att främja koordineringen mellan penningpolitiken och makrotillsynen.¹⁶

I Sverige kommer makrotillsynen och penningpolitiken inte att kunna samordnas på det nära sätt som är fallet i till exempel Storbritannien, eftersom vi valt att utforma ansvarsförhållandena annorlunda. Vad konsekvenserna av detta blir – och om det ens får några märkbara konsekvenser – är idag svårt att sia om. När allt kommer omkring ger varken forskningen eller de än så länge mycket begränsade praktiska erfarenheterna något särskilt tydligt svar på exakt *hur* viktig koordineringen är. Det är återigen fullt möjligt att den lösning vi valt i Sverige visar sig fungera mycket väl i praktiken – det är helt enkelt något tiden får utvisa.

...eller i varje fall samstämmighet

Men även om makrotillsynen och penningpolitiken kanske inte nödvändigtvis behöver koordineras i en mer formell mening kan det finnas skäl att fråga sig om det ändå inte alltid behöver finnas en viss samstämmighet dem emellan. Min personliga uppfattning är att det måste finnas vad man skulle kunna kalla en helhetssyn när båda typerna av politik utformas. Om både kreditcykeln och konjunkturcykeln ska stabiliseras på ett bra sätt tror jag inte att makrotillsynen

¹⁵ För en intuitiv och pedagogisk framställning av problematiken kring koordineringen av makrotillsyn och penningpolitik, se Bryant, Henderson och Becker (2012). Koordinering var också en av de frågor som behandlades i den rapport av en arbetsgrupp vid Bank for International Settlements där jag var ordförande, se Bank for International Settlements (2011).

¹⁶ Se H M Treasury (2013), som bland annat framhåller att "The Government intends that the frameworks for monetary policy and macro-prudential policy, operated by the MPC and FPC of the Bank of England respectively, should be coordinated" (s. 5), och "In order to foster coordination between monetary and macro-prudential policy, there is overlap between the membership of the Monetary Policy Committee and the Financial Policy Committee." (s. 10).

och penningpolitiken kan hamna alltför långt bort från den policymix som en full koordinering skulle ge, åtminstone inte under någon längre tid. De båda typerna av politik skulle då kunna motverka eller förstärka varandra på ett sätt som inte är bra för ekonomin. Sannolikt är det också så att det här samspelet är särskilt viktigt i känsliga lägen, som när det gäller att förhindra att en kreditboom går alltför långt och att se till att kreditcykeln får en långsam, mjuk nedgång i stället för en snabb och dramatisk.

Det här knyter an till en diskussion som förs internationellt om huruvida styrräntan kan ha en roll att spela för att stabilisera kreditcykeln, även med en makrotillsyn på plats.¹⁷ Ett skäl till att den skulle kunna ha det är att det kan vara svårt att utforma ett system för makrotillsyn som fungerar tillräckligt effektivt och inte kan kringgås av innovativa marknadsaktörer. Om exempelvis räntan hålls låg under en lång period samtidigt som makrotillsynen är relativt restriktiv finns en risk för att en grå lånemarknad börjar uppstå. Räntan är visserligen ett trubbigt instrument för att stabilisera kreditcykeln eftersom den slår brett i ekonomin och har stor effekt på konjunkturcykeln. Men en fördel med räntans breda genomslag är just att den därför också är svår att "komma undan", även för dem som kanske skulle kunna kringgå makrotillsynen.¹⁸ I en del länder är man också ganska tydlig med att man anser att styrräntan har en roll att spela för att dämpa kreditcykeln, som ett komplement till makrotillsynsinstrumenten.¹⁹ På samma sätt som makrotillsynen kan göra att trycket på penningpolitiken lättar kan en penningpolitik som åtminstone i viss mån "lutar sig mot vinden" ge stöd till makrotillsynen. Det finns alltså en del frågor kring samspelet mellan makrotillsynen och penningpolitiken som vi behöver fundera vidare på.

Centralbankerna efter krisen – ökade skillnader och landspecifika lösningar

Låt mig så avslutningsvis återkoppla till den fråga jag ställde i inledningen – om centralbankerna kommer att bedriva sin verksamhet på något annat sätt efter krisen än de gjorde innan. Svaret på den frågan är att det beror lite på. Helt klart är att den allmänna slutsatsen av krisen är att större ansträngningar måste göras för att stabilisera kreditcykeln genom att förebygga alltför snabba uppgångar. Men den roll som just centralbanken fått när det gäller detta skiljer sig från land till land. I vissa länder har den uppgiften mer eller mindre helt och hållet tilldelats centralbanken, medan centralbanken i andra länder fått en mindre framträdande roll.

¹⁷ Se till exempel Blanchard, Dell'Ariccia och Mauro (2013), Carney (2013) och Stein (2013).

¹⁸ Jeremy Stein vid den amerikanska centralbankens, Federal Reserves, Board of Governors har uttryckt det som att penningpolitikens fördel är att den "kryper in i alla sprickor" (Stein, 2013, s. 17). Riksbanken har också lyft fram detta argument i olika sammanhang, se till exempel Ingves (2010) och Nyberg (2011). Donald Kohn, tidigare vice ordförande i Federal Reserves Board of Governors och numera medlem i Bank of Englands Financial Policy Committee, har nyligen lyft fram en annan aspekt: "When one policy is leaning so hard in a particular direction, the other can't compensate, can't achieve its objectives. ... So for example, the example that's often used, very easy monetary policy builds imbalances that may be so large, that may become so large they can't be countered by regulation." (se Talley, 2013).

¹⁹ Exempelvis skriver Norges Bank i en fördjupning om den konjunktionskliska kapitalbufferten: "The countercyclical buffer will strengthen the resilience of the banking sector during an upturn. It may also, to some extent, counteract the build-up of financial imbalances, but the effect is uncertain. Thus, Norges Bank cannot disregard taking financial imbalances into consideration when setting the key policy rate." (Norges Bank, 2013, s. 23)

■ En konsekvens av detta är att medan det före krisen fanns en trend mot att centralbankernas politik såg allt mer lika ut – med den flexibla inflationsmålspolitiken som grundmodell, så verkar det efter krisen åter gå mot ökade skillnader. Den flexibla inflationsmålspolitiken är fortfarande grundbulten, men eftersom hanteringen av kreditcykeln skiljer sig åt mellan centralbanker skulle man kunna säga att en följd av krisen har blivit en ökad divergens i centralbankernas verksamhet.

Liksom i andra länder måste vi i Sverige nu, utifrån de förutsättningar som gäller, försöka hitta bra lösningar för hur samspelet mellan makrotillsynen och penningpolitiken bör utformas. Jag är övertygad om att vi kommer att lyckas med det, med gemensamma ansträngningar och i takt med att kunskaperna ökar om hur det kommande nya ramverket för makrotillsyn fungerar i praktiken.

Referenser

Aikman, David, Haldane, Andrew G. och Nelson, Benjamin (2011), Curbing the Credit Cycle. Uppsats presenterad vid the Columbia University Center on Capitalism and Society Annual Conference "Microfoundations for Macroeconomics", New York.

Bank for International Settlements (2011), Central Bank Governance and Financial Stability. A Report by a Study Group. May 2011.

Bernanke, Ben S. (2004), The Great Moderation. Anförande vid the Eastern Economic Association, Washington, 20 februari.

Blanchard, Olivier, Dell'Ariccia, Giovanni och Mauro, Paolo (2013), Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. IMF Staff Discussion Note 13/03, International Monetary Fund.

Borio, Claudio (2012), The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt? BIS Working Papers No. 395.

Bryant, Ralph C., Henderson, Dale W. och Becker, Torbjörn (2012), *Maintaining Financial Stability in an Open Economy. Sweden in the Global Crisis and Beyond*. SNS Förlag.

Cagliarini, Adam, Kent, Christopher och Stevens, Glenn (2010), Fifty Years of Monetary Policy: What Have We Learned? I Kent, Christopher och Robson, Michael (red) *Reserve Bank of Australia 50th Anniversary Symposium*. Proceedings of a conference held in Sydney on 9 February 2010. Reserve Bank of Australia.

Carney, Mark (2013), Monetary Policy After the Fall. Anförande vid University of Alberta 1 maj 2013. Bank of Canada.

Finansdepartementet (2013), Ett förstärkt ramverk för finansiell stabilitet, promemoria, 26 augusti.

Finanskriskommittén (2013), *Att förebygga och hantera finansiella kriser*. Delbetänkande av finanskriskommittén, SOU 2013:6.

Geanakoplos, John (2009), The Leverage Cycle. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1715.

Goodhart, Charles och Rochet, Jean-Charles (2011), Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010. Rapporter från riksdagen 2010/11:RFR5.

Heikensten, Lars (2008), More To It than Just 'Leaning Against the Wind'. Artikel i *Financial Times*, 5 juni 2008.

H M Treasury (2013), Review of the monetary policy framework. March 2013.

Ingves, Stefan (2007), Housing and Monetary Policy: A View from an Inflation-Targeting Central Bank. I *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Jackson Hole Symposium Conference Proceedings, 433-443, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Ingves, Stefan (2010), Penningpolitik och finansiell stabilitet – några utmaningar framöver. Anförande vid Nationalekonomiska Föreningen, Stockholm, 17 maj.

■ Issing, Otmar (2009), Asset Prices and Monetary Policy. *Cato Journal* 29(1), 45-51.

Jordà, Oscar, Schularick, Moritz och Taylor, Alan M. (2011), When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises. Working Paper 2011-12, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Krugman, Paul (2013), What Janet Yellen – And Everyone Else – Got Wrong. Blogg i *The New York Times*, 8 augusti.

Mian, Atif R. och Sufi, Amir (2010), Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009. NBER Working Paper No. 15896.

Mishkin, Frederic S. (2007), Housing and the Monetary Transmission Mechanism. I *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Jackson Hole Symposium Conference Proceedings, 359-413, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Norges Bank (2013), Monetary Policy Report with financial stability assessment. 1/13 March.

Nyberg, Lars (2011), Penningpolitik och finansiella kriser – några reflektioner. Anförande vid Danske Bank, Stockholm, 21 december. Sveriges riksbank.

Pettersson, Ola och Hållö, Torbjörn (2013), Riksbanken sköter inte sitt uppdrag. Debattartikel i *Göteborgs-Posten*, 14 augusti.

Riksbanken (2012), Att skapa en svensk verktygslåda för makrotillsyn. Riksbanksstudier November 2012.

Riksbanken (2013), Remissyttrande om betänkandet Att förebygga och hantera finansiella kriser (SOU 2013:6).

Schularick, Moritz och Taylor Alan M. (2012), Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008. NBER Working Paper 15512.

Srejber, E. (2002), Inflationsmålspolitik och bubblor. Anförande vid Adam Smith seminars, Paris, 9 juli.

Statens offentliga utredningar (2013), *Förstärkta kapitaltäckningsregler*. Betänkande av utredningen Nya kapitaltäckningsregler, SOU 2013:65.

Stein, Jeremy C. (2013), Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses. Anförande vid "Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter", forskningsymposium sponsrat av Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri.

Talley, Ian (2013), Fed Candidate Kohn Warns Easy Policy Leads to Imbalances. *Real Time Economics*, Wall Street Journal Blogs, 16 september.

Taylor, John B. (1998), Monetary Policy and The Long Boom. Federal Reserve Bank of St Louis *Review*, November/December.

Vredin, Anders, Flodén, Martin, Larsson, Anna och Ravn, Morten O. (2012), *Enkla regler svåra tider – behöver stabiliseringspolitiken förändras?* Konjunkturrådets rapport 2012, SNS Förlag.