



ANFÖRANDE

DATUM: 2014-05-28
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Nationalekonomiska föreningen, Handelshögskolan, 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

■ Penningpolitik och makrotillsyn i en globaliserad värld

Tack för inbjudan. Det här mötet på Nationalekonomiska föreningen är ett av ganska få tillfällen under året då jag har möjlighet att diskutera lite mer akademiska frågeställningar som jag personligen är intresserad av, men som det kanske inte alltid finns så mycket utrymme att fundera kring. För närvarande brottas jag dock i mitt löpande arbete med en hel del frågor där det skulle behövas bättre forskningsstöd, så idag vill jag resa både väldigt konkreta frågor som står på den ekonomisk-politiska agendan just nu och lite mer teoretiska frågor om politikens utformning.

Det finns ett övergripande tema i det jag tänkt säga, nämligen "samarbete". Jag kommer att beröra både samarbete mellan olika instanser och politikområden i Sverige och samarbete på det internationella planet. Ett skäl till att jag valt att lägga ett visst fokus på just samarbete är att jag upplever att det i dagens värld blivit allt svårare, eller i varje fall allt mer komplicerat, att bedriva en helt självständig politik – dels på grund av att gränserna mellan olika politikområden blivit mindre tydliga, dels därför att enskilda länder kanske mer än någonsin påverkas av internationella skeenden.

Behovet av ökat samarbete mellan olika politikområden och mellan länder gör centralbankernas uppgifter, världen över, mer komplicerade, men samtidigt får det inte göra oss handlingsförlamade. Det behövs snabba och konkreta åtgärder för att göra det finansiella systemet mer robust.

Krisen i början av 1990-talet ett startskott i flera avseenden

Låt mig som en startpunkt för min diskussion börja med en mycket komprimerad och selektiv tillbakablick över de senaste tjugo-tjugofem åren. I början av 1990-talet drabbades Sverige av en kris, eller rättare sagt ett antal sammanhängande kriser. Det handlade dels om en finans- och fastighetskris som fick hela det svenska banksystemet i gungning och krävde statliga ingripanden. Det handlade också om en valutakris, eller snarare en kris för hela den dåvarande stabiliseringspolitiska regimen, där ankaret var den fasta växelkursen. Till detta kom även en statsfinansiell kris, med dramatiskt stigande

■ budgetunderskott och en svällande statsskuld. Allt detta inte helt olikt vad en del andra länder haft att hantera på senare år.

Ett resultat av den här utvecklingen blev att vi tvingades släppa kronan och i januari 1993 övergick vi till den inflationsmålsregim som alltjämt råder. Ett annat var att vi började utforma det ramverk för en långsiktigt hållbar finanspolitik som tjänat oss så väl. En följd av finans- och fastighetskrisen var att vi började bygga upp en apparat för att bättre kunna övervaka och upprätthålla den finansiella stabiliteten. Bland annat blev Riksbankens analys av den finansiella sektorn mer strukturerad och systematiserad, och började från 1997 presenteras i form av finansiella stabilitetsrapporter. Detta finansiella stabilitetsarbete var dock långtifrån färdigutvecklat när en ny finanskris bröt ut för drygt sex år sedan, den här gången i global skala. Bland annat saknade vi alltjämt ett system för krishantering. Vi misslyckades också med att förhindra en alldeles för snabb kreditexpansion i Baltikum samtidigt som svenska banker visade sig ha problem med likviditeten när dollarmarknaden frös.

Eftersom den nya krisen blev djupare och drabbade betydligt fler länder än krisen i början av 1990-talet blev den också en starkare och mer världsomspännande signal om att större ansträngningar måste göras för att undvika att finansiella obalanser ställer till problem i ekonomin som helhet. Det mest konkreta uttrycket för den uppfattningen var uppkomsten av det politikområde som kommit att kallas makrotillsyn, vilket är tänkt att framöver ha den överblick över hela det finansiella systemet som saknades före krisen.

Det är i det här sammanhanget värt att poängtera att i Sverige är gränslinjen mellan makrotillsyn och tillsynen av enskilda banker, mikrotillsynen, inte särskilt skarp på grund av den marknadsstruktur vi har med fyra dominerande storbanker. Om stabiliteten i en av dessa banker är hotad innebär detta också ett hot mot stabiliteten i det finansiella systemet som helhet. I den meningen kan man säga att vi i Sverige faktiskt sysslade med makrotillsynsanalys sedan ganska lång tid tillbaka. Men det innebär inte att det har funnits ett färdigutvecklat, fungerande ramverk för makrotillsyn på plats. Tvärtom är det ganska nyligen som ansvarsförhållandena inom makrotillsynen klargjordes och det ramverk, med bland annat det finansiella stabilitetsråd som för någon dag sedan hade sitt andra sammanträde, inrättades.

“Learning by doing” inom makrotillsynen – som när inflationsmålspolitiken infördes

Läget när det gäller makrotillsynen idag är på många sätt likt läget när inflationsmålspolitiken introducerades för lite drygt tjugo år sedan – en ny typ av politik ska sjösättas utan att man säkert vet hur väl den kommer att fungera. När vi i Sverige introducerade inflationsmålspolitiken 1993 fanns inte mycket vägledning. Några länder, som Nya Zeeland, Kanada och Storbritannien, hade introducerat den före oss, men de hade heller inte hunnit skaffa sig särskilt mycket erfarenhet. Det var helt enkelt svårt att veta hur vi skulle bedriva den nya politiken där vi med rântan skulle styra inflationen mot ett siffersatt mål – och hur väl den skulle lyckas.

Läget idag är alltså ungefär detsamma när man nu runt om i världen håller på och funderar på hur makrotillsyn bäst ska bedrivas. På en del håll, framför allt i några utvecklingsländer, har man visserligen redan en viss erfarenhet av vad som skulle kunna beskrivas som makrotillsynspolitik. Men resultaten har varit

■ blandade och det är oklart vilka lärdomar man kan dra mer generellt. Forskningen kring makrotillsynen har nu också kommit igång på allvar, men den är så pass ny att det än så länge inte har utkristalliserats några riktigt tydliga slutsatser som politiken kan grundas på. Det är nog därför oundvikligt att det i den praktiska politiken framöver kommer att handla en hel del om "learning by doing" – med betoning på både "learning" och "doing".

Stabilisering av den finansiella cykeln

En av makrotillsynens två huvuduppgifter är att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser i ekonomin. Denna uppgift kan beskrivas som att makrotillsynen försöker stabilisera något som jag här väljer att kalla den finansiella cykeln. I litteraturen finns också andra snarlika begrepp som kreditcykel och skuldsättningscykel ("leverage cycle").¹ Vad det i enkla ordalag handlar om är att mängden krediter, skuldsättningen, tillgångspriserna och inställningen till risk i ekonomin varierar över tiden på ett sätt som inte nödvändigtvis är knutet till konjunkturen. Man brukar benämna detta makrotillsynens cykliska dimension eller tidsseriedimension.

Makrotillsynens andra huvuduppgift är att hantera strukturella risker, eller tvärsnittrisker, som exempelvis kan handla om att nära länkar mellan olika delar av det finansiella systemet vid *varje given tidpunkt* påverkar risken för att en kris ska drabba systemet som helhet. Jag kommer här att främst fokusera på makrotillsynens cykliska dimension. Det är dock inte så lätt att dra någon tydlig gräns mellan strukturella och cykliska problem på de finansiella marknaderna, och den problematiken känner vi ju igen från andra områden, till exempel arbetsmarknaden.

I figur 1 representerar den röda linjen de vanliga konjunkturvariationerna i ekonomin. Den andra kurvan i diagrammet representerar den finansiella cykeln. Som jag konstaterade behöver inte konjunkturcykeln och den finansiella cykeln sammanfalla utan kan utvecklas lite olika. Ofta antas den finansiella cykeln ha en lägre frekvens, svänga långsammare, än konjunkturcykeln, på det sätt som figuren visar.²

Kopplingarna mellan den finansiella cykeln och konjunkturcykeln kan skapa problem

Ett läge då de båda cyklerna definitivt sammanfaller är när den finansiella cykeln snabbt vänder nedåt, som i slutet av diagrammet. Det var det som skedde i samband med finanskrisen i många länder, och i Sverige i samband med krisen i början av 1990-talet. Exakt hur problemen gestaltar sig kan variera, men det handlar i stort sett alltid om att någon sektor blivit "överskuldssatt", vilket förr eller senare brukar leda till problem. Här kommer jag att anta att det är skuldsättningen hos hushållen som är det huvudsakliga problemet.

I något skede blir det uppenbart att kreditexpansionen och den ökade skuldsättningen baserats på alltför optimistiska förväntningar och kalkyler. Betydligt fler vill sälja än köpa den tillgång som varit grunden för kreditexpansionen och priset på den faller därför. Låt oss anta att det, liksom i

¹ För några exempel se Geanakoplos (2009), Aikman, Haldane och Nelson (2010) och Borio (2012).

² Se till exempel Borio (2012).

samband med den senaste krisen, i huvudsak handlar om bostäder. Bankerna blir försiktiga och drar ner på utlåningen eftersom värdet på säkerheterna minskar. Hushållens tillgångar har nu minskat kraftigt i värde men storleken på lånen är oförändrade. För att få en bättre balans mellan tillgångar och skulder drar hushållen i detta läge ner på sin konsumtion och börjar spara. Förutom att kreditutbudet minskar på grund av att bankerna blir mer försiktiga minskar alltså också efterfrågan på krediter. Den här anpassningen av hushållens balansräkningar ger ett bortfall i efterfrågan som i praktiken ofta visat sig bli ganska långvarigt.³ 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.

Den här utvecklingen innebär att konjunkturcykeln och den finansiella cykeln vänder nedåt samtidigt, som i figur 1. Men grundorsaken är att den finansiella cykeln, så att säga, "spårat ur" – först genom en snabb expansion av krediter och skuldsättning, sedan genom en plötslig kontraktion när förutsättningarna och förväntningarna ändrats. Hade man kunnat hindra uppgången hade inte heller konjunkturedgången blivit så djup. Att stabilisera den finansiella cykeln är därför en viktig del av den allmänna stabiliseringspolitiken. Det finns ganska gott empiriskt stöd för att det fungerar på det här sättet. Ju mer hushållen och företagen lånar under en konjunkturuppgång, desto större tycks risken vara att uppgången följs av en djup recession och en långsam återhämtning.⁴ Kostnaderna för samhället när finansiella obalanser ska korrigeras blir ofta mycket stora. Kostnaden för den globala finanskrisen, räknat i utebliven produktion, har uppskattats till mellan 1 och 3,5 gånger den totala produktionen av varor och tjänster i hela världen under ett år.⁵

Ett argument som förts fram efter finanskrisen är att det i huvudsak är makrotillsynen som ska sköta stabiliseringen av den finansiella cykeln medan penningpolitiken ska fokusera på att stabilisera konjunkturen och inflationen. Personligen känner jag mig mycket tveksam till om det går att göra en sådan uppdelning. Min tveksamhet grundas både på teoretiska argument och på bedömningar av vad man konkret kan åstadkomma med olika politikinstrument. Jag kommer nu att först ta upp några teoretiska argument, därefter göra diskussionen mer konkret genom några räkneexempel.

Givet kopplingarna: Hur delas ansvaret mellan penningpolitiken och makrotillsynen?

Från ett strikt teoretiskt perspektiv kan man argumentera för att koordinering av makrotillsyn och penningpolitik alltid är minst lika bra som att inte koordinera. Följande resonemang är ett sätt att visa varför det är så.⁶

Anta att penningpolitik och makrotillsyn kan bedrivas endera koordinerat eller var för sig. När de båda typerna av politik koordineras, låt oss kalla det alternativ A, sätts räntan r och makrotillsynsverktyget c samtidigt för att minimera

$$E \sum_t \beta^t [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda_1 (y_t - y^*)^2 + \lambda_2 (f_t - f^*)^2],$$

³ Se till exempel Mian och Sufi (2011), Dynan (2012) och Jauch och Watzka (2013).

⁴ Se till exempel Schularick och Taylor (2012).

⁵ Haldane (2010).

⁶ Exemplet är hämtat från Bryant, Henderson och Becker (2012).

■ där β är en diskonteringsfaktor, den första termen i hakparentesen representerar en stabilisering av inflationen, den andra en stabilisering av resursutnyttjandet eller realekonomin, och den tredje en stabilisering av den finansiella cykeln. Räntan och makrotillsynsverktyget sätts alltså tillsammans så att en vägd summa av konjunkturcykeln, inflationens målavvikelse och den finansiella cykeln framöver blir så liten som möjligt.⁷

Den andra möjligheten, alternativ B, är att penningpolitik och makrotillsyn bedrivs helt och hållet var för sig. Räntan r sätts för att minimera konjunkturcykeln och inflationen

$$E \sum_t \beta^t [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda_1 (y_t - y^*)^2],$$

medan c sätts för att stabilisera den finansiella cykeln

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

Ett teoretiskt resultat är att koordinering, det vill säga alternativ A, i allmänhet är att föredra framför att separera de båda typerna av politik. Skälet är helt enkelt att alternativ B är ett specialfall av A. En beslutsfattare som kan välja både r och c för att stabilisera såväl konjunktur och inflation som den finansiella cykeln (eller två beslutsfattare som fullt ut kan samordna sina beslut om r och c) har ju alltid möjligheten att separera besluten, det vill säga att gå från A till B. A borde därför rimligen inte kunna leda till ett sämre resultat än B.

Detta behöver inte nödvändigtvis betyda att koordinering alltid är en bra idé i praktiken. Det kan till exempel vara så att det i realiteten finns kostnader förknippade med koordinering som går att minska eller undvika om man separerar besluten om penningpolitik och makrotillsyn. Det kan till exempel vara svårare att utvärdera och prognostisera den ekonomiska politiken om olika instrument samtidigt används för att försöka nå olika mål.⁸

Ett relaterat argument för att separera de båda typerna av politik handlar om risker för minskad trovärdighet för penningpolitiken. Anta att alternativ A innebär att det är centralbanken som ansvarar för både penningpolitiken och makrotillsynen (i stället för att centralbanken och tillsynsmyndigheten koordinerar). Om centralbanken misslyckas med att stabilisera den finansiella cykeln menar en del att detta skulle kunna resultera i ett minskat förtroende även när det gäller det traditionella målet om prisstabilitet.⁹ Det är därför, menar man, bättre att någon annan än centralbanken bär ansvaret för att stabilisera den finansiella cykeln.

Att koordinering är att föredra i teorin säger heller ingenting om *hur stora* vinsterna kan tänkas vara i praktiken. För att belysa de kvantitativa kopplingarna mellan penningpolitiken och makrotillsynen behöver vi ta hjälp av makroekonomiska modeller baserade på det specifika landets data. Sådana studier pågår vid flera centralbanker. Vi har även på Riksbanken använt en sådan modell för att bättre förstå samspelet mellan de båda politikområdena – framförallt eftersom makrotillsynen kan tänkas ha effekter på konjunkturen som penningpolitiken kan behöva ta hänsyn till.¹⁰ Slutsatsen av den exercisen så här långt är att det inte finns några enkla svar och att vinsterna av

⁷ Här bör man se det som att uppgiften är att se till att finanscykeln inte "spårar ur" snarare än att den till varje pris ska vara helt stabil. I figur 1 skulle till exempel åtgärder behöva vidtas i samband med den sista finansiella cykeln, men inte i samband med den första.

⁸ Se till exempel Svensson (2011).

⁹ Se till exempel Smets (2013).

¹⁰ Se Jonsson och Moran (2013).

■ koordineringen kan variera beroende på vilka störningar det är som driver ekonomin och som får myndigheterna att agera.

Hur har rollerna fördelats i verkligheten?

Hur har då olika länder i verkligheten valt att organisera penningpolitiken och makrotillsynen? Som vanligt är det svårt att dra raka linjer mellan teori och verklighet. Ett land som kommer ganska nära modell A med koordinering är Storbritannien, där Bank of England fått ansvaret även för makrotillsynen. Beslut om penningpolitiken respektive makrotillsynen fattas visserligen i två olika kommittéer i banken, Monetary Policy Committee respektive Financial Policy Committee, vilket är mer i linje med modell B, men det verkar ändå finnas en uttalad ambition att koordinera, bland annat genom det sätt på vilket kommittéerna är sammansatta.¹¹

I Sverige har vi valt en lösning som institutionellt ligger närmare B i den meningen att Finansinspektionen fått huvudansvaret för makrotillsynsverktygen. Nu tror jag inte att skillnaderna i de praktiska lösningarna i olika länder ska överdrivas. En viktig del av processen kring makrotillsynen i Sverige är ett nära samarbete mellan Finansinspektionen, regeringen, Riksbanken och Riksgälden när det gäller analysen av aktuella frågeställningar. Dessa fyra ingår också i det finansiella stabilitetsråd som träffas regelbundet för att diskutera frågor om finansiell stabilitet och hur man kan motverka finansiella obalanser.

Jag tror att det är betydligt viktigare att det faktiskt finns *någon* som ansvarar för makrotillsynsverktygen och är beredd att agera, än att detta sker i helt perfekt koordinering med penningpolitiken. Min förhoppning är att diskussionerna i stabilitetsrådet leder till att de beslut som behöver fattas också verkligen fattas – och att de fattas i tid. Inte så sällan kommer det förmodligen att handla om politiskt ganska obekväma beslut, som direkt har konsekvenser för folks plånböcker. Det ställer stora krav på integritet och oberoende – inte bara i formell mening – hos den som ska fatta dessa beslut.

Behöver penningpolitiken hjälpa till?

Det pågår en intensiv diskussion internationellt om frågan huruvida räntan och penningpolitiken helt kan kopplas bort från stabiliseringen av den finansiella cykeln, eller om den i vissa lägen kan behöva ge stöd till makrotillsynen när det gäller att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser.¹²

Ett argument som talar för att penningpolitiken kan behöva stödja makrotillsynen är att det förmodligen alltid kommer att finnas incitament att försöka kringgå makrotillsynsåtgärder eftersom det kan vara lönsamt för den som lyckas, ungefär på samma sätt som det alltid finns incitament att undvika att betala skatt. Hur väl de system för makrotillsyn som nu börjar tillämpas runt om i världen kommer att fungera i det avseendet vet vi inte idag. Vi vet

¹¹ 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).

¹² Se till exempel Bayoumi, m.fl. (2014), Blanchard, Dell'Ariccia och Mauro (2013), Carney (2013), Smets (2013) och Stein (2013, 2014) för diskussioner om detta.

■ däremot att förändringar av räntan är betydligt svårare att kringgå.¹³ Den kan därför behöva användas i vissa lägen, trots att en bieffekt är att man samtidigt påverkar delar av ekonomin som kanske inte är i behov av en högre ränta. Uteblivna eller för svaga makrotillsynsåtgärder skärper kraven på penningpolitiken i det här avseendet.

Ett förhållande som också kan spela en viss roll för makrotillsynens effektivitet är att det kan vara så att makrotillsynsåtgärder upplevs som mer dramatiska, inte minst för bankerna, och som ett större ingrepp än en höjning av räntan. Trycket på att inte agera kan därmed bli extra starkt inom makrotillsynen och kan i värsta fall vara ganska svårt att stå emot, särskilt om tillsynsmyndigheten inte har en hög grad av lagfäst självständighet. Det kan leda till en "inaction bias" – att man väntar så länge med att vidta åtgärder att de sätts in när det redan är för sent.¹⁴ Förhoppningsvis är det här problem som minskar i takt med att makrotillsynen blir mer inarbetad och avdramatiserad – ungefär på samma sätt som inflationsmålpolitiken gradvis blev mer etablerad och accepterad.

Ett ytterligare skäl till att makrotillsynen kan behöva få stöd är att penningpolitiken *i sig* kan bidra till problem. Om penningpolitiken under lång tid är mycket expansiv kan detta bidra till att skapa felaktiga förväntningar i samhället om till exempel hur höga räntorna kommer att vara i framtiden och om hur bostadsmarknaden kommer att utvecklas framöver, och överlag göra att risktagandet i ekonomin ökar.¹⁵ Detta kan sätta krafter i rörelse som makrotillsynen ensam kan få svårt att motverka.

Vad jag framför allt tycker är viktigt att ta med sig från det jag gått igenom här är att det idag pågår en ganska livlig diskussion internationellt bland akademiker och experter, både om behovet av att samordna makrotillsynen och penningpolitiken och om frågan huruvida penningpolitiken i vissa lägen kan behöva användas för att motverka finansiella obalanser – även med en makrotillsyn på plats. I den svenska debatten ser man av någon anledning inte mycket av den diskussionen. Här verkar vi snarast redan från början utgå ifrån att makrotillsyn och penningpolitik inte har några nämnvärda beröringspunkter utan kan bedrivas mer eller mindre oberoende av varandra utan några problem. Men internationellt ses detta alltså som långtifrån självklart.

Låt oss konkretisera – några enkla kalkyler

Så här långt har jag pratat om penningpolitik och makrotillsyn i teoretiska termer. Låt mig nu mer konkret gå in på vad detta handlar om i termer av handfasta beslut.

Ett uppenbart problem vi har att hantera snarast är de svenska hushållens höga och ökande skuldsättning. På aggregerad nivå uppgår hushållens skulder idag

¹³ Det här är ett argument som jag själv och andra på Riksbanken lyft fram vid olika tillfällen, se till exempel Ingves (2010).

¹⁴ För en diskussion av "inaction bias" inom makrotillsynen, se kapitel 9 i ESRB (2014).

¹⁵ Summers (2014) skriver exempelvis: "[A] strategy that relies on interest rates significantly below growth rates for long periods of time virtually guarantees the emergence of substantial bubbles and dangerous build-ups in leverage. The idea that regulation can allow the growth benefits of easy credit to come without the costs is a chimera. It is precisely the increases in asset values and increased ability to borrow that stimulate the economy that are the proper concern of prudential regulation." Hypotesen att det finns en risktagandekanal för penningpolitiken är inte oomstridd, men har blivit alltmer accepterad och det empiriska stödet för den ökar (se till exempel Altunbas m.fl., 2014 och Gungor och Sierra, 2014, för ett par färskas bidrag).

till 174 procent av deras samlade inkomster.¹⁶ Men det är en siffra baserad på alla hushåll, oavsett om de har några lån eller inte. Om vi bara inkluderar hushåll som faktiskt har lån blir siffran högre, 263 procent, vilket framgår av data från de åtta största bankerna i Sverige som Riksbanken samlat in. Av samma data framgår att siffran stiger till 313 procent om vi bara inkluderar hushåll med bolån. Det här är siffror som inger oro, som inte bör växa ytterligare och som vi tyvärr har att hantera under överskådlig tid. Skuldkvoten har ungefär fördubblats på tjugo år och detta är inte en hållbar utveckling. Det finns en risk att alltför optimistiska förväntningar om låga räntor under lång tid framöver bidragit till ökad skuldsättning. Och snabb tillväxt i skulder tillsammans med optimistiska förväntningar är ett mönster som ofta föregått finansiella kriser. Även utan en kris hämmar ett stort "skuldövershäng" den ekonomiska utvecklingen när förhållandena ändras.

Om man då skulle vilja påverka incitamenten för hushållen att skuldsätta sig, hur effektiva kan man tänka sig att olika åtgärder är? Och hur förhåller sig åtgärder inom det nya politikområdet makrotillsyn till andra möjliga åtgärder? Här befinner vi oss ännu till stor del på outforskat territorium. Men även om vi inte kan luta oss mot något omfattande teoretiskt och empiriskt underlag går det att få åtminstone en grov uppfattning om potentiella förväntade effekter med hjälp av några enkla beräkningar. Jag vill understryka att de siffror jag kommer att nämna handlar om partiella och statiska kalkyler som baseras på en rad förenklande antaganden och att de därför måste tas med en nypa salt. Samtidigt illustrerar kalkylerna villkoren för praktiskt beslutsfattande.

Vanliga hushåll i Luleå, Upplands Väsby och centrala Stockholm

Låt oss titta på några "typhushåll", vanliga svenska hushåll bestående av två vuxna och två barn. Säg att ett av dessa kommer från Upplands Väsby kommun utanför Stockholm och ett annat från Luleå i Norrbotten. Efter en hastig blick på statistiken kan vi sluta oss till att ett genomsnittligt hushåll av detta slag i Upplands Väsby har en sammanlagd inkomst på cirka 44 000 kronor i månaden efter skatt och ett bostadslån (bottenlån) på cirka 1,75 miljoner kronor. Motsvarande hushåll i Luleå kan antas ha en sammanlagd inkomst på omkring 39 000 kronor i månaden och ett bostadslån på cirka 1,1 miljoner kronor. Jag pratar alltså om två genomsnittshushåll utan extrema nivåer på vare sig inkomster eller lån. Skuldkvoten, det vill säga lånet i förhållande till den disponibla inkomsten är i det här fallet 331 procent för familjen från Upplands Väsby och 235 procent för familjen från Luleå.¹⁷ För familjen i Upplands Väsby är detta strax över genomsnittet i landet för hushåll som har bolån, medan familjen i Luleå ligger en bra bit under genomsnittet.

Samtidigt vet vi att det inte är ovanligt för hushåll att ha skuldkvoter på 600 procent, exempelvis i centrala Stockholm. Låt oss därför ta med också ett sådant hushåll i jämförelsen. För en motsvarande tvåbarnsfamilj i centrala Stockholm med en sammanlagd inkomst efter skatt på knappt 55 000 kronor i månaden skulle ett lån på knappt 4 miljoner kronor innebära en skuldkvot på cirka 600 procent.

¹⁶ De svenska hushållens skulder uppgår enligt finansräkenskaperna idag till totalt cirka 3 300 miljarder kronor medan deras disponibla inkomster enligt nationalräkenskaperna uppgår till totalt cirka 1 900 miljarder kronor.

¹⁷ Här avses total skuld som andel av den årliga disponibla inkomsten.

■ Hur skulle då olika åtgärder tänkas påverka utgifterna – i termer av direkta lånekostnader, som ränta, och andra lånerelaterade kassaflöden, som amorteringar – för dessa hushåll?

Vi kan för enkelhets skull anta att räntan på bostadslånen i utgångsläget är 4 procent, lika för samtliga hushåll. Vi antar också att våra hushåll har rörlig ränta, att de inte amorterar alls på sina lån och att de inte har något sparande.

Kapitalbuffertar ger begränsade plånbokseffekter

Ett av de mer vedertagna makrotillsynsverktygen är de så kallade kontracykliska kapitalbuffertarna, som införs med det nya Baselregelverket. De innebär att bankerna ska kunna åläggas ett extra kapitalkrav i goda (läs: överhettade) tider som ska kunna dras tillbaka i sämre tider. Säg att bankerna nu åläggs kontracykliska kapitalbuffertar med totalt 2,5 procentenheter. Säg också att bankerna vältrar över hela kostnaden för det ökade kapitalkravet på sina bolånekunder. En ökning av kapitalbufferten med 2,5 procent skulle då, under lite förenklande antaganden, kunna översättas till en ökning av bankernas utlåningsränta med cirka 0,2 procentenheter som mest.¹⁸ Högre kapitaltäckning minskar dock aktieägarnas och andra finansierers risk och bör därför leda till att bankernas avkastningskrav och upplåningskostnader minskar. Därför skulle höjningen av utlåningsräntorna också kunna bli lägre.

För familjen i Upplands Väsby innebär detta att räntekostnaderna ökar med 204 kronor i månaden efter skatt. För familjen i Luleå, med ett något lägre lån, är ökningen 128 kronor i månaden efter skatt. För den högre belånade familjen i Stockholm ökar räntekostnaderna efter skatt med 461 kronor per månad. Uttryckt som andel av disponibel inkomst innebär de kontracykliska kapitalbuffertarna högre lånekostnader för våra hushåll motsvarande 0,3-0,8 procent av den disponibla inkomsten. Det kontracykliska kapitalbuffertpåslag om en procentenhet, som Finansinspektionen nyligen tillkännagett, får givetvis ännu mindre effekt än ett buffertpåslag om 2,5 procentenheter.

De här relativt marginella plånbokseffekterna kommer troligtvis inte att påverka incitamenten till skuldsättning i någon nämnvärd grad hos våra typhushåll. För att påverka hushållens skuldsättning skulle kapitalkraven på bankerna behöva höjas betydligt mer än vad som nu står på agendan. Däremot innebär det ökade kapitalkravet att bankernas motståndskraft stärks, vilket är önskvärt i sig och ett viktigt syfte med regleringen.

Slopade ränteavdrag får större effekt

Vill man påverka incitamenten så finns andra åtgärder som kan vara mer effektiva. Kuttner och Shim (2013) har gjort en panelstudie som omfattar 57 länder och som sträcker sig över mer än tre decennier där effekten på skuldsättning och huspriser av olika verktyg undersöks. Till de verktyg som i deras studie verkar ha tydligast effekt på skuldsättningen hör slopandet av ränteavdrag och införandet av bolånetak.

Låt oss då försöka uppskatta vilka effekter dessa åtgärder skulle få på våra typhushåll. Säg att ränteavdragen för bolån försvinner. Förändringar i

¹⁸ Kalkylen bygger på antaganden om oförändrat avkastningskrav för bankerna på 15 procent, oförändrade upplåningskostnader för bankerna och allokering av bankernas kostnader på basis av riskvikter.

■ ränteavdragen är inte något nytt – i slutet av 1980-talet ändrades skattereglerna på ett sådant sätt att ränteavdragen i det närmaste halverades för vissa grupper av hushåll.

För familjen i Luleå, med 1,1 miljon kronor i lån, skulle lånekostnaden om de inte anpassar sin skuldsättningsnivå stiga med cirka 1 100 kronor i månaden eller knappt 3 procent av den disponibla inkomsten. Och för Upplands Väsbyfamiljen skulle ett avskaffat ränteavdrag öka lånekostnaden med 1 750 kronor, eller cirka 4 procent av den disponibla inkomsten. För vår mer skuldsatta Stockholmsfamilj ökar lånekostnaden med nästan 4 000 kronor i månaden, eller drygt 7 procent av den disponibla inkomsten.

Den ökade lånekostnad som avskaffandet av ränteavdraget innebär i detta exempel motsvarar ungefär den ökade lånekostnad som skulle uppkomma om bolåneräntan istället steg med 1,7 procentenheter.¹⁹

Vi ser alltså att ett avskaffande av ränteavdraget skulle ha betydligt större effekter på hushållens lånekostnader än en höjning av kapitalkraven på banker i den storleksordning som nu är aktuella. Vill man påverka hushållens skuldsättning har alltså förändringar i avdragsrätten större direkta möjligheter att påverka hushållens incitament.

Osäkert vad bolånetaket ger

Att även ett bolånetak kan ha effekt på låneaptiten stöds till viss del av den preliminära utvärdering Finansinspektionen gjorde efter att de infört ett sådant i oktober 2010.²⁰ Bolånetaket är inte något tak i absolut mening, men det innebär att den som vill låna mycket måste ta en större andel blacolån som i regel har en högre ränta än bottenlån och som dessutom måste amorteras i snabbare takt. Alla hushåll påverkas förstås inte av förändringar i bolånetaket.

Säg att bolånetaket sänks från 85 till 75 procent. Och säg att våra typhushåll påverkas av detta och därmed behöver ta en större andel blacolån med en ränta på 6 procent och dessutom amortera blacolånet på 10 år. Detta skulle medföra ökade räntekostnader motsvarande mellan 0,4 och 1 procent av den disponibla inkomsten och amorteringar motsvarande mellan 2,8 och 7 procent av den disponibla inkomsten. Den totala utgiftsökningen i detta exempel motsvarar således mellan 3,2 och 8 procent av den disponibla inkomsten. Detta är jämförbart med hur mycket hushållens utgifter skulle öka om istället bolåneräntan ökade med drygt 1,9 procentenheter.

Amorteringar som sparform

Ni som har varit med ett tag vet att regleringar av det här slaget ofta möts med olika sätt att kringgå dessa. Ett sätt för bankerna att göra exempelvis bolånetaket mindre bindande för sina kunder och möjliggöra mer lån är exempelvis att inte ställa krav på att bottenlånen ska amorteras.

Vad gäller amorteringskultur skiljer vi oss i Sverige ganska markant från vad som verkar vara brukligt i många andra länder. I Sverige är det cirka 40 procent

¹⁹ Med ett skatteavdrag på 30 procent innebär en räntehöjning på 1,7 procentenheter att räntan efter skatt ökar med 1,2 procentenheter. Det är lika mycket som ett borttagande av ränteavdraget skulle höja kostnaderna om räntan i utgångsläget är 4 procent.

²⁰ http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/20_Rapporter/2011/effekt_bolanetak_delstudie.pdf

■ som inte amorterar alls. Av de som amorterar är det hela 40 procent som gör det på ett sådant sätt att de är skuldfria först om 50 år eller mer.

Låt oss leka med tanken att våra hushåll – som vi ju antog inte amorterade alls i utgångsläget – åläggs ett amorteringskrav som innebär att de måste amortera sina lån på 50 år. Om hushållen på detta sätt börjar amortera skulle det å ena sidan initialt innebära ökade utgifter för hushållen motsvarande mellan knappt 5 och hela 12 procent av den disponibla inkomsten. För att uppnå samma effekt med en ränteökning skulle bolåneräntan behöva öka med nästan 3 procentenheter. Å andra sidan kommer amorteringarna innebära att räntekostnaden sjunker i takt med att lånet betalas av. Eftersom amorteringen är en sparform medför denna åtgärd på sikt att lånekostnaden sjunker och att hushållet förbättrar sin balansräkning eller finansiella ställning. I detta exempel har vi antagit att hushållen inte har något sparande. I praktiken skulle hushåll förstås också kunna hantera förändringar i amorteringskrav genom att dra ned på annat sparande.

Jämförelser med räntan

En relevant jämförelse är vad en direkt ränteökning skulle innebära för våra hushåll. Säg att bankernas utlåningsränta ökar med 2 procentenheter från 4 till 6 procent och, liksom i övriga exempel, att våra typhushåll har rörlig ränta. Att hushåll lånar till rörlig ränta blir ju allt vanligare. I början av 2000-talet var en fjärdedel av bolånen upptagna till rörlig ränta, idag är det hälften. Detta förhållande innebär att förändringar i det allmänna ränteläget får en allt snabbare och allt kraftigare inverkan på hushåll med hög skuldsättning.

För vårt typhushåll i Upplands Väsby skulle räntekostnaderna öka med drygt

2 000 kronor i månaden, eller med 4,6 procent av den disponibla inkomsten givet våra antaganden i övrigt. För vårt hushåll i Luleå skulle räntekostnaderna öka med nästan 1 300 kronor, vilket motsvarar 3,3 procent av den disponibla inkomsten. För vårt högbelånade Stockholmshushåll är effekten givetvis större, närmare bestämt 4 600 kronor per månad efter skatt, vilket är 8,4 procent av den disponibla inkomsten.

Sammanfattningsvis finns det alltså flera åtgärder som skulle kunna vidtas för att påverka hushållens incitament att ta upp lån.

Vad gäller de kontracykliska kapitalbuffertarna så talar de grova kalkyler jag här presenterat för att de skulle behöva höjas väldigt mycket mer än de 2,5 procent som vi räknat med för att ge samma effekt på hushållen som en ränteuppgång med 2 procentenheter. Men som jag påpekat är givetvis ökade kapitalkrav på bankerna viktiga och rimliga i sig eftersom de stärker deras motståndskraft.

Ett avskaffande av ränteavdraget får större effekt. I mitt exempel får ett avskaffande av ränteavdraget ungefär lika stor effekt som en uppgång i bolåneräntorna med 1,7 procentenheter.

En sänkning av bolånetaket från 85 procent till 75 procent träffar inte alla hushåll men påverkar i mina exempel hushållens utgifter genom högre räntor och amorteringar på den del av lånet som inte är bottenlån. Effekten av att sänka bolånetaket med tio procentenheter som i mitt exempel motsvarar för våra typhushåll kostnaden av en höjning av bolåneräntan med drygt 1,9 procentenheter.

I mina exempel skulle införandet av ett amorteringskrav ha allra störst effekt. Om våra hushåll, som i utgångsläget inte amorterar alls, skulle åläggas att betala av sina lån på 50 år skulle ökningen av deras utgifter motsvara den ökning som skulle uppkomma om bolåneräntan istället steg med knappt 3 procentenheter.

Några slutsatser

Jag vill än en gång understryka att det jag just presenterat är mycket enkla kalkyler av de direkta effekterna av olika åtgärder på några typhushålls utgifter. För att kunna jämföra olika handlingsalternativ behövs egentligen noggrannare beräkningar som kan ta hänsyn till hur hushållens beteende förändras över tiden av de olika åtgärderna. Jag tycker ändå att man kan dra några slutsatser av de här räkneövningarna:

För det första: Vad myndigheterna än genomför i form av makrotillsynsåtgärder, förändringar i finanspolitik eller penningpolitik kommer detta att påverka priset på pengar i ekonomin, det vill säga lånekostnaderna, och därmed incitamenten till skuldsättning. Det innebär att åtgärderna på det ena området måste beakta vad som görs inom de andra. Den ena handen måste vara medveten om vad den andra gör, även om det inte sker någon fullständig koordinering.

För det andra: Det är klart att av de åtgärder som nu diskuteras har vissa betydligt större potential än andra att påverka hushållens incitament att låna. Här blir utmaningen att hitta åtgärder som är tillräckligt kraftfulla, men ändå inte själva, så att säga, blir tuvan som välter lasset. Vad man vill åstadkomma är en kontrollerad anpassning.

För det tredje: Om vi ska komma till rätta med en alltför hög skuldsättning är det oundvikligt att det kommer att märkas för enskilda hushåll och ha kostnader för ekonomin som helhet – även om det förstås är så att intäkterna i längden överväger, om vi kan undvika en riktigt dålig utveckling. Låt mig vara tydlig med att jag inte tror att det räcker enbart med åtgärder som påverkar utbud och efterfrågan på krediter genom ökade lånekostnader för hushållen. Andra åtgärder behövs också. Jag och mina kolleger i direktionen har också, liksom många andra, lyft fram den dåligt fungerande bostadsmarknaden med ett lågt utbud av bostäder, som pressat upp priserna och därmed hushållens skuldsättning. Så åtgärder som ökar utbudet av bostäder behövs också, men det har jag pratat om tidigare och tänker inte fördjupa mig kring idag.

För det fjärde: Det är viktigt att agera så snart som möjligt. Om skuldsättningen och bostadspriserna fortsätter uppåt när de efter hand nivåer som innebär ännu större risker och där ekonomin blivit ännu mer känslig för störningar. Kostnaderna kan då bli ännu större. Vi har tidigare publicerat uppskattningar av vad som kan hända med ekonomin när en störning inträffar och skuldsättningen är hög.²¹ Sådana uppskattningar är alltid behäftade med stor osäkerhet men det kan handla om uppgångar i arbetslösheten runt 5 procentenheter när ekonomin drabbas av en finansiell kris. Om vi blickar ut över dagens Europa, där man på många håll nu haft negativ tillväxt och hög arbetslöshet i många år, menar jag att alternativet, att sticka huvudet i sanden, inte är att föredra.

²¹ Penningpolitisk rapport juli 2013.

Man kan också argumentera för att den störning som själva policyåtgärden medför, det man skulle kunna kalla den direkta anpassningskostnaden, blir mindre vid ett lägre ränteläge. Om man vid nuvarande låga ränteläge vidtar åtgärder som på allvar påverkar hushållens incitament att låna, till exempel avskaffar ränteavdraget, skulle ränteutgifterna visserligen öka en del. Givet dagens aggregerade hushållsskulder skulle ränteutgifterna öka med 30 miljarder kronor.²² Hushållens disponibla inkomst, som förenklat ges av summan av lön efter skatt och kapitalinkomster minus ränteutgifter, är för närvarande ungefär 1900 miljarder kronor. Om vi antar att inkomsterna är oförändrade skulle alltså avskaffandet av ränteavdraget reducera hushållens disponibla inkomst med ungefär 1,6 procent.²³ En enkel beräkning visar att hushållens konsumtion då skulle minska med 1,3 procent. Om man endast utgår från konsumtionens andel av BNP så motsvarar detta 0,5 procent lägre BNP.²⁴

Om man däremot väntar med att vidta åtgärder blir förstås anpassningskostnaderna för hushållen när åtgärderna väl vidtas ännu större. Om räntorna har stigit till den dubbla nivån jämfört med nu, vilket inte alls är otänkbart, blir effekterna av ett slopat ränteavdrag i motsvarande grad större. Enligt min mening är det alltså betydligt bättre att försöka göra något åt hushållens skuldsättning redan idag, när räntorna är låga och förutsättningarna i övrigt är relativt gynnsamma, än att tvingas till åtgärder längre fram när förhållandena kanske är mindre nådiga och anpassningskostnaderna för såväl enskilda hushåll som samhället i stort blir onödigt höga.

Ett steg i rätt riktning: amortera mera

Vad ska vi då göra för att komma till rätta med skuldsättningsproblematiken?

Jag har diskuterat och jämfört en rad olika tänkbara åtgärder för att motverka en alltför hög skuldsättning i hushållssektorn. I grunden handlar det om att göra hushållen och det finansiella systemet mindre känsligt för störningar. Det ligger då nära till hands att tänka på förändringar i amorteringskulturen. Om hushåll i ökad utsträckning amorterar på sina bostadslån minskar skuldkvoten. Om det dessutom sker genom att hushållen lägger om sitt sparande och använder en del av dagens finansiella sparande för att istället betala av på sina lån behövs förhoppningsvis inte lika stora förändringar i konsumtionen. De realekonomiska konsekvenserna kunde begränsas, samtidigt som skuldsättningen och de risker som den är förknippad med kunde hållas i schack.

²² För närvarande är den genomsnittliga bolåneräntan hushållen betalar ungefär 3,1 procent, så att hushållen efter ränteavdrag på 30 procent betalar ungefär 2,2 procent ränta. Om ränteavdraget skulle avskaffas skulle med andra ord hushållens ränta stiga med ungefär 0,9 procentenheter. Eftersom hushållens aggregerade skulder är ca 3300 miljarder kronor motsvarar detta en ökning av ränteutgifterna med 30 miljarder kronor.

²³ Kvoten mellan ökningen i ränteutgifterna och de aggregerade disponibla inkomsterna, det vill säga 30/1900. Effekten på den disponibla inkomsten är här mindre än på typhushållen eftersom den är beräknad på aggregerad skulldata för hela befolkningen.

²⁴ För att uppskatta effekten på hushållens konsumtion kan man använda en så kallad konsumtionsekvation, som relaterar förändringar i konsumtionen till förändringar i förmögenhet och disponibel inkomst. Enligt denna ekvation faller konsumtionen med ungefär 80 procent av minskningen i den disponibla inkomsten, det vill säga ungefär $1,6 \cdot 0,80 = 1,3$ procent. Konsumtionen utgör ungefär 50 procent av BNP. I konsumtionen finns dock även ett importerat innehåll på ungefär 25 procent, vilket betyder att om konsumtionen faller med 1 procent så faller BNP ungefär med $0,5 \cdot (1 - 0,25) = 0,38$ procent. I exemplet faller således BNP med $1,3 \cdot 0,38$, eller ungefär 0,5 procent. I en mer utförlig kalkyl bör man även ta hänsyn till indirekta effekter som uppstår över tiden.

■ Det naturliga vore att ställa krav på amortering av bottenlån. Som en direkt effekt skulle stocken av befintliga bostadslån då minska. Det skulle dessutom ge hushållen starkare incitament att låna mindre. Ett sådant krav vore rimligt, och något som man på många håll i världen ser som en självklarhet.

Internationell samordning kring stabilitetsfrågor

Jag har hittills pratat om makrotillsyn och penningpolitik och tänkbara effekter av åtgärder utifrån ett enskilt lands perspektiv. Men det finns också en omvärld som varje land behöver förhålla sig till.

När det gäller frågor om just finansiell stabilitet finns det sedan länge ett utbredd internationellt samarbete. Inom centralbanks- och tillsynsvärlden finns en rad fora där man diskuterar dessa frågor, och i vissa av dessa fora utformas regler och standarder på det finansiella området. Baselkommittén för banktillsyn, som bildades 1974 i kölvattnet av Herstattincidenten²⁵, har sedan 1980-talet satt normerna för bland annat bankernas kapitaltäckning. När det gäller finansiell lagstiftning utformas harmoniserade regler för banker och andra finansiella företag sedan länge inom ramen för EU-samarbetet.

Men det är tveklöst så att det internationella samarbetet har intensifierats ytterligare efter den globala finanskrisen. Fokus har i högre grad än tidigare varit på ett systemperspektiv eller, om man så vill, ett makrotillsynsperspektiv. Efter krisen blev det en naturlig uppgift för Baselkommittén att genomföra en ordentlig översyn av kraven på kapital och likviditet. Resultatet av denna översyn är bland annat de riktlinjer som går under namnet Basel III. På G20-ländernas reformagenda finns nu, inom ramen för det arbete som bedrivs av Financial Stability Board (FSB), bland annat särskilda kapitalkrav för så kallade systemviktiga institut samt nya riktlinjer för hur sådana institut ska kunna avvecklas under ordnade former vid en solvenskris. Man tittar också särskilt på hur handeln med OTC-derivat ska bedrivas och hur den finansiella verksamhet som sker utanför den traditionella banksektorn – den så kallade shadow banking-sektorn – ska övervakas och regleras.

Det har också lagts ner mycket möda på att skapa arrangemang som gör det möjligt att upptäcka och hantera risker i det finansiella systemet som kan beröra flera länder samtidigt. I januari 2011 bildades Europeiska systemrisknämnden (ESRB) med uppgift att identifiera hot mot den finansiella stabiliteten inom EU och utfärda varningar och rekommendationer till enskilda länder om sådana systemrisker. Inom ramen för ESRB-samarbetet utvecklas också modeller för utvärdering av systemrisker liksom makrotillsynsverktyg för att motverka dessa risker.

Vidare har de tidigare europeiska tillsynskommittéerna nu fått myndighetsstatus och uppgiften att utveckla tekniska standarder och riktlinjer på ett stort antal områden. De ska dessutom ha en medlande roll i fall där medlemsländer inte kan komma överens när det gäller tillsynen.

Nyligen har man inom eurozonen också tagit viktiga steg mot den så kallade Bankunionen, med Europeiska centralbanken (ECB) som gemensam

²⁵ Den 26 juni 1974 återkallade västtyska myndigheter den Köln-baserade banken Herstats verksamhetstillstånd. Samma dag hade ett flertal banker släppt iväg betalningar i D-mark till Herstatt i Frankfurt i utbyte mot amerikanska dollar, som skulle levereras i New York. Mellan de olika tidszonerna uppstod ett glapp, där verksamheten upphörde innan motparterna i New York hunnit erhålla sina dollar. Herstattincidenten är ett berömt fall som brukar användas som exempel på så kallad avvecklingsrisk.

tillsynsmyndighet för alla banker i de anslutna länderna. Tanken är att Bankunionen även ska omfatta en gemensam krishanteringsmekanism och en gemensam insättningsgaranti. Förhandlingarna kring detta är svåra, och hur regelverket för bankunionen ska utformas i detalj är ännu inte klart.

Även inom Norden-Baltikum finns sedan länge ett omfattande samarbete kring finansiell stabilitet. Även detta samarbete har intensifierats efter krisen. I dag finns det bland annat ett nordiskt-baltiskt makrotillsynsforum, där centralbankschefer och tillsynsmyndighetschefer i regionens länder ingår. Det finns också ett omfattande nordiskt-baltiskt samarbete kring beredskap för hantering av finansiella kriser.

Mot bakgrund av att kapital och finansiella aktörer rör sig tämligen fritt över världen är det logiskt att det sker en internationell samordning av makro- och mikrotillsyn och av regleringen av de finansiella marknaderna. Inom internationella normbildande organ tas en mängd beslut som vi i Sverige är förpliktigade att följa eller i vilket fall som helst måste förhålla oss till på det ena eller andra sättet. När det gäller penningpolitiken har vi dock en högre grad av autonomi.

Debatt om behov av samarbete även inom penningpolitiken

När det gäller centralbankernas andra huvuduppgift – penningpolitiken – är det internationella samarbetet långtifrån lika utbrett. Sedan Bretton Woods-överenskommelsen bröt samman i början av 1970-talet har penningpolitik i huvudsak bedrivits av länder (och valutaunioner) var för sig. Sporadiska undantag har givetvis förekommit, oftast i kristider. Ett exempel är den koordinerade räntesänkning som ett antal centralbanker, däribland Riksbanken, genomförde den 8 oktober 2008 i samband med finanskrisen. Men detta är som sagt undantag.

Men under senare tid har det alltmer börjat diskuteras om det behövs mer av internationell penningpolitisk samordning även under mer normala omständigheter.²⁶ Bakgrunden är i korthet att den fortgående integrationen av världens finansiella marknader gör att stora mängder kapital snabbt kan röra sig dit avkastningen förväntas vara relativt sett högre. En av drivkrafterna bakom sådana kapitalflöden kan vara den politik som bedrivs i stora, tongivande länder. Dessa flöden kan göra det svårare att bedriva penningpolitik i mottagarländerna och få konsekvenser för den ekonomiska och finansiella stabiliteten där. Därför tycker sig vissa se ett motiv för internationell penningpolitisk koordinering. Det bör understrykas att den debatt som förts i huvudsak har handlat om utvecklingsekonomier och de problem som uppstått där.²⁷ Men mekanismerna som sådana är principiella och avancerade ekonomier påverkas också i varierande utsträckning, i synnerhet om de är små och öppna. Min syn är att Sverige inte är ett undantag.

Räntor bestäms idag i stor utsträckning direkt eller indirekt av förhållanden på globala finansiella marknader. Detta gör det svårare för centralbanker i enskilda länder att påverka den inhemska långräntan via förväntningshypotesen – räntekanalerna blir mindre förutsägbara. De stora kapitalflödena kan dessutom ha effekter på växelkursen och riskpremier som gör att penningpolitikens växelkurskanal blir mer komplicerad. Om långräntor och växelkurser tidigare

²⁶ Se till exempel Eichengreen m.fl. (2011), Caruana (2012) och Rajan (2014).

²⁷ Se till exempel Rajan (2014).

■ hade ett hyggligt nära samband med den korta räntan, så kan man säga att de idag i hög grad påverkas av faktorer i omvärlden.

Penningpolitiken kan också kompliceras av att kapitalflödena påverkar den finansiella stabiliteten. En hypotes som har ett visst empiriskt stöd är att kapitalflödena kan ses som en del av en global finansiell cykel.²⁸ Det förefaller som att en av drivkrafterna för cykeln är den penningpolitik som bedrivs i stora länder, framför allt USA.

I termer av figur 1 kan det alltså vara så att den finansiella cykeln i hög grad drivs av globala faktorer. Den globala finansiella cykeln behöver förstås inte vara i fas med de makroekonomiska förhållandena i enskilda länder. Redan när jag diskuterade konjunkturcykeln och den finansiella cykeln i ett enskilt land konstaterade jag att dessa inte behöver vara synkroniserade. Och om den finansiella cykeln dessutom påverkas av globala förhållanden förstärks givetvis den slutsatsen.

Med fri kapitalrörlighet är det svårare att isolera ett land från den globala finansiella cykeln – och indirekt därmed från penningpolitiken i stora länder – även om växelkursen är rörlig. Vissa går så långt som att säga att utvecklingen på de finansiella marknaderna medfört att oavsett växelkursregim, har man att välja mellan endast två alternativ: Endera har man fri kapitalrörlighet och accepterar då att det är svårt eller omöjligt att bedriva en egen penningpolitik, eller så bedriver man en egen penningpolitik men motverkar kapitalrörligheten.²⁹ Denna slutsats är dock väl stark. Huvudspåret är än så länge att länder med rörliga växelkurser *kan* bedriva en egen penningpolitik, men att inhemska monetära och finansiella förhållanden blivit mer känsliga för störningar från omvärlden och att det därmed blivit mer komplicerat att bedriva en väl avvägd penningpolitik.³⁰

Hur hantera internationella spillover-effekter?

Om man nu upplever att spillover-effekter från stora länders penningpolitik via de globala finansiella marknaderna är ett problem, hur kan man då försöka komma till rätta med det? En möjlighet, åtminstone på papperet, skulle kunna vara att centralbankerna världen över samordnar sin politik.

Jag är personligen inte särskilt optimistisk om möjligheterna eller det ändamålsenliga med att åstadkomma en internationell samordning av penningpolitiken i någon mer formell bemärkelse. I slutänden har nationella centralbanker i uppdrag att uppfylla mandat som bestämts nationellt, och om de skulle försöka beakta spillover-effekterna av sin politik på utlandet skulle detta innebära att de åtminstone tillfälligt skulle behöva åsidosätta de nationella målen. Det skulle sannolikt vara svårt att få det inhemska stöd och den förståelse som i längden behövs för en sådan politik. Det skulle dessutom förmodligen vara svårt att både uppskatta och komma överens internationellt om hur stora effekterna egentligen är – olika länder kommer med säkerhet att ha olika uppfattningar.³¹ Detta sagt tror jag att det finns goda skäl att i modeller och penningpolitiska analysapparater i högre grad än idag ta hänsyn till globala aspekter – spillover- och feedbackeffekter som enskilda länders

²⁸ Se Rey (2013).

²⁹ Se Rey (2013).

³⁰ Se Kamin (2010) för en sammanställning av den empiriska forskningen kring globaliseringens effekter på penningpolitiken.

³¹ Se Ostry och Ghosh (2013).

penningpolitik kan ge upphov till. På samma sätt som finanskrisen startade en forskningsagenda om hur finansiella förhållanden bättre bör beaktas i makromodeller tror jag att den ökade globaliseringen kommer att skapa ett behov av ytterligare utvecklingsarbete när det gäller analysen av penningpolitiken i öppna ekonomier. Men hur långt detta spår kommer att leda och om, och i så fall hur mycket, detta kommer att ge avtryck i den praktiska politiken återstår att se. Jag tror hur som helst att den finansiella globaliseringen och hur den påverkar villkoren för penningpolitiken, inklusive samordning med makrotillsynen, är en fråga som kommer att fortsätta att diskuteras ganska intensivt framöver.

Eftersom ett viktigt problem är att det kan uppstå en överdriven kredittillväxt i länder dit kapital flödar ligger det nära till hands att hoppas att stabilitet ska kunna garanteras av de ramverk för makrotillsyn som många länder nu håller på att bygga upp.³² Hur väl de här ramverken sedan förmår stå emot dessa globala krafter kommer även det att visa sig i den "learning by doing"-process som vi står inför på makrotillsynsområdet.

En mer komplicerad värld efter krisen

Låt mig så försöka mig på någon form av sammanfattning. Att jag valt samarbete som tema beror, som jag antydde inledningsvis, på att vår värld efter finanskrisen ter sig mer komplicerad än vad den var tidigare – eller åtminstone mer komplicerad än vi trodde att den var. Jag upplever att det har blivit mer uppenbart att penningpolitiken i enskilda länder är beroende både av vad som sker inom andra politikområden och av penningpolitiken i andra länder.

Det har naturligtvis alltid funnits ett behov av att få politikområden att samspela och understöda varandra, och att det finns kopplingar mellan penningpolitiken i olika länder är i sig heller inget nytt. Men min känsla är ändå att finanskrisen, så att säga, har satt de här sambanden på sin spets.

Krisen gav upphov till ett nytt politikområde – makrotillsyn – som delvis verkar genom att påverka mängden krediter i ekonomin, på ungefär samma sätt som penningpolitiken. Det är för mig ganska uppenbart att de här båda politikområdena behöver samspela. Om penningpolitiken ska klara sina uppgifter på ett bra sätt så måste makrotillsynen fungera väl och med stor sannolikhet gäller också det omvända.

Krisen tvingade också fram en penningpolitik som i många tongivande länder varit mer expansiv än vad som tidigare skådats och som bedrivits på ett sätt som inte tidigare testats. Den debatt som uppstått om internationella penningpolitiska spillover-effekter är mot den bakgrunden inte särskilt märklig.

Var vi slutligen kommer att landa inom de här båda områdena vet vi inte idag. Det är ett par av de trådar som jag måste lämna lösa här idag. Det kommer dock sannolikt att krävas en del nytänkande både vad gäller penningpolitiken och tillsynen och regleringen av de finansiella marknaderna – men också konkreta åtgärder. Exakt hur en lämplig politikmix bör se ut är svårt att säga eftersom vi rör oss i relativt okänd terräng. Det kommer att bli mycket "learning by doing". Ny forskning kommer att bidra till lärandet, men med tanke på

³² En ytterligare möjlighet som jag inte tar upp här men som provats i framför allt utvecklingsekonomier är att använda kapitalregleringar. För en detaljerad och delvis kritisk genomgång av effektiviteten av kapitalregleringar, se Klein (2012).

- riskerna måste vi också öka takten i genomförandet av reformer. Det blir inte så mycket learning om vi inte tillför mera doing. De åtgärder som behövs kommer antagligen att ha märkbara negativa effekter på den privata konsumtionen och tillväxten på kort sikt, men är nödvändiga för att minska riskerna för en ännu sämre utveckling längre fram.

■ 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.

Altunbas, Y., L. Gambacorta och D. Marques-Ibanez (2014), Does Monetary Policy Affect Bank Risk? International Journal of Central Banking, March 2014.

Bayoumi, Tamin, Giovanni Dell'Ariccia, Karl Habermeier, Tommaso Mancini-Griffoli, Fabián Valencia och ett IMF Staff Team (2014), Monetary Policy in the New Normal, IMF Staff Discussion Note 14/3, International Monetary Fund.

Bryant, Ralph C., Dale W. Henderson och Torbjörn Becker (2012), Maintaining Financial Stability in an Open Economy. SNS Förlag.

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

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

Caruana, Jaime (2012), Policy Making in an Interconnected World. I The Changing Policy Landscape, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, 2012.

Dynan, Karen (2012), Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption? Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2012.

Eichengreen, B., M. El-Erian, A. Fraga, T. Ito, J. Pisani-Ferry, E. Prasad, R. Rajan, M. Ramos, C. Reinhart, H. Rey, D. Rodrik, K. Rogoff, H.S. Shin, A. Velasco, B. Weder di Mauro and Y. Yu (2011), Rethinking Central Banking, Brookings Institution.

ESRB (2014), The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector . European Systemic Risk Board.

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

Gungor, Sermin och Jesus Sierra (2014), Search-for-Yield in Canadian Fixed-Income Mutual Funds and Monetary Policy. Bank of Canada Working Paper 2014-3.

Haldane, Andrew (2010), The \$100 Billion Question, anförande den 30 mars 2010, Bank of England.

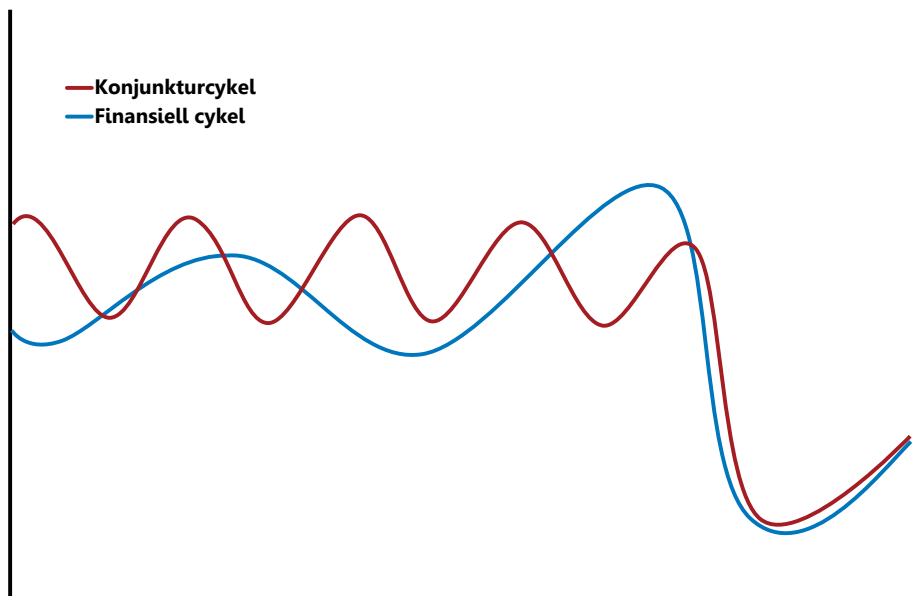
H M Treasury (2013), Review of the monetary policy framework. March 2013.

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

Jauch, Sebastian och Watzka, Sebastian (2013), The Effect of Household Debt Deleveraging on Unemployment Evidence from Spanish Provinces. Conference paper, Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2013: Wettbewerbspolitik und Regulierung in einer globalen Wirtschaftsordnung.

- Kamin, Steven B. (2010), *Financial Globalization and Monetary Policy*, International Finance Discussion Papers Number 1002, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Klein, Michael W. (2012), *Capital Controls: Gates vs Walls*. Brookings papers on Economic Activity, Fall 2012, 317-355.
- Kuttner, Kenneth N. och Ilhyock Shim (2013), "Can Non-Interest Rate Policies Stabilize Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies", BIS Working Papers No 433.
- Mian, Atif, Rao, Kamalesh och Sufi, Amir (2013), *Household Balance Sheets, Consumption and the Economic Slump*. Quarterly Journal of Economics (128)4, 1687-1726.
- Ostry, Jonathan, D. och Atish, R. (2013), *Obstacles to International Policy Coordination, and How to Overcome Them*. IMF Staff Discussion Note 13/11, International Monetary Fund.
- Rajan, Raghuram (2014), *Competitive Monetary Easing: Is it Yesterday Once More?* Anförande vid Brookings Institution, 10 april.
- Rey, Hélène (2013), *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. I *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, 2013.
- Schularick, Moritz och Taylor Alan M. (2012), *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008*. NBER Working Paper 15512.
- Smets, Frank (2013), *Financial Stability and Monetary Policy: How Closely interlinked?* Penning- och valutapolitik 2013:3. Jubileumsnummer.
- 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", forskningssymposium sponsrat av Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri, 7 februari.
- Stein, Jeremy C. (2014), *Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework*. Anförande vid the International Research Forum on Monetary Policy, Washington, D.C., 21 mars.
- Summers, Lawrence (2014), *Washington Must Not Settle for Secular Stagnation*. Financial Times, 5 januari.
- Svensson, Lars E.O. (2011), *Penningpolitiken efter krisen*. Anförande vid the Federal Reserve Bank of San Francisco, 29 november.

Figur 1. Konjunkturcykel och finansiell cykel



Tabell 1. Utgiftsökningar i typhushållen av policyåtgärder

Kronor och procent

	Luleå	Upplands Väsby	Centrala Stockholm (hög skuldkvot)
Disponibel inkomst (kr månad)	39 000	44 000	55 000
Total skuld (kr)	1 100 000	1 750 000	3 950 000
Skuldkvot (%)	235	331	598
Utgiftsökning i kronor			
Kontracyklisk kapitalbuffert	128	204	461
Ränteavdrag	1 100	1 750	3 950
Bolånetak	1 229	1 956	4 415
Utgift för amortering	1 078	1 716	3 873
Ränteutgift	151	240	542
Amortering	1 833	2 917	6 583
Ränteökning	1 283	2 042	4 608
Utgiftsökning som andel av disponibel inkomst (%)			
Kontracyklisk kapitalbuffert	0,3	0,5	0,8
Ränteavdrag	2,8	4,0	7,2
Bolånetak	3,2	4,4	8,0
Utgift för amortering	2,8	3,9	7,0
Ränteutgift	0,4	0,5	1,0
Amortering	4,7	6,6	12,0
Ränteökning	3,3	4,6	8,4

Källa: Riksbanken