



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

ANFÖRANDE

DATUM: 2010-12-06
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg
PLATS: Nordea, Stockholm

■ Efter krisen – nya tankar i penningpolitiken*

Kriser för med sig mycket problem och elände. Men de gör också att man börjar ifrågasätta invanda tankesätt och tidigare vedertagna lösningar. Om man lyckas dra de rätta lärdomarna av en kris och genomföra kloka förändringar kan detta i det långa loppet ge en bättre utveckling.

Men att veta vilka lärdomar man ska dra är inte alltid så lätt. Vi är till exempel än idag inte helt överens om alla detaljer kring krisen på 1930-talet – varför den uppstod och hur den kunde bli så djup. På samma sätt kommer det förmodligen att dröja innan det finns en samsyn kring vilka lärdomar vi bör dra av den finans-kris vi nyss gått igenom.

Men vissa lärdomar av den senaste krisen är ändå ganska uppenbara. Exempelvis kan man så här i efterskott konstatera att det fanns klara brister i de regler och den tillsyn som skulle upprätthålla den finansiella stabiliteten. Både internationellt och i enskilda länder snickrar man därför nu på nya regelverk och funderar på hur tillsynen kan bli effektivare. Ett exempel på vad som gjorts hittills är överens-kommelsen i september kring de så kallade Basel III-reglerna, som i korthet innebär att man höjer kraven på det kapital och den likviditet som bankerna måste ha. Jag kommer att komma tillbaka till regler och tillsyn lite senare.

Krisen har väckt frågor om hur ekonomin fungerar

Men kriser ger också upphov till mer grundläggande frågor om hur ekonomin fungerar i olika avseenden. Ser sambanden verkligen ut som vi trodde eller är det något som vi missat i våra teorier och modeller? Kan det finnas anledning att tänka på ett lite annat sätt framöver? Den här typen av frågor är ofta betydligt svårare att svara på. Vanligtvis krävs årtal av praktiska erfarenheter och teoretisk och empirisk forskning innan man kan dra slutsatser med någon större grad av säkerhet. Men helt klart är att krisen har aktualiserat en del frågor som är värda att börja nysta i.

Jag tänkte ta upp tre områden som jag tror kommer att diskuteras en del framöver, både inom centralbanksvärlden och inom den akademiska forskningen. De

* Jag vill tacka Mikael Apel och Erik Lenntorp som bidragit till detta anförande.

har alla det gemensamt att de på ett eller annat sätt berör penningpolitikens så kallade transmissionsmekanism, det vill säga hur centralbankens räntebeslut påverkar ekonomin. I korthet kan man säga att det första området handlar om att penningpolitiken ibland kan få effekter som man kanske inte riktigt räknat med, det andra om att den i vissa lägen kan få betydligt mindre effekter än normalt och det tredje om att penningpolitiken framöver kan komma att få understöd, men ibland kanske också motverkas, av åtgärder som främst är ämnade att upprätthålla den finansiella stabiliteten. Jag kommer gå igenom de här områdena i tur och ordning och förstås förklara lite mer i detalj vad jag menar.

Men först skulle jag vilja understryka en sak. Att jag tar upp de frågor jag tar upp ska inte tolkas som att jag försöker driva en tes om att världen med säkerhet ser ut på det ena eller andra sättet. Även om vissa av tankegångarna är ganska väl i linje med hur jag själv haft anledning att resonera i den penningpolitiska diskussionen så är andra av mer principiell natur. Det här är helt enkelt frågor som jag tycker är aktuella och intressanta och som jag, som sagt, tror kommer att diskuteras framöver.

Kan en expansiv penningpolitik öka risktagandet i ekonomin?

En central komponent i den finansiella krisen var vad som ibland har kallats en nordatlantisk fastighetsbubbla.¹ I USA och ett antal andra länder, till exempel Irland, Spanien och Storbritannien, hade fastighetspriserna ökat väldigt mycket under ett antal år. Utvecklingen hade gått hand i hand med en kraftig kreditexpansion. I samband med krisen föll sedan fastighetspriserna dramatiskt.

Det finns inte någon enskild förklaring till den här utvecklingen – den beror på en rad samverkande faktorer. Jag har redan nämnt att det fanns brister i regelverk och tillsyn, men dessa bidrog kanske främst till att man inte i tid kunde bromsa en process som redan startat och som hade andra drivkrafter. En faktor som en del anser spelade en roll är den expansiva penningpolitik med mycket låga räntor som den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, och andra centralbanker bedrev åren innan krisen.² Även om penningpolitiken knappast var den huvudsakliga orsaken till krisen kan den ha bidragit till att problem byggdes upp.

En risktagandekanal...

Under senare tid har man börjat intressera sig alltmer för en speciell kanal genom vilken penningpolitiken kan ha påverkat utvecklingen – den så kallade risktagandekanal, "risk-taking channel". Idén om att det finns en särskild risktagandekanal som bör ses som en egen, tidigare negligerad del av transmissionsmekanismen är ganska ny.³ Tanken är att låga policyräntor på olika sätt kan få bankerna att ta större risker. När centralbanken håller räntan låg därför att utsikterna för inflationen och ekonomin i stort tycks motivera det så kan politiken alltså få den oönskade och oförutsedda effekten att riskerna ökar hos bankerna och i det finansiella systemet i stort. På sikt är det något som kan ställa till problem. Det var det jag menade tidigare när jag pratade om att penningpolitiken under vissa om-

¹ Paul Krugman och Robin Wells, "The Slump Goes On: Why?", The New York Review of Books, september 2010.

² Se till exempel John B. Taylor, "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Paper Series No. 14631, 2009.

³ Begreppet "risk-taking channel" introducerades av Claudio Borio och Haibin Zhu i "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?", BIS Working Papers No 268, 2008. Uppsatsen går också igenom de olika mekanismer som risktagandekanal består av.

ständigheter kan få effekter som man inte riktigt räknat med. Trots att centralbanken agerar på ett till synes naturligt sätt, i enlighet med en inflationsmålpolitik, kan den oavsiktligt komma att bidra till en framtida kris. Det är värt att notera att risktagandekanalerna därigenom kan sägas utgöra en koppling mellan penningpolitiken och den finansiella stabiliteten.

...som består av olika delkanaler

Rishtagandekanalerna består egentligen av flera delkanaler. En kanal är att låga räntor kan skapa incitament för investerare att söka efter mer riskfyllda placeringar med högre förväntad avkastning – det som kallas "search for yield". Det kan exempelvis handla om att man överger statsobligationer för mer riskfyllda, men högvastande företagspapper under perioder när räntan är särskilt låg. Ett skäl kan vara att man därmed hoppas kunna uppnå samma nominella avkastning som under tidigare perioder med högre ränta.

En annan, mer indirekt kanal hänger samman med att låga räntor kan bidra till att höja exempelvis värdet på tillgångar och säkerheter, liksom på inkomster och vinster. Det kan i sin tur påverka bankernas bedömning av risk och deras risktolerans.⁴ Låga räntor kan till exempel göra att bedömningen av konkurs sannolikhet blir mer optimistisk. Den här kanalen kan sägas fungera som en sorts multiplikator i meningen att den förstärker ränteändringarnas effekter på ekonomin.

Slutligen kan även centralbankens kommunikation bidra till att öka risktagandet. Det kan till exempel ske om ekonomins aktörer upplever att centralbanken agerar asymmetriskt på så sätt att den agerar kraftfullt när en kris väl inträffar men förhåller sig passiv under perioden när riskerna byggs upp. Ett sådant agerande kan av aktörerna tolkas som en sorts försäkring som gör att de kan ta större risker än de annars skulle göra eftersom de litar på att centralbanken alltid går in och reder upp situationen om det skulle gå illa.

Det finns än så länge inte så mycket empirisk forskning om rishtagandekanalerna, men det har ändå börjat dyka upp en del uppsatser på sistone. Studier har gjorts på data från såväl euroområdet och USA som andra länder. De förefaller överlag ge stöd för hypotesen att låga policyräntor faktiskt gör att bankerna tar större risker.⁵

Väl värd att forska vidare om...

Min personliga reflektion är att rishtagandekanalerna definitivt är ett intressant spår, väl värd att forska vidare om. Våra kunskaper om penningpolitikens trans-

⁴ Bankernas bedömning av risk kan i sin tur påverka hur stor belåningsgrad de tillåter. Variationer i belåningsgraden påverkar även priset på tillgången och är en viktig drivkraft i så kallade "leverage cycles"; se till exempel Geanakoplos, J., "Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle", *FRBNY Economic Policy Review*, augusti 2010.

⁵ Se till exempel Gambacorta, L., "Monetary Policy and the Risk-Taking Channel", *BIS Quarterly Review*, december 2009, Ioannidou, V., S. Ongena och J.-L. Peydró, "Monetary Policy, Risk-Taking and Pricing: Evidence from a Quasi-Natural Experiment", *European Banking Center Discussion Paper No 2009-04S*, 2009, Jiménez, G., S. Ongena, J.-L. Peydró och J. Saurina, "Hazardous Times for Monetary Policy: What do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk?", *CEPR Discussion Paper No. 6514*, 2009, Altunbas, Y., L. Gambacorta och D. Marques-Ibanez, "Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?", *BIS Working Papers No 298*, 2010, Delis, M. D. och G. Kouretas, "Interest Rates and Bank Risk-Taking", *Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper No. 20132*, 2010 och Maddaloni, A. och J.-L. Peydró, "Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and the U.S. Lending Standards", *ECB Working Paper Series No 1248*, 2010.

missionsmekanism är långtifrån fullständiga och hur penningpolitiken påverkar risktagandet hos bankerna är en av de saker vi skulle behöva veta mer om.

Jag tror också att det vore värdefullt att bredda frågan och försöka ta reda på i vilken mån låga räntor under en längre period gör att riskbenägenheten ökar i samhället i stort – hos hushåll, företag och andra aktörer i ekonomin – och inte bara bland banker. Här är forskningen än så länge ännu mer knapphändig.⁶ Som jag ser det skulle exempelvis en ökad riskbenägenhet hos hushållen kunna vara en väl så viktig drivkraft för en uppgång på fastighetsmarknaden som ett större risktagande hos bankerna.

...men inte så lätt att beakta i praktiken

Var man till sist landar och vilka implikationerna kan bli för den praktiska penningpolitiken är det förstas svårt att sia om idag. Men även om man skulle finna att risktagandekanalerna är något som är värt att beakta är det inte alldeles lätt att se hur man ska ta hänsyn till den i den praktiska politiken. Jag ser till exempel inte att det är riktigt realistiskt att tänka sig att en centralbank i förebyggande syfte skulle kunna avstå från att sänka räntan under någon viss nivå med motiveringen att risktagandet i ekonomin då kan komma att öka. Om utvecklingen i ekonomin i övrigt motiverar en låg ränta och man inte kan observera några tydliga tecken på ett ökat risktagande är en sådan politik rimligen mycket svår att motivera. Däremot är mekanismen som sådan förstas viktig att hålla i bakhuvudet. Om räntan varit låg under en längre period kan det finnas skäl att vara särskilt vaksam på tecken på ökad riskbenägenhet. När sådana tecken väl finns är det lättare att agera. Även om de inte alltid är lätta att upptäcka så är det inte omöjligt. Exempelvis varnade Riksbanken ganska långt innan krisen bröt ut i tal och rapporter för att ersättningen för risk på de finansiella marknaderna var alltför låg.⁷

Sämre effekt av penningpolitiken när aktörer konsoliderar sina balansräkningar?

Något som kännetecknat återhämtningen efter krisen är att den på många håll gått påfallande långsamt. Det är som bekant inte fallet i Sverige. En hypotes om varför återhämtningen gått långsamt är att man i flera länder genomgår en så kallad balansräkningsrecession, en "balance sheet recession". Begreppet introducerades för några år sedan som en förklaring till utvecklingen i Japan och dess "förlorade decennium".⁸

Tanken bakom en balansräkningsrecession kan beskrivas på följande sätt. Anta att vi haft en kraftig prisuppgång på någon viktigt tillgångsmarknad, exempelvis fastighetsmarknaden, och att uppgången till stor del varit lånefinansierad – alltså ungefär en sådan utveckling som under den nordatlantiska fastighetsbubblan. Om priserna sedan faller dramatiskt sitter många med tillgångar som minskat kraftigt i värde samtidigt som värdet på lånen är detsamma. Deras balansräkningar ser med andra ord betydligt sämre ut än de räknat med. Det kan skapa osä-

⁶ En uppsats som inte fokuserar på banker är Bekaert, G., M. Hoerova och M. Lo Duca, "Risk, Uncertainty and Monetary Policy", NBER Working Paper Series No 16397, 2010, som finner att låga policyräntor minskar riskaversionen på aktiemarknaden efter ungefär fem månader.

⁷ Se till exempel Finansiell stabilitet 2005:1.

⁸ Koo, R. C., *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, Wiley, 2003.

kerhet om hur framtiden kommer att utveckla sig. I ett sådant läge kan aktörerna sätta upp ett allt annat överskuggande mål – att bli av med tillräckligt mycket av sina skulder. Det innebär att deras inkomster under en tid framöver kommer att gå till amorteringar snarare än till konsumtion och investeringar.

Räntesänkningar mindre effektiva när alla vill betala av sina skulder

Det spelar då inte så stor roll om räntan sänks – aktörerna är ändå inte intresserade av annat än att sanera sina balansräkningar. Även om man så att säga trampar den penningpolitiska gasen i botten så svarar motorn inte på samma sätt som den brukar. Det var det jag menade inledningsvis när jag sa att penningpolitiken i vissa lägen får betydligt mindre effekt än den vanligtvis har. Själva saneringen av balansräkningarna kan visserligen gå lite snabbare om räntan sänks eftersom det skapar ett utrymme att öka takten i avbetalningarna. Men vid en balansräkningsrecession finns samtidigt risken att policyräntan som sådan når sin nedre gräns.⁹

Saneringen av balansräkningarna kan ta ganska lång tid, i vissa fall kanske flera år, och under tiden riskerar utvecklingen i hela ekonomin att bli svag. Det är först när aktörerna är nöjda med sina balansräkningar som de åter börjar konsumera och investera i någon större utsträckning och allt återgår till det normala.

Utvecklingen i USA liknar den i Japan

I Japan var räntan nära noll från 1995, men den privata sektorn fortsatte att betala av sina skulder och det var först ungefär tio år senare som balansräkningarna hade sanerats. I Japan var det framförallt företagssektorn som amorterade och höll tillbaka efterfrågan. Många bedömare menar nu att USA genomgår en liknande utveckling, men där det framförallt är hushållen som brottas med problem i sina balansräkningar.¹⁰

Som tur är så är inte alla recessioner balansräkningsrecessioner – de flesta är mer normala recessioner där det inte uppstår något "överhäng" av skulder och där efterfrågan återhämtar sig relativt snabbt. Av exempelvis de sex senaste recessionerna i USA är det bara i de två senaste som hushållens balansräkningar försvagats mer påtagligt och långvarigt.¹¹ Återhämtningen i ekonomin i stort har därmed också gått trögare dessa båda gånger än efter de tidigare recessionerna.

Hushållen och företagen lika viktiga som den finansiella sektorn

Balansräkningsrecessioner har flera viktiga implikationer. En är förstås att eftersom de tenderar att vara extra utdragna bör man göra sitt yttersta för att undvika dem. En annan implikation är att det inte behöver bero på bankerna och det

⁹ Vanligen anses att en expansiv finanspolitik är det bästa receptet vid en balansräkningsrecession; se till exempel Eggertsson G. och P. Krugman, "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach", opublicerad uppsats, Princeton University, november 2010.

¹⁰ Se till exempel Koo, R. C., "How to Avoid a Third Depression", Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, juli 2010 och Krugman, P. och R. Wells, "The Slump Goes On: Why?", The New York Review of Books, september 2010. Att hushållens konsumtion spelar en nyckelroll vid återhämtningen efter en finansiell kris framgår i till exempel Barrell, R., E. Philip Davies och O. Pomerantz, "Costs of Financial Instability, Household-Sector Balance Sheets and Consumption", *Journal of Financial Stability* 2, 2006. Kriser tenderar av bli djupare ju högre belåningen är och det tycks finnas effekter på konsumtionen utöver de som går via lägre disponibel inkomst och nettoförmögenhet.

¹¹ Amaral, P., "Households' Balance Sheets and the Recovery", *Economic Trends*, Federal Reserve Bank of Cleveland, september 2010.

■ finansiella systemet att det kan ta lång tid för en ekonomi att återhämta sig efter en finansiell kris. Det kan alltså istället bero på att hushåll eller företag behöver tid på sig att betala av sina skulder och få ordning på sina balansräkningar.

En slutsats som jag drar är också att en balansräkningsrecession, eller i varje fall en mycket svag utveckling till följd av balansräkningsanpassningar, rimligen kan uppstå utan att den är förknippad med problem i bankerna och därmed utgör ett hot mot den finansiella stabiliteten. Exempelvis kan man tänka sig att ett kraftigt fall i huspriserna kan sätta igång en process där hushållen börjar spara och amortera av sina bostadslån, utan att banksektorn märker av några större svårigheter. Man skulle därför kunna säga att skälet till att man i ett sådant fall vill förhindra en balansräkningsrecession är penningpolitiskt – man vill stabilisera inflationen och ekonomin i stort – snarare än att det har att göra med att man vill upprätthålla den finansiella stabiliteten. De gånger jag själv förespråkat en politik som "lutar sig mot vinden", det vill säga att man håller styrräntan lite högre på grund av att man upplever risker med en för snabb ökning av utlåning och bostadspriser, så är det framför allt den här typen av problem som jag har haft i åtanke.

En ytterligare aspekt på problemet är att i länder som Sverige köper de flesta ett hus eller en lägenhet för att själv bo i, inte för att hyra ut. Möjligheten som finns i en del andra länder att lämna över bostaden till banken när räntekostnaderna blir alltför tunga, och därigenom bli kvitt sina lån, finns inte heller. När räntorna stiger eller man vill betala av sina skulder får man helt enkelt dra in på annat. Man skulle därför kunna spekulera i om det inte kan vara så att risken för finansiell instabilitet till följd av en överbelånad hushållssektor är mindre här, men att å andra sidan effekten på efterfrågan i ekonomin när hushållen väl börjar spara är större.

Samspel mellan penningpolitik och macroprudential policy

De båda områden som jag hittills har diskuterat har handlat dels om att penningpolitiken kan bidra till att blåsa upp en lånedriven bubbla, dels om att den kanske inte är speciellt effektiv när bubblan väl brustit. Sammantaget ger detta en ganska ofördelaktig bild av penningpolitiken och vad den kan åstadkomma. Kan penningpolitiken då inte spela en mer positiv roll, exempelvis genom att motverka uppkomsten av bubblor och överdrivet riskfylld utlåning? Jodå, det tror jag den kan, givet att man agerar i ett tillräckligt tidigt skede. Men samtidigt tror jag att huvudansvaret, eller "the first line of defense" som man brukar säga, när det gäller att förhindra uppkomsten av lånedrivna bubblor måste vila på väl utformade regler och en effektiv tillsyn. Det är en ståndpunkt som jag tror de flesta idag delar.

Koordinering mellan "räntespak" och "regleringsspak"

Jag nämnde inledningsvis att penningpolitiken framöver kan komma att få understöd, men ibland kanske också motverkas, av åtgärder som främst är ämnade att upprätthålla den finansiella stabiliteten. Regler och tillsyn kan stödja penningpolitiken på två principiella sätt. Dels kan man försöka utforma ett regelverk som så att säga ligger fast över tiden men som ändå motverkar att lånedrivna bubblor uppkommer. Men man kan också använda regleringar mer aktivt så att det förutom den penningpolitiska "räntespaken" också finns en "regleringsspak" att dra i.

■ Normalt kan man tänka sig att man drar i de båda spakarna av olika skäl – i räntespaken av penningpolitiska orsaker och i regleringsspaken för att upprätthålla finansiell stabilitet. Men det går inte att komma ifrån att spakarna ändå hänger samman på olika sätt. När man drar i den ena får man ofta effekter som liknar de man skulle få om man drog i den andra. Exempelvis kan en ändring i en reglering, som till exempel ett höjt amorteringskrav på bolån, öka hushållens betalningar på ungefär samma sätt som en räntehöjning. Oavsett vilken spak man drar i är det alltså svårt att få effekterna att bli enbart penningpolitiska eller enbart inriktade på den finansiella stabiliteten. En av lärdomarna från den finansiella krisen är just att det finns sådana nära länkar mellan de båda politikområdena och att man därför behöver koordinera hur man drar i de båda spakarna.¹²

Med detta sagt kan det kanske vara värt att tillägga att penningpolitiken och en politik för finansiell stabilitet nog oftast går hand i hand mer eller mindre "automatiskt". Det är dessutom bara under vissa begränsade perioder som det uppstår problem med den finansiella stabiliteten. Å andra sidan kan man måhända hävda att krisen och dess effekter visar att vi faktiskt *borde* bekymra oss om den lite of-tare än vad vi har gjort hittills.

Om man lyckas väl med att utforma och använda regler och tillsyn så kan centralbanken få hjälp med till exempel de båda problem med penningpolitiken som jag pratade om tidigare. Centralbanken kan hålla räntan låg när de ekonomiska utsikterna motiverar det, utan att behöva vara lika rädd för att risker byggs upp via en penningpolitisk risktagandekanal. Och om man med regler och tillsyn kan förebygga att lånedrivna bubblor uppkommer så behöver centralbanken förstås inte heller vara orolig för en balansräkningsrecession där penningpolitiken biter dåligt.

Regleringar med penningpolitiskt motiv

När det gäller koordineringen av räntespaken och regleringsspaken skulle jag vilja återkomma till en fråga som jag tog upp i samband med att jag diskuterade balansräkningsrecessioner. Som jag konstaterade då skulle ett fall på fastighetsmarknaden kunna ge upphov till en svag utveckling om hushållen blir osäkra om framtiden och känner att de måste sanera sina balansräkningar. Jag konstaterade också att det inte behöver innebära att bankerna får problem som kan hota den finansiella stabiliteten. De gånger jag på sikt sett risker för en sådan utveckling och därför förespråkade en politik som "lutar sig mot vinden" kan mitt motiv därför sägas ha varit penningpolitiskt.

Men det är alltså inte nödvändigtvis så att det är räntespaken som måste användas för att förhindra uppkomsten av en lånedriven bubbla av det här slaget. Regleringsspaken är förmodligen i många fall väl så effektiv. Men det som jag framförallt tycker är värt att notera är att man i det fallet alltså skulle använda regleringsspaken, inte för att upprätthålla den finansiella stabiliteten, utan i penningpolitiskt syfte. Det är ytterligare ett exempel på de nära länkarna mellan de båda politikområdena och deras verktyg, men också på när regleringar på ett mer aktivt sätt kan understödja penningpolitiken.

¹² Se till exempel Mishkin, F. S., "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", uppsats presenterad vid ECB Central Banking Conference, "Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis", Frankfurt, 18-19 november, 2010.

■ Större fokus på systemriskerna...

En annan lärdom från krisen är att när man nu försöker förbättra regelverk och tillsyn så bör fokus i mycket högre grad än tidigare vara på risker på systemnivå, för det finansiella systemet som helhet. Den typ av åtgärder som man då pratar om brukar betecknas macroprudential policy. Den mest närliggande svenska översättning jag kan komma på är systemriskbegränsande åtgärder, men låt mig för enkelhets skull fortsätta använda den engelska termen. Själva verktygslådan för macroprudential policy är något som nu gradvis håller på att växa fram. Men generellt kan man säga att det kanske inte handlar så mycket om nya verktyg utan mer om traditionella tillsynsverktyg som används på ett nytt sätt – de kommer på ett tydligare sätt att riktas mot tecken på överdriven kreditexpansion och skuldsättning i ekonomin i stort, på systemnivå.

Vad är det då mer konkret för verktyg det kan handla om? Vari består reglerings-spaken? Jag har redan nämnt möjligheten att variera amorteringskraven på bolån. Ett annat exempel är det tidsvarierande kapitalkrav för banker som föreslås i Basel III. Tanken är att kapitalkravet ska öka om kredittillväxten i relation till BNP ökar. Det medför en högre kostnad för att låna ut när kredittillväxten är hög samtidigt som det ökar bankernas motståndskraft. Ytterligare ett exempel är tak på belåningsgrader liknande det bolånetak som Finansinspektionen nyligen införde. Ett sådant tak skapar incitament för hushållen att skaffa sig en buffert som minskar risken för att deras balansräkningar urholkas vid ett fall i fastighetspriserna. En reglering av belåningsgraden kan också bidra till att dämpa utlåning och husprisstegringar och därmed motverka framväxten av en bubbla.

...men traditionell tillsyn fortsatt viktig

Men samtidigt som diskussionen nu handlar väldigt mycket om macroprudential-verktyg är det viktigt att vi inte glömmer bort att fortsätta att försöka förbättra den mer mikroinriktade, traditionella banktillsynen. Bara för att den visade sig otillräcklig för att förhindra den finansiella krisen är den förstås inte oviktig.

Det finns ett brett spektrum av regler som omgärdar det finansiella systemet, alltifrån regler om konsumentskydd till regler som säger hur man ska agera om någon aktör – en bank, ett företag eller ett hushåll – hamnar på obestånd. Om dessa mikroinriktade regler inte är väl utformade så ökar risken för en lånefinansierad bubbla, samtidigt som konsekvenserna av den kan bli större. Därmed ökar också behovet av att aktivt motverka en sådan utveckling genom att dra i den mer makroinriktade regleringsspaken, och det är något som ibland kan innebära ganska svåra avvägningar. Man skulle kunna uttrycka det som att en väl utformad tillsyn kan understödja en macroprudential policy på ungefär samma sätt som en väl utformad macroprudential policy kan understödja penningpolitiken.

Behöver macroprudential policy stöd av penningpolitiken?

Kommer då förbättringar i regler och tillsyn att kunna lösa problemen? Det tror jag dessvärre inte. Alldeles oavsett vilka lösningar vi konstruerar är jag rätt säker på att vi inte heller i framtiden kommer att bli helt förskonade från finansiella kriser. Det vi förhoppningsvis kan åstadkomma är att göra dem lite mer sällsynta och lite mindre djupa.

Jag tror också att det alltid kommer att uppstå lägen där reglerna och tillsynen kan behöva stöd från en penningpolitik som "lutar sig mot vinden". Ett skäl är att

erfarenheten visar att det är svårt att konstruera regler som inte förr eller senare kan kringgås. Räntan kan visserligen vara ett trubbigt instrument eftersom den slår på all utlåning i ekonomin. Men samtidigt kan detta vara en styrka jämfört med regleringar just eftersom det är svårt att "komma undan" en räntehöjning.

Ett annat skäl till att penningpolitiken i vissa fall kan behövas som komplement är att det förmodligen kan finnas ett ganska stort motstånd mot att använda regleringar för att försöka motverka en lånedriven bubbla. Banker och andra aktörer på de finansiella marknaderna kan uppleva en reglering som ett större ingrepp än en räntehöjning och i mycket högre grad riktade mot just dem. Saker och ting ser dessutom ofta väldigt bra ut just när en bubbla håller på att byggas upp, så motståndet kan då vara särskilt stort. Det politiska och psykologiska trycket på den som ska dra i regleringsspaken kan därmed förmodligen bli ganska betydande.

Viktigt med en bra ansvarsfördelning

Här kommer jag in på en fråga som är lika viktig som hur reglerna som sådana bör utformas, nämligen vem som ska dra i regleringsspaken och på vilka grunder. När det gäller ansvar och mandat finns en del lärdomar att dra från penningpolitiken. Om en myndighet har en tillräcklig grad av självständighet kan den lättare stå emot tryck utifrån. Och om den samtidigt får ett tydligt och välformulerat uppdrag ökar dess möjligheter att göra ett bra jobb samtidigt som man från samhällets sida lättare kan utvärdera hur väl den åstadkommer det man tänkt sig.

Hur ansvarsfördelningen och mandatet ser ut är förstås viktigt även mot bakgrund av att det finns både en räntespak och en regleringsspak att dra i och att dessa i vissa fall kan ha liknande effekter. Det är inte svårt att tänka sig situationer där regleringar och ränta motverkar varandra. Det kan till exempel uppstå ett läge där utsikterna för inflationen och ekonomin i stort ser svaga ut men där det ändå finns tecken på att en lånedriven bubbla håller på att byggas upp. Det kan då finnas skäl att använda macroprudential-åtgärder för att motverka bubblan. Men dessa kommer att minska utlåningen och därmed ytterligare försvaga ekonomin.

Sådana motverkande effekter behöver inte vara ett problem om det är en och samma myndighet som hanterar båda spakarna, eller om de hanteras av olika myndigheter som i grunden försöker åstadkomma samma sak och i stort är överens i sina bedömningar. De kan till exempel båda vara ense om att ekonomin utvecklas svagt men att det ändå kan finnas anledning att vidta åtgärder för att motverka en bubbla. Då handlar det om att koordinera och försöka hitta en lämplig dosering, eller mix, av ränta och regleringar. Det är uppenbart att problemen kan bli större om spakarna hanteras av olika myndigheter som inte strävar åt samma håll och som bedömer läget helt olika.

Det är alltså viktigt att försöka koordinera penningpolitik och macroprudential policy. Det har i och för sig alltid funnits ett behov av att koordinera penningpolitiken och arbetet med att främja finansiell stabilitet. Men efter krisen och framväxten av en macroprudential-ansats har detta behov blivit än tydligare. Viktiga frågor att lösa de kommande åren är hur fördelningen av ansvar mellan olika myndigheter bör se ut för att underlätta en sådan koordination och vilka former för samarbetet ska vara. Att mandatet måste vara tydliga och verktygen väl definierade är centralt, inte minst för möjligheterna att utvärdera och utkräva ansvar.

■ En ovanligt intressant tid

Jag har varit penningpolitisk beslutsfattare ganska länge vid det här laget, i snart tolv år. Det har hänt mycket under den tiden, både i den svenska ekonomin och internationellt – både vanliga upp- och nedgångar i konjunkturen och ett antal kriser i olika delar av världen. Sättet vi bedriver penningpolitiken på har också ändrats en del. Men när man sätter det i perspektiv har det kanske mest handlat om detaljförändringar – att vi på olika sätt utvecklat den inflationsmålspolitik som hela tiden varit grundstommen.

Att den senaste krisen varit den mest dramatiska under den här tiden råder det förstås inget tvivel om. Men jag tycker mig också märka att den har fått återverkningar på tänkandet kring penningpolitiken och centralbankernas verksamhet i stort på ett sätt som jag inte har upplevt tidigare. Det handlar inte om att vi måste kasta ut allt det gamla och hitta något helt nytt. De framsteg vi gjort inom forskningen och den praktiska politiken står sig på det hela taget alltjämt väl och vi kommer även i fortsättningen att bedriva en flexibel inflationsmålspolitik. Men det står samtidigt helt klart att vi i våra analyser behöver integrera den finansiella sektorn och vad som händer där på ett bättre sätt än tidigare. Både forskare och penningpolitiska beslutsfattare har alltså en hel del att fundera på framöver och det råder ingen tvekan om att de närmaste åren kommer att bli intressanta.