



ANFÖRANDE

DATUM: 2010-05-17
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Nationalekonomiska Föreningen

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 finansiell stabilitet – några utmaningar framöver

Då och då tar utvecklingen vändningar som ställer gamla sanningar på ända och pressar fram nya lösningar. Det var vad som skedde i Sverige i samband med den ekonomiska krisen i början av 1990-talet när politiken med en fast växelkurs hade nått vägs ände. Vi hade då turen att kunna växla spår och bli en av de allra första länderna att börja tillämpa en innovation på det penningpolitiska området – inflationsmålpolitiken.

Den finansiella kris, som vi ännu inte riktigt har kunnat stänga böckerna efter, har på motsvarande sätt kommit att fungera som katalysator för omprövning och förnyelse. Den här gången inte bara hemma utan även på det internationella planet. Sökarljuset har främst riktats mot arbetet med att upprätthålla finansiell stabilitet. Men krisen har också väckt frågan om det kan finnas lärdomar att dra även för penningpolitiken.

Jag tänkte i dag diskutera några av de utmaningar jag ser framför mig att centralbankerna kommer att ställas inför framöver. Det är utmaningar både inom arbetet med finansiell stabilitet och på det penningpolitiska området – och i gränslandet mellan de båda. Utvecklingen under de senaste åren har ju visat att penningpolitik och finansiell stabilitet på många sätt hänger närmare samman än vad vi tidigare kanske varit vana vid att tänka oss. En av de utmaningar jag tänkte ta upp här handlar om svårigheterna att bedöma effekterna på potentiell produktion och tillväxt av finanskrisen och de regleringar som kommer att följa i dess spår. En annan utmaning handlar om att regleringar kan komma att påverka penningpolitikens transmissionsmekanism. Jag kommer slutligen också att prata om möjligheterna att kunna förebygga en lånedriven fastighetsboom.

En dagsaktuell och betydande utmaning är hur man ska hindra att de statsfinansiella problemen i framför allt Grekland, men också i en del andra länder, ska leda till nya problem på de finansiella marknaderna. Lösningen måste här främst sökas på det internationella politiska planet. Det handlar dels om att vidta åtgärder som upprätthåller förtroendet och löser de mest akuta problemen. Det omfattande stödpaket till länder med allvarliga budgetproblem som EU-länderna och Internationella valutafonden nyligen presenterade ska ses som en sådan åtgärd. För en varaktig lösning krävs förstås också att problemen angrips vid sin källa – att de

statsfinansiella regelverken ses över så att liknande situationer kan undvikas i framtiden. Diskussioner om hur detta bäst ska göras har givetvis också inletts. Förhoppningsvis räcker detta för att lugnet ska återvända och återhämningen och normaliseringen efter finanskrisen ska kunna fortsätta. Jag tänkte inte säga så mycket mer om det dagsaktuella än att vi naturligtvis följer utvecklingen mycket noga och som alltid är beredda att agera för att värna den finansiella stabiliteten om det skulle behövas.

Låt mig därmed återgå till den mer principiella diskussion som jag ursprungligen tänkt föra. Men innan jag går vidare skulle jag vilja poängtera att de reflektioner jag gör här är just mina egna. Det är inte nödvändigtvis så att mina kollegor i direktionen till alla delar gör samma analys som jag. Jag vill också betona att min ambition är att på ett intuitivt sätt illustrera olika tankegångar, och inte att försöka lansera några färdiga lösningar.

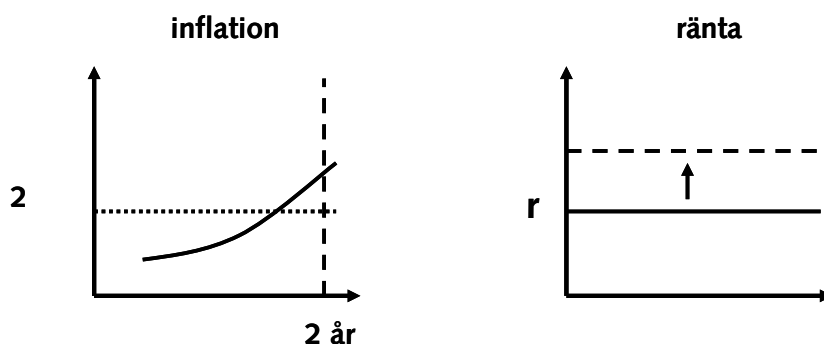
Penningpolitiken har utvecklats

Låt mig börja med en tillbakablick på hur penningpolitiken utvecklats i Sverige och andra länder de senaste femton, tjugo åren. Som jag redan nämnt var vi en av de första centralbanker som började tillämpa inflationsmålspolitik. När vi gjorde detta 1993 var centralbankerna i Nya Zeeland, Kanada och Storbritannien de enda föregångarna. I dag tillämpas inflationsmålspolitik i ungefär tjugofem länder.¹ Dessutom har många andra centralbanker anammat centrala inslag i inflationsmålpolitiken, som att låta prisstabilitet vara det överordnade målet, basera politiken på framåtblickande bedömningar och förhållandevis utförligt förklara hur man tänker i regelbundna rapporter.

Också inom ramen för inflationsmålpolitiken har sättet att bedriva penningpolitik utvecklats en del genom åren, i takt med att erfarenheterna och kunskaperna ökat. I Sverige vägledades penningpolitiken under ganska lång tid av en handlingsregel som löd ungefär så här:

"Om prognosen för inflationen på två års sikt överstiger inflationsmålet – höj räntan. Om prognosen underskrider målet på två års sikt – sänk räntan." (diagram 1).

Diagram 1. Den enkla handlingsregeln

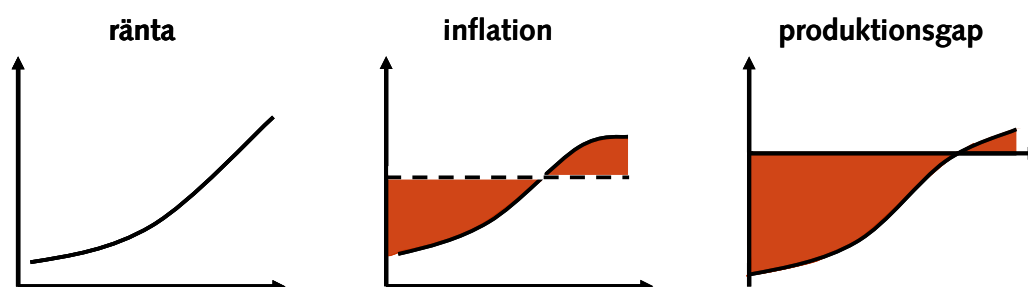


¹ Roger, Scott, "Inflation Targeting Turns 20", *Finance & Development*, mars 2010, International Monetary Fund.

Den här enkla regeln hade en del fördelar, framför allt när vi kommunicerade penningpolitiska beslut. Den satte exempelvis på ett tydligt sätt fingret på att inflationen var det överordnade målet och att penningpolitiken måste vara framåtblickande. Det var något som var viktigt att betona när inflationsmålsregimen var ny. Men på många sätt gav den en alltför enkel bild av penningpolitiken. En svaghet var att prognosen för inflationen och de andra variablerna baserades på antagandet att reporäntan skulle hållas oförändrad under hela prognosperioden. Det antagandet var ofta ganska orealistiskt, till exempel under en stark konjunkturuppgång med stigande inflation när alla räknade med att reporäntan skulle stiga. Det kunde därför helt enkelt vara svårt att förena antagandet om oförändrad reporänta med trovärdiga och konsistenta prognoser.²

I dag resonerar vi på ett lite annorlunda sätt. Vi försöker hitta en prognosbana för den framtida reporäntan som innebär att penningpolitiken blir, som det brukar heta, väl avvägd. En väl avvägd penningpolitik handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och stabilisera realekonomin, det vill säga produktionen och sysselsättningen. Ett sätt att illustrera vad det handlar om är att säga att avvikelserna under prognosperioden mellan dels inflationen och inflationsmålet, dels realekonomin och någon trend, inte får bli alltför stora (diagram 2). Som mått på avvikelserna i realekonomin används ofta det så kallade produktionsgapet, det vill säga skillnaden mellan faktisk produktion och ekonomins långsiktiga produktionsförmåga eller potentiella produktion.

Diagram 2. Väl avvägd penningpolitik



Att Riksbanken inte bara bryr sig om inflationen utan också om realekonomin är inget nytt. Det har vi gjort mer eller mindre från allra första början, även om det när inflationsmålsregimen var ny fanns anledning att trycka särskilt på att låg och stabil inflation skulle prioriteras. Men med det sätt som vi i dag bedriver och kommunicerar penningpolitiken blir det tydligare vilka överväganden vi faktiskt gör när det gäller både inflationen och realekonomin.

Det finns dock fortfarande en del problem att brottas med. Det är till exempel inte självklart vilket mått på realekonomin som penningpolitiken ska stabilisera

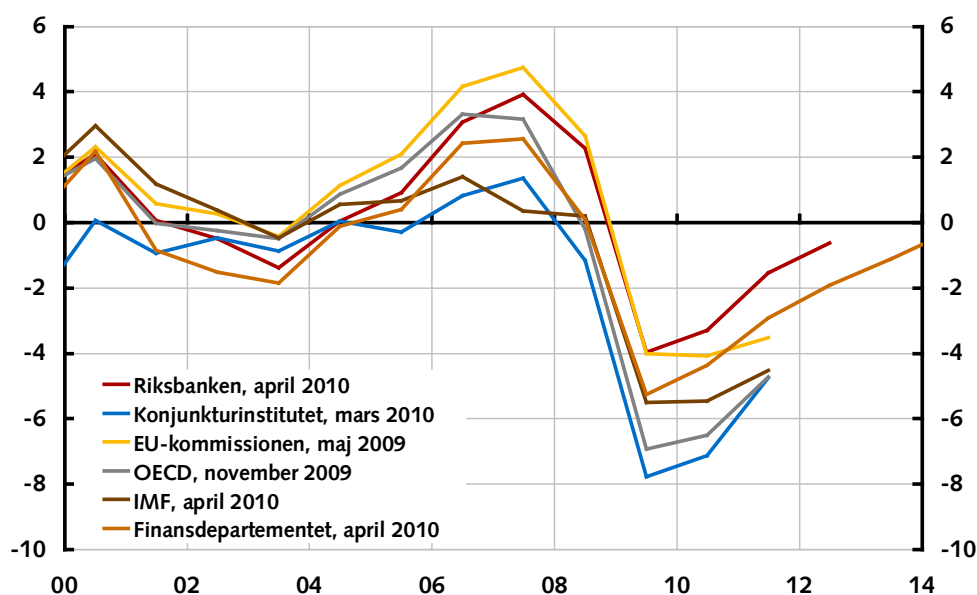
² Man kan visa att centralbanken har incitament att avvika från den oförändrade styrräntan när tiden går och prognoshorizonten flyttas fram, även om prognosen från början ligger på målet på två års sikt och ingen ny information kommer in. För en närmare diskussion av detta "tidsinkonsistensproblem" se till exempel Kai Leitemo, "Targeting Inflation by Constant-Interest-Rate Forecasts", *Journal of Money, Credit and Banking* 35, augusti 2003.

eller hur man bäst ska beräkna den trend som man ska stabilisera kring. Det går att komma fram till ganska olika uppskattningar, inte bara när det gäller nuläget och framtiden utan också hur det sett ut historiskt (diagram 3). Men det är ändå klart att tankearbetet fortskridit och utvecklingen gått framåt.

Än så länge är det ganska få centralbanker som gått så långt att de, som Riksbanken, publicerar prognoser för styrräntan. Men klart är att sättet att bedriva penningpolitik har utvecklats på de flesta håll och i dag är öppnare och tydligare än för femton, tjugo år sedan.

Diagram 3. Olika mått på resursutnyttjandet

Procent

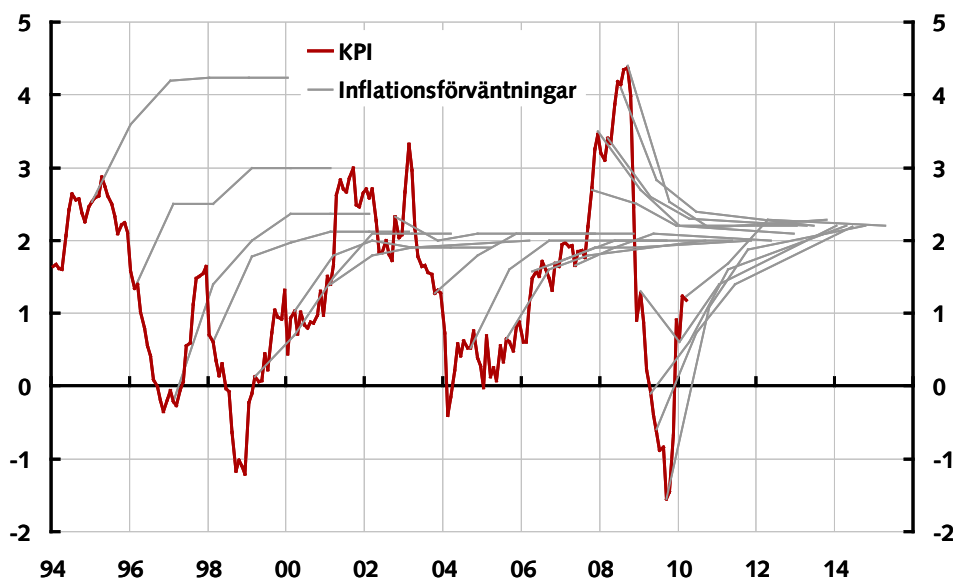
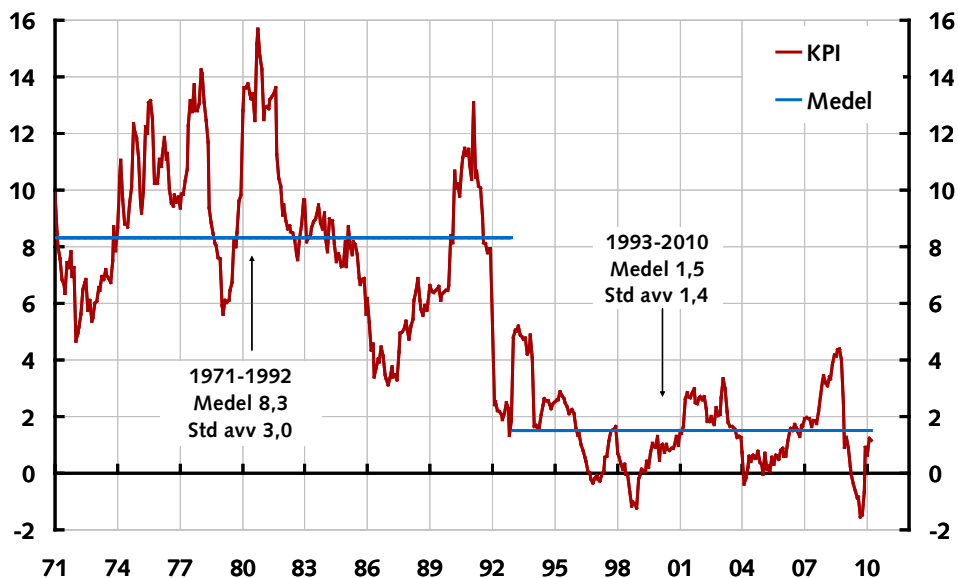


Penningpolitiken har bidragit till ökad makroekonomisk stabilitet

Utvecklingen mot ökad öppenhet och tydlighet och mer av inflationsmålspolitik eller "inflationsmålsliknande" penningpolitik har gett goda resultat. I Sverige och andra länder med hög och varierande inflation under 1970- och 1980-talen har inflationen blivit lägre och mer stabil. Inflationförväntningarna har likaså varit betydligt bättre förankrade än tidigare (diagram 4). Här tror jag att länder med uttryckliga, siffrsatta inflationsmål haft en särskild fördel. Numera kan den faktiska inflationen skilja sig en hel del från inflationsmålet, exempelvis till följd av att energipriserna tillfälligt stiger utan att hushåll och företag finner det speciellt alarmerande. Man räknar med att Riksbanken kommer att kunna föra tillbaka inflationen till målet på ett par års sikt.

Diagram 4. Inflation och inflationsförväntningar

Årlig procentuell förändring



Anm. Inflationsförväntningar avser penningmarknadens aktörer.

Källor: TNS SIFO Prospera, SCB och Riksbanken.

Ungefär parallellt med att inflationen sjönk och började variera mindre, blev också tillväxten mer stabil. Den här ökade makroekonomiska stabiliteten var ett mer eller mindre världsomspännande fenomen och kallades allmänt för "The Great Moderation", något som kanske kan översättas med "det stora lugnet". Det finns olika hypoteser om vad som kan förklara den ökade stabiliteten. En av dem är att penningpolitiken hade börjat bedrivas på ett bättre sätt, där betoningen på låg och stabil inflation gjorde att inflationsförväntningarna blev bättre förankrade. Om faktisk och förväntad inflation varierar mindre innebär det mindre variationer i realräntor och reala växelkurser. Det kan i sin tur göra att efterfrågan och där-

med realekonomin utvecklas mer stabilt. Väl förankrade inflationsförväntningar gör det också lättare för penningpolitiken att stabilisera ekonomin. Om hushåll och företag inte justerar upp sina inflationsförväntningar omedelbart så räcker det med en mindre räntehöjning för att förhindra att en inflationsimpuls får varaktigt fäste. Och när man inte behöver ta i så mycket i penningpolitiken blir de realekonomiska svängningarna mindre än om inflationsförväntningarna är dåligt förankrade. Man skulle kunna uttrycka det som att väl förankrade inflationsförväntningar gör det lättare för centralbanker att ta hänsyn till realekonomin.

En viktig förklaring till den ökade makroekonomiska stabiliteten för svensk del är sannolikt också att inflationsmålpolitiken – tillsammans med en mer långsiktig inriktning på finanspolitiken – blev slutet för den ryckiga "stop-go-politik" som de många devalveringarna under 1970- och 1980-talen inneburit. Det blev helt enkelt mer ordning och reda i stabiliseringspolitiken.

Sammanfattningsvis har alltså sättet att bedriva penningpolitik förändrats ganska mycket världen över de senaste femton, tjugo åren. Både inom centralbanksvärlden och bland akademiska forskare har mycket möda lagts ned på att försöka hitta lösningar för hur penningpolitiken bäst bör utformas. Ansträngningarna har också gett resultat. På de flesta håll har inflationen kommit ner betydligt och den har varit mer stabil än tidigare. Också realekonomin verkade utvecklas mer stabilt, vilket sannolikt berodde en del på att politiken bedrevs på ett mer genomtänkt sätt än tidigare. Det fanns måhända de som trodde att de flesta problem var lösta, och att den stabilare makroekonomin var någonting varaktigt. Men "The Great Moderation" – "det stora lugnet" – skulle visa sig vara ett bedrägligt lugn.

Men en bättre penningpolitik räckte inte

Den finansiella krisen och dess orsaker har diskuterats minst sagt flitigt under senare tid. Jag tänkte därför inte gå in på några detaljerade beskrivningar av krisens förlopp utan ska hålla mig på ett relativt intuitivt plan. Finanskrisen hade sin upprinnelse i ett antal samverkande makroekonomiska och mikroekonomiska faktorer. Man skulle dock kunna säga att kärnan till krisen var att banker och andra aktörer hade dragit på sig alldeles för stor skuldsättning i relation till de risker de tog. Brister i regelverk och tillsyn i kombination med bristande förståelse för nya komplexa finansiella instrument bidrog till att marknaden prissatte risk alltför lågt. Regelverk och tillsyn misslyckades också med att se till att banker hade tillräckligt med kapital av god kvalitet för att kunna bevara förtroendet när ekonomin vände nedåt och värdet på uppblåsta tillgångar föll. Bankerna hade inte heller en tillräcklig likviditetsbuffert för att kunna klara av sin kortfristiga finansiering i en miljö där förtroendet för banker generellt var ifrågasatt och tidigare likvida tillgångar plötsligt blev illikvida. Bankerna saknade helt enkelt tillräcklig motståndskraft. När Lehman Brothers ansökte om konkurs hösten 2008 uppstod en akut förtroendekris i det finansiella systemet. Endast massiva insatser från centralbanker och myndigheter över hela världen kunde förhindra en kollaps.

Paradoxalt nog skulle det kunna vara så att den ganska långa period med makroekonomisk stabilitet som föregick finanskrisen delvis bidrog till att krisen blev så djup som den blev. När saker och ting har gått bra under en lång tid ligger det förmodligen i den mänskliga naturen att slappna av och bli lite mer oförsiktig. Utan att förenkla alltför mycket tror jag att man kan säga att det var något som

under den här perioden kännetecknade såväl placerare och finansiella institut som tillsynsmyndigheter och politiska beslutsfattare.

Även om finanskrisen har satt igång en ny våg av tankearbete kring centralbankerna och deras verksamhet skulle jag vilja poängtera att jag inte på något sätt anser att de senaste femton, tjugo årens utveckling av penningpolitiken har varit missriktad eller bortkastad. Jag är tvärtom övertygad om att den politik som gradvis vuxit fram kommer att bidra till en mer stabil utveckling även framöver. Men klart är att finanskrisen på många sätt fungerat som en väckarklocka. Den visade att det fanns områden där vi behövde tänka vidare eller kanske återupprätta gammal kunskap. Inte minst gjorde den tydligt att medan centralbankerna blivit skickligare på att hantera normala efterfråge- och utbudsstörningar, så återstår det en hel del att lära sig om hur obalanser på de finansiella marknaderna bör hanteras.

Vilka konsekvenser kan man då räkna med att krisen kommer att få för centralbankernas sätt att arbeta framöver? Finns det skäl att komplettera den nuvarande penningpolitiska tankeramen och i så fall hur? Mycket av det som jag kommer att ta upp här i dag är saker som är i stöpsleven i den intensiva internationella diskussion som för närvarande förs. Vad som i slutänden kommer ut av den diskussionen återstår att se. Men låt mig ändå tänka högt om hur centralbankernas arbete kan komma att påverkas och vilka utmaningar vi kommer att ställas inför.

Effekter på potentiell produktion och tillväxt?

En utmaning handlar om att försöka bedöma hur krisen kommer att påverka ekonomins långsiktiga produktionsförmåga eller potentiella produktion. Detta har betydelse av flera skäl. Dels är avvikelser mellan faktisk och potentiell produktion, det så kallade produktionsgapet, ett mått på hur stabil realekonomin är. Dels kan produktionsgapet påverka hur inflationen utvecklas. Om produktionen i en ekonomi överstiger dess långsiktiga produktionsförmåga, det vill säga om produktionsgapet är positivt, tenderar det att sätta press uppåt på inflationen. Det motsatta gäller om produktionsgapet är negativt. För en centralbank med prisstabilitet som mål gäller det alltså att ha en god uppfattning om hur hög den långsiktiga produktionsförmågan är. Om man exempelvis tror att den är högre än den verkligen är bedriver man kanske en alltför expansiv politik i tron att det finns lediga resurser i ekonomin. Detta kan få inflationen att sticka iväg. En hypotes om varför inflationen i USA ökade så pass mycket under 1970-talet var just att den amerikanska centralbanken Federal Reserve trodde att ekonomins långsiktiga produktionsförmåga var högre än den faktiskt var.³

Till en del är detta en "traditionell" utmaning i meningen att man efter varje djup lågkonjunktur måste ställa sig frågan om den potentiella produktionen kan ha fallit och i så fall med hur mycket. Den potentiella produktionen kan falla som en följd av att realkapital varaktigt slås ut när företag tvingas lägga ner, eller att den personal som avskedas får svårt att hitta nya jobb när konjunkturen vänder. Efter bland annat krisen i början av 1990-talet var bedömningar av det här slaget ett centralt inslag i prognosarbetet. Att uppskatta storleken på produktionsgapet är förstas ingen lätt uppgift. Som jag redan varit inne på så går det att komma fram

³ Se till exempel Athanasios Orphanides, "Monetary Policy Rules and the Great Inflation", *American Economic Review Papers and Proceedings* 92:2, maj 2002.

- till ganska olika uppskattningar också under normala omständigheter, när man inte misstänker att den potentiella produktionen har fallit.

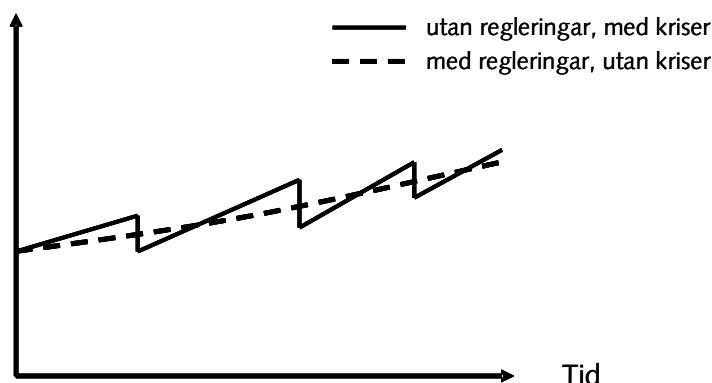
Om man blickar framåt finns också en annan aspekt som kanske är mer specifik för just den här krisen. En konsekvens av finanskrisen är att vi framöver kommer att få se mer av regleringar av banker och den finansiella sektorn i stort. Det grundläggande syftet med dessa regleringar är givetvis att minska sannolikheten för, och effekterna av, kriser av det slag vi nyss gått igenom. De höjda kraven kommer sannolikt att leda till att priser för finansiella tjänster ökar, utlåningsräntor till hushåll och företag bli lite högre och utbudet på krediter lite lägre. Man skulle kunna uttrycka det som att de här kostnaderna är en sorts försäkringspremie som samhället är villigt att betala för att slippa finansiella kriser, eller avsevärt minska risken för dem.

Men man bör samtidigt ha i åtanke att regleringarna kan komma att påverka ekonomins potentiella produktion och tillväxt. Om regleringarna blir alltför långtgående kan de inverka negativt på effektiviteten och utvecklingspotentialen i finanssektorn. Visserligen är det inte helt klarlagt hur betydelsefull finanssektorn är för tillväxten, men det kan knappast uteslutas att en "överreglerad" finansiell sektor skulle kunna bidra till en lägre potentiell tillväxt i ekonomin som helhet.

För centralbanker och andra som gör ekonomiska prognoser blir utmaningen att försöka göra en så bra bedömning som möjligt av hur potentiell produktion och tillväxt kan komma att påverkas av såväl krisen som de regleringar den ger upphov till. För de instanser som ska utforma regleringarna handlar utmaningen om att hitta en lämplig balans: Å ena sidan behöver regleringarna vara tillräckliga för att minska risken för finansiella kriser – som kan göra att potentiell produktion faller. Men de bör å andra sidan inte vara så omfattande att man i onödan lägger hämsko på finanssektorn och därmed riskerar att dämpa den potentiella tillväxten. Det gäller med andra ord att "reglera lagom".

Diagram 5. Potentiell produktion med och utan kriser

Potentiell produktion



Lite förenklat kan man säga att det handlar om ett val mellan två utvecklingsbanor för den potentiella produktionen (diagram 5). I den ena bryts utvecklingen då och då av kriser då potentiell produktion faller, men däremellan är tillväxten rela-

■ tivt god. I den andra är utvecklingen jämn, men tillväxten är måhända lite lägre än vad den är mellan kriserna i den första utvecklingsbanan. Det är inte uppenbart vilken utveckling som långsiktigt ger den bästa välfärdseffekten, men klart är att den allmänna uppfattningen i dag är att man bör försöka minska risken för kriser och abrupta brott. Jag är rätt säker på att de flesta räknar med att detta också ska ge en bättre utveckling i det långa loppet.

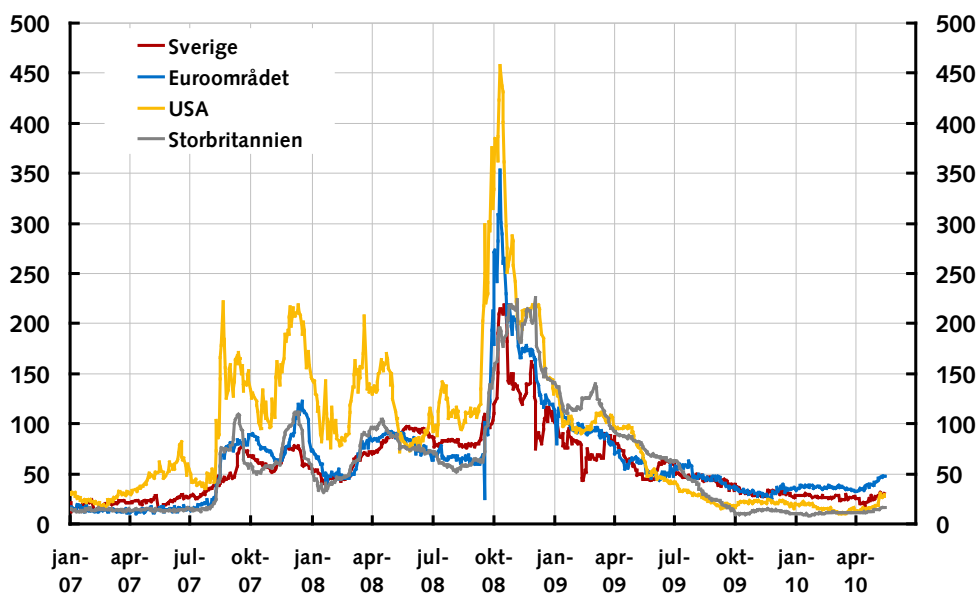
Hur kommer regleringar att påverka penningpolitikens transmissionsmekanism?

En annan konsekvens av regleringsagendan är att det som brukar kallas penningpolitikens transmissionsmekanism kan komma att se lite annorlunda ut framöver. Mer specifikt kan kopplingen mellan centralbankernas styrräntor och de räntor hushåll och företag möter komma att förändras.

Att transmissionsmekanismen är stabil är vanligtvis ett underliggande antagande i ekonomiska modeller. Under normala omständigheter är det förmodligen en ganska god approximation, men under krisen var det något man tvingades ompröva. Genomslaget för penningpolitiken påverkades när viljan att ta risk minskade och interbankmarknaderna fungerade dåligt (diagram 6).

Diagram 6. Skillnad mellan interbankräntor och statspappersräntor (TED-spread)

Räntepunkter



Anm. Differensen är beräknad som skillnaden mellan tremånaders interbankränta och räntan på en tremånaders statskuldväxel.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken.

■ Detta kan förenklat illustreras genom att beskriva bankernas utlåningsränta som en funktion av centralbankens styrränta plus en räntemarginal eller spread:

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

Räntemarginalen (δ_t) är en funktion av bankernas kompensation för administrativa kostnader och kapitalkostnader, riskpremier, bankernas vinstmarginal samt krav på belåningsgrad och amorteringar. Belåningsgrad och amorteringskrav syns inte direkt i den ränta som kunden möter, men för att illustrera deras effekt på en aggregerad nivå så kan man med tämligen enkla grepp räkna om dessa i räntetermer.

När benägenheten att ta risk sjönk under finanskrisen så ökade räntemarginalen som en följd av såväl högre riskpremier som sänkta belåningsgrader. Det motverkade sänkningen av styrräntan. När sedan centralbanker och regeringar vidtog olika åtgärder som ökade förtroendet på marknaderna minskade riskpremierna på motsvarande sätt. Utlåningsräntan sjönk därmed utan att styrräntan nödvändigtvis behövde ändras.

Det är nu inte bara i en kris som det finns skäl att fundera över den finansiella sektorns betydelse för transmissionsmekanismen. Som jag nyss var inne på är en av krisens följder att regelverket för bland annat banker kommer att skärpas. Syftet är att minska de samhälleliga kostnader som bankverksamhet kan ge upphov till. Det finns skäl att fundera över hur de regleringar som införs skulle kunna påverka genomslaget för penningpolitiken.

Regleringar innebär vanligtvis en högre kostnad för bankerna som de till viss del övervältrar på kunderna i form av en högre räntemarginal. Detta skulle kunna ses som ett slags "regleringspremie". Denna premie kan också ses som det pris hushåll och företag får betala för en stabilare realekonomisk utveckling som anges av den streckade kurvan i diagram 5. Tanken kan illustreras med ekvationen för utlåningsräntan genom att lägga till en variabel (\bar{z}) som betecknar regleringar som påverkar räntemarginalen:

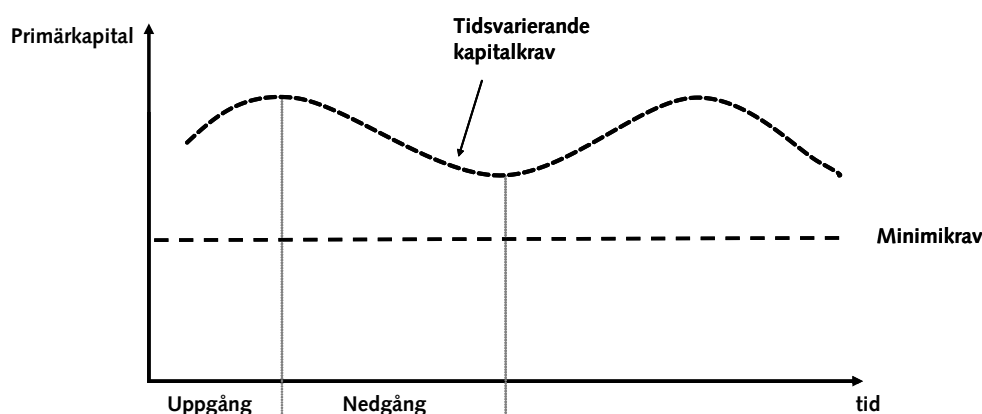
$$i_t^{\text{utlåning}} = i_t + \delta_t(\bar{z}) .$$

Jag vill betona att ekvationen givetvis är en förenkling. Men eftersom jag i dag fokuserar på hur ränta och regleringar hänger ihop så underlättas framställningen om man ser regleringar som ett slags "skuggränta", även om de också kan analyseras i termer av kreditutbud. Om regleringar skärps så stiger räntemarginalen och därmed utlåningsräntan.

Nya regler kommer inte att införas förrän vi är helt ute ur krisen, och de kommer att införas successivt. Slutresultatet kommer sannolikt att bli en högre räntemarginal än före regleringarna. I princip kan det ses som ett "engångsskift" uppåt i räntemarginalen. Anpassningen till den högre nivån kan vara mer eller mindre utdragen beroende på i vilken takt regleringarna genomförs och i vilken mån de är förväntade av marknaden. Under denna anpassningsperiod kommer transmissionsmekanismen att påverkas.

En kritik mot regelverk och tillsyn på det finansiella området var att dessa före krisen fokuserade alltför mycket på individuella institut och hade som utgångspunkt att systemet var stabilt så länge de enskilda instituten var stabila. Därigenom bortsåg man från processer som skapade risker på systemnivå – såsom en generell underprissättning av risk, det ökade inslaget av kortfristig marknadsfinansiering och de allt tätare kopplingarna mellan olika marknadsaktörer. En av komponenterna i "macroprudential policy", alltså det paket av mer uttalat systemkrisförebyggande regleringar som diskuteras internationellt, är en mer aktiv tillämpning av regleringar för att dämpa riskuppbyggnad och bygga buffertar i goda tider. Ett specifikt förslag är att låta kapitalkravet för bankerna variera över tiden. Det innebär att det totala kapitalkravet delas upp i två delar. Först ett konstant minimikrav som fastställer hur mycket kapital en bank alltid ska ha. Till det läggs ytterligare ett kapitalkrav som varierar över tiden genom att det kopplas till någon lämplig indikator över exempelvis kreditillväxt eller konjunkturläge (diagram 7).

Diagram 7. Ett tidsvarierande kapitalkrav



När konjunkturen är god är kapitalkravet högt och vice versa. Det tidsvarierande kapitalkravet har två funktioner. Den första är att bygga upp bankens kapitalbuffert i goda tider för att sedan tillåta bufferten att minska i sämre tider. Den andra funktionen är att dämpa kreditillväxten i goda tider genom att det höjda kapitalkravet ökar bankens kostnader för att låna ut. Ökningen i bankens utlåningskostnader innebär i sin tur att räntemarginalen – och därmed utlåningsräntan – stiger.

I ljuset av diskussionen att "reglera lagom" kan ett tidsvarierande kapitalkrav och andra regleringar som varierar över tiden ha vissa fördelar. Genom att de är mer tydligt kopplade till riskuppbyggnaden kan de bli mindre kostsamma än alternativet att införa ett konstant högre "minimikrav".

Ett syfte med att variera regleringar över tiden är att påverka kreditillväxten genom räntemarginalen. Detta skapar en ytterligare källa till variation i räntemarginalen, vilket kan illustreras i ekvationen över utlåningsräntan genom att lägga till ett index för tiden även för regleringarna:

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

En räntemarginal med tidsvarierande regleringar innebär också en annan dynamik för transmissionsmekanismen och är något mer komplicerat än ett engångsskift. Det får givetvis implikationer för det penningpolitiska beslutsfattandet som blir mer komplext.

En tidsvarierande regeltillämpning kan också ge upphov till en mer indirekt påverkan på räntemarginalen. Precis som osäkerhet om den framtida reporäntan ger upphov till en riskpremie kan osäkerhet om hur regleringarna kommer att utvecklas ge upphov till ytterligare en "regleringsriskpremie". Vi kan redan i dag se att den osäkerhet som råder kring de föreslagna skärpningarna av kapital- och likviditetsregleringar – som inte är tänkta att variera över tiden – påverkar såväl räntemarginaler som utbudet av krediter.

Ett sätt att öka förutsägbarheten är att justera regleringarna automatiskt efter en viss regel, som exempelvis är fallet med de dynamiska avsättningar som används i Spanien.⁴ Men jag tror inte att det är framkomligt att helt förlita sig på automatiserade beslutsregler. Osäkerheten om hur regleringarna kommer att förändras över tiden kommer alltså att finnas kvar. Det är dock möjligt att det går att dra lärdom av erfarenheterna från penningpolitiken för att minska regleringsriskpremien. Även om penningpolitiken i grunden bedrivs diskretionärt har ekonomins aktörer oftast en ganska god bild av hur räntan kommer att ändras. Jag vill naturligtvis gärna tro att det beror på att penningpolitiken i dag är så pass öppen och tydlig. Förhoppningsvis går det att åstadkomma motsvarande öppenhet och tydlighet när det gäller tidsvarierande regleringar. En möjlighet skulle kunna vara att utveckla någon form av handlingsregel som tar avstamp i bedömningar av till exempel kredittillväxten. En sådan regel skulle alltså ge information om huruvida "regleringsspaken" behöver dras uppåt eller nedåt.

Inspirerat av den inom penningpolitiken välkända Taylor-regeln så skulle argumenten i regeln exempelvis kunna utgöras av de icke-tidsvarierande regleringarna (\bar{z}), ett mått på faktiskt kreditvolym i förhållande till vad som bedöms långsiktigt hållbart ($l_t - \bar{l}_t$), samt produktionsgapet:

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

Jag vill betona att det här är tänkt som en illustration av än så länge ganska lösa tankegångar snarare än ett konkret förslag. Men det är en användbar illustration, inte minst eftersom den sätter fingret på det omfattande utvecklingsarbete som krävs innan man kan landa i något som går att tillämpa praktiskt. Jag ser dock goda förutsättningar för att ett utvecklingsarbete inom det här området ska kunna ge lika god avkastning som det arbete som de senaste femton, tjugo åren har lagts ner på att utveckla penningpolitiken.

En tidsvarierande regeltillämpning väcker även frågan om vad som är ett lämpligt institutionellt upplägg. Olika länder har valt lite olika lösningar när det gäller ansvarsfördelningen. Ett gemensamt drag är att centralbanken ofta har ett visst an-

⁴ Dynamiska avsättningar är i princip en regel där banker gör specifika och generella avsättningar i goda tider för att sedan användas i sämre tider. Avsättningarna är regelbaserade och bygger på kreditstock och kreditflöden som kalibreras med data över genomsnittliga historiska förluster från utlåning till olika sektorer.

■ svar för finansiell stabilitet genom sin roll som lender-of-last-resort. I vissa länder har centralbanken även ansvaret för tillsyn och regeltillämpning. Medan i andra länder, som exempelvis Sverige, är ansvaret för regleringar och tillsyn placerat hos en separat tillsynsmyndighet. Det innebär att i Sverige är det Riksbanken som drar i styrräntespaken och Finansinspektionen som drar i regleringsspaken.

Internationellt har det under en längre tid pågått en diskussion om vilken roll en centralbank bör ha när det gäller tillsyn och regeltillämpning. Tankarna om en mer tidsvarierande regeltillämpning kastar in nytt bränsle i den debatten. Genom att använda uttrycket för handlingsregeln ovan i ekvationen för utlåningsräntan kan olika institutionella arrangemang illustreras. I den tidigare ekvationen över utlåningsräntan beskrevs regleringar som en tidsvarierande variabel. Men med en handlingsregel blir regeltillämpningen själv en funktion av ett antal variabler som varierar över tiden:

$$i_t^{\text{utlåning}} = i_t + \delta_t(z(\bar{z}, l_t, y_t, \dots)).$$

Man kan tänka sig olika institutionella arrangemang baserat på fördelningen av ansvaret för att skatta variablerna i funktionen, bestämma handlingsregel eller funktionssamband och slutligen för att omsätta funktionen i faktiska regleringar. Det sistnämnda kräver troligtvis ett inslag av diskretionärt beslutsfattande. En möjlighet är, som i Sverige, att centralbanken beslutar över styrräntan (i_t) och att tillsynsmyndigheten beslutar om regleringar, det vill säga om såväl \bar{z} som $z(\dots)$. En annan möjlighet är att centralbanken förutom räntan även får inflytande över de tidsvarierande regleringarna genom att ansvara för tillämpningen av handlingsregeln ($z(\dots)$), medan själva genomförandet och de icke-tidsvarierande regleringarna (\bar{z}) är tillsynsmyndighetens ansvar. En variant av detta är att centralbanken ansvarar fullt ut för genomförandet av de tidsvarierande regleringarna. Slutligen finns möjligheten att centralbanken ges ansvar för all reglering och tillsyn.

Det är ännu så länge för tidigt att säga om den internationella debatten kommer att landa i en slutsats att något upplägg är bättre än något annat. Men oavsett hur det institutionella upplägget ser ut så kommer penningpolitiken och regleringsverksamheten att komma närmare varandra.

Kan penningpolitiken förebygga en lånedriven fastighetsboom?

En fråga som diskuterats ganska länge, och som finanskrisen har blåst nytt liv i, är i vilken mån penningpolitiken bör användas för att försöka motverka en snabb ökning av fastighetspriser och kreditvolym. Att just fastighetsmarknaden är i fokus beror på att problem där oftast får större effekter på det finansiella systemet och ekonomin i stort än problem på till exempel aktiemarknaden.

Så låt mig också här använda fastighetsmarknaden som en illustration. Dynamiken i en lånedriven uppgång på fastighetsmarknaden kan beskrivas på följande sätt. När priset på en tillgång börjar stiga så går det att belåna tillgången till ett högre belopp. Detta frigör pengar för att köpa mer av tillgången, men också för konsumtion. Det senare innebär att stigande fastighetspriser kan leda till en lånedriven konsumtionsboom. I prisuppgångar finns det även en tendens att betrakta tillgången som mindre riskfylld, vilket gör att kreditriskpremien sjunker och belå-

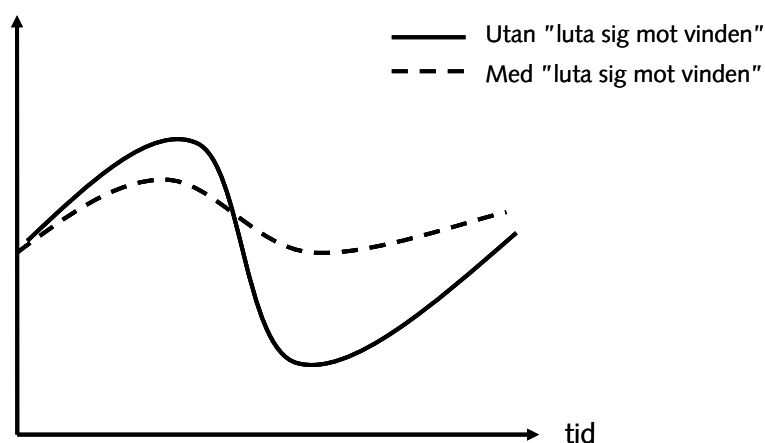
ningsgraden tillåts öka. I ekvationen för utlåningsräntan innebär det att räntemarginalen sjunker. Billigare krediter göder ytterligare prisuppgångar som i sin tur göder ytterligare kreditexpansion, och så vidare.

Det man vill undvika är en utveckling där uppgångsfasen kännetecknas av en överdriven optimism och en alltför hög riskbenägenhet. Fallet nedåt kan då bli kraftigt när något får stämningläget att svänga. Priserna faller, aktörerna blir mer pessimistiska och riskbenägenheten minskar både bland långgivare och låntagare. Detta kan resultera i en utdragen period där aktörer konsoliderar sina balansräkningar, konsumtion och investeringar utvecklas svagt och kreditgivningen blir överdrivet restriktiv. Svängningar i fastighetspriser och kreditvolymerna kan därmed förstärka svängningarna i den reala ekonomin.

Ett prisfall eller förväntningar om ett sådant kan även leda till finansiell instabilitet med möjliga konsekvenser i form av ökad osäkerhet, kreditåttstramning och statsfinansiella påfrestningar. Detta eftersom en lånedriven obalans kan skapa en betydande kreditrisk om bankerna har fyllt tillgångssidan på sina balansräkningar med lån baserade på uppblåsta priser och med höga belåningsgrader. Kreditrisken beror även på hur låntagarnas skyldigheter vid en betalningsinställelse regleras, det vill säga om banken får nöja sig med själva säkerheten för lånet eller om banken därutöver får en fordran på det resterande lånet. En enskild bank har inga skäl att ta hänsyn till annat än risken för sin egen balansräkning och kan i stort sett ignorera effekterna på realekonomin och för den finansiella stabiliteten; dessa är externa effekter. Denna "kreditexpansionsexternalitet" innebär ett marknadsmisslyckande och kan motivera ett myndighetsingripande. Eftersom det är just spruckna fastighetsbubblor som erfarenhetsmässigt har visat sig spela en betydande roll i flera finanskriser så finns det skäl att tro att "kreditexpansionsexternaliteten" kan vara särskilt stor på fastighetsmarknaden.

Diagram 8. Att luta sig mot vinden

Fastighetspriser och utlåning



Enligt en uppfattning bör en centralbank försöka motverka en ökning av fastighetspriser och kreditvolymerna genom att hålla styrräntan högre än annars i uppgångsfasen. Centralbanken ska, som det brukar kallas, "luta sig mot vinden". Tanken är att ökningen i fastighetspriser och kreditvolymerna då ska bli mindre,

men också att nedgången i gengäld ska bli betydligt mindre dramatisk (diagram 8). Om utvecklingen i fastighetspriser och kreditvolymerna blir mer balanserad antas också den reala ekonomin och inflationen få en mer stabil utveckling. Tillväxten blir då visserligen något lägre i uppgångsfasen men å andra sidan kan man undvika en djup lågkonjunktur som kan bli en följd av att fastighetspriserna faller.

En komplikation i det här sammanhanget är att de risker som kan vara förknippade med en snabb ökning av fastighetspriser och kreditvolymerna inte är alldeles lätta att införliva i det normala prognos- och analysarbetet. En svårighet är till exempel att den finansiella sektorn ofta är ganska outvecklad i de modeller som centralbankerna använder i sitt analysarbete. Det pågår för närvarande på många håll ganska intensiva ansträngningar för att på ett bättre sätt bygga in finansiella variabler i centralbankernas prognosmodeller. Ett annat, inte orelaterat, problem är att fastighetspriser och utlåning ibland kan drivas av psykologiska faktorer – en överdriven optimism och hög riskbenägenhet i uppgångsfasen och det motsatta i nedgångsfasen. Det är ju framför allt den typen av förlopp som man försöker motverka när man "lutar sig mot vinden". Men sådana faktorer är svåra att fånga i ekonomiska modeller, eftersom dessa oftast bygger på ett antagande om att agenterna agerar rationellt. Det är med andra ord svårt att i en modell generera ett scenario som det heldragna i diagrammet. Men ändå så vet vi att sådana scenarier inträffar. Det är mänskligt att tänka bort faror genom att tro att "this time is different", vilket det i slutändan sällan visar sig vara.⁵

Svårigheterna att i prognoser fånga och siffersätta risker som kan vara förknippade med en lånedriven fastighetsboom har gjort att en penningpolitik som "lutar sig mot vinden" ofta beskrivs som att centralbanken vidtar "extra action" eller höjer räntan "over and above" prognoserna för inflationen och realekonomin.⁶ Att en centralbank väljer att agera på det här sättet ska inte tolkas – vilket ibland har gjorts – som att utvecklingen av fastighetspriser och kreditvolymerna är ett mål i sig för penningpolitiken. Skälet till att centralbanken "lutar sig mot vinden" är ju fortfarande att den därmed räknar med att åstadkomma en stabilare utveckling i den reala ekonomin och inflationen. Man kan uttrycka det som att centralbanken betraktar fastighetspriser och kredittillväxt som *indikatorer* som säger något om hur inflationen och resursutnyttjandet kan komma att utvecklas på längre sikt. Men klart är att en sådan penningpolitik ställer stora krav på centralbankens kommunikation.

Det finns anledning att poängtera att skälet till att centralbanken kan vilja "luta sig mot vinden" inte behöver vara att den enbart vill värna den finansiella stabiliteten. Det *kan* vara det, men det kan också vara rent penningpolitiskt. Man kan helt enkelt vilja försöka undvika kraftiga svängningar i den reala ekonomin och inflationen, även om dessa inte bedöms vara förknippade med problem med den finansiella stabiliteten.

⁵ "This time is different" är titeln på en nyligen utkommen bok av Carmen Reinhart och Kenneth Rogoff (Princeton University Press). Boken analyserar finansiella kriser under flera hundra år. Titeln syftar just på att, trots att man vet att kriser då och då inträffar, så tycks det finnas en tendens att tro att just den här gången är det nog ingen fara.

⁶ Se till exempel Donald L. Kohn, "Monetary Policy and Asset Prices," anförande den 16 mars 2006, Federal Reserve Board och Frederic S. Mishkin, "Housing and the Monetary Transmission Mechanism", i *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, 2007.

■ Att "luta sig mot vinden" är inte en problemfri strategi. Det är främst tre motargument som förts fram.⁷ För det första måste obalansen kunna identifieras i ett tillräckligt tidigt skede. Om man försöker åtgärda obalansen för sent kan det faktum att penningpolitiken verkar med fördröjning skapa problem. Om fastighetspriserna faller kraftigt strax efter det att centralbanken höjt styrräntan kommer de fördröjda effekterna av räntehöjningen att förstärka de negativa effekterna på ekonomin som följer av fallande fastighetspriser. Man måste givetvis också vara tillräckligt säker på att det verkligen är en obalans som håller på att byggas upp. Om uppgången är motiverad av fundamentala faktorer skulle en högre ränta hämma tillväxten i onödan.

För det andra måste man räkna med att kunna få bukt med fastighetsprisökningen med *rimliga* höjningar av styrräntan. En hypotes är att det optimistiska stämningläge som ofta råder vid en boom på fastighetsmarknaden gör att det krävs betydande höjningar av styrräntan för att få effekt. En sådan åtstramning av penningpolitiken skulle kunna få negativa effekter på resten av ekonomin.

För det tredje fanns åtminstone tidigare en uppfattning om att de negativa effekterna av att en bubbla spricker inte behöver bli så dramatiska, utan relativt smärtfritt kan motverkas eller avsevärt mildras med en lättare penningpolitik, eller med andra medel.

De här argumenten har övertygat en del om att penningpolitiken inte bör "luta sig mot vinden" utan nöja sig med att "städa upp efteråt". Jag hör dock till dem som har varit med i ett antal länder och "städat upp efteråt" och jag vet hur dyrt och knöligt det blir. De erfarenheterna har bidragit till min övertygelse om att man bör försöka undvika att hamna i den situationen. Det var något jag framhöll på en konferens i Jackson Hole för några år sedan, där temat var penningpolitik och tillgångspriser.⁸ Det var före finanskrisen och kritiken mot en penningpolitik som "lutar sig mot vinden" var betydligt starkare än i dag. Vad det till syvende och sist kokar ner till är att om man skapar pengar, vilket en centralbank gör, och detta leder till hög belåning av fastigheter så är det svårt att helt friskriva sig från ansvar för det som sker.

De dramatiska effekterna av finanskrisen har satt spår i debatten. Som jag tolkar det verkar förespråkare för strategin att "städa upp efteråt" delvis ha nyanserat sin uppfattning, främst därför att de potentiella vinsterna med att begränsa bubbler tycks vara större än man tidigare räknade med. Det verkar bli en alltmer vedertagen uppfattning att en centralbank åtminstone bör göra *någonting* när den misstänker att en lånedriven obalans håller på att byggas upp på fastighetsmarknaden.⁹ Det handlar inte nödvändigtvis om att höja styrräntan, även om det numera tycks finnas en ökad acceptans för att också detta kan övervägas.

⁷ Se till exempel Donald L. Kohn, "Monetary Policy and Asset Prices Revisited", anförande den 19 november 2008, Federal Reserve Board.

⁸ Stefan Ingves, "Housing and Monetary Policy: A View from an Inflation-Targeting Central Bank", i *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, 2007.

⁹ Se till exempel Alan S. Blinder, "How Central Should the Central Bank Be?", *Journal of Economic Literature* XLVIII, March 2010.

■ Kan tidsvarierande regleringar förebygga en lånedriven fastighetsboom?

Jag har tidigare nämnt att det pågår en internationell diskussion om en mer tidsvarierande regeltillämpning inom ramen för ett systemkrisförebyggande arbete. Även om diskussionen främst handlat om att förebygga risker för den finansiella stabiliteten så är det tänkbart att en tidsvarierande regeltillämpning också kan användas för att förebygga en kreditexpansion som kan destabilisera realekonomin, utan att den finansiella stabiliteten upplevs vara hotad. På motsvarande sätt som en politik som "lutar sig mot vinden" med styrräntan kan vara motiverad av penningpolitiska skäl kan det också gälla för en politik som "lutar sig mot vinden" med hjälp av regleringar.

Hur kan då en tidsvarierande regeltillämpning se ut i praktiken? En möjlighet är att höja kapitaltäckningskraven, vilket ökar räntemarginalen och därmed utlåningsräntan. Högre kapitaltäckning innebär även att bankerna ökar sin buffert och därmed motståndskraft mot kreditförluster. Ett annat alternativ för att höja räntemarginalen är att kräva en större egen insats av låntagaren genom ett tak på belåningsgraden – exempelvis som det tak Finansinspektionen nyligen har föreslagit – eller krav på amorteringar. Om kraven på egenfinansiering höjs så är det främst låntagarnas buffert att hantera prisfall som stärks, även om en lägre skuldsättning också minskar bankens risk. I motsats till kapitalkrav innebär regleringar av belåningsgrad och amorteringskrav att det inte bara blir dyrare utan även svårare att låna. Det senare innebär att sådana regleringar kan analyseras i termer av mer explicita utbudsbegränsningar. Jag väljer dock att i dag diskutera belåningsgrad och amorteringskrav i termer av en "skugggränta" för att illustrera kopplingen mellan kvantitativa regleringar och penningpolitik.

Det kanske ligger en nationalekonom närmare till hands att i stället för regleringar fundera i termer av pigouvianska avgifter när det handlar om att hantera negativa externa effekter. Pigou-avgifter är vanliga inom miljöområdet, de kan exempelvis utformas som bränsleskatt för att prissätta negativa miljöeffekter från trafiken. På samma sätt som man försöker att sätta pris på miljön så går det att tänka sig att en Pigou-avgift baserad exempelvis på bankernas utlåning används för att prissätta – eller internalisera – negativa externa effekter förknippade med bankverksamhet. Eftersom bankerna kommer att övervältra åtminstone en del av avgiften på kunderna så innebär det att avgiftens effekt på utlåningsräntan motsvarar en höjning av räntemarginalen.

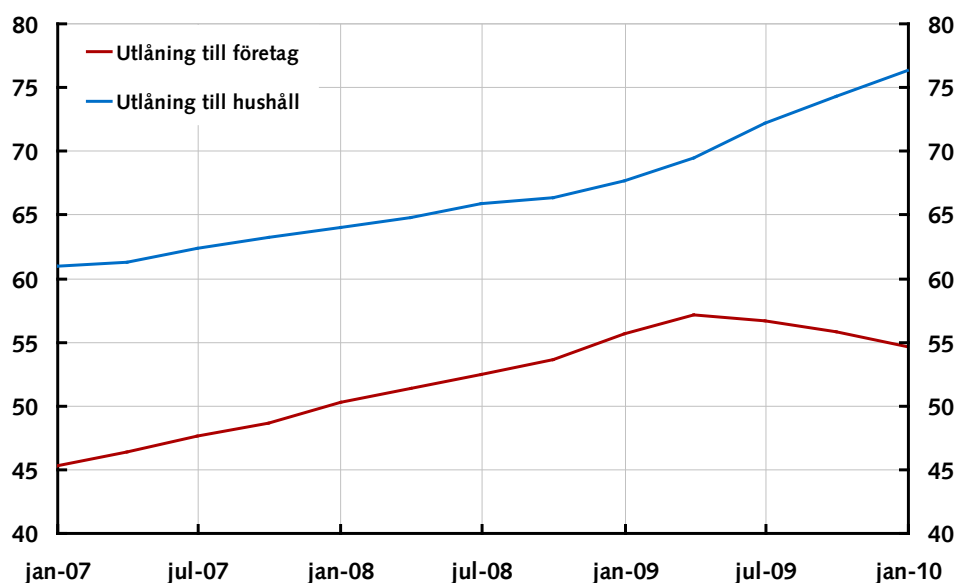
I Sverige infördes nyligen en så kallad stabilitetsavgift som bankerna ska betala. Avgiften ska finansiera en stabilitetsfond som ska fungera som en statsfinansiell buffert för de kostnader som kan uppstå i en finanskris. Stabilitetsavgiften är för närvarande inte riskdifferentierad. En avgift som riskdifferentieras på ett lämpligt sätt så att banker ges incitament att omfördela sin aktivitet beroende på risk skulle kunna ses som en typ av Pigou-avgift.

Man kan även tänka sig att Pigou-avgifter kan användas för att försöka korrigera de gränsöverskridande externa effekter som kan uppstå på en alltmer integrerad europeisk bankmarknad. Ett exempel är de svenska bankernas utlåning i Baltikum som sannolikt medförde en likviditetsrisk i utländsk valuta i Sverige. Förekomsten av en likviditetsrisk minskade tilliten till det svenska banksystemet generellt och ledde till en störning i det svenska finansiella systemet. Om bankerna hade internaliserat denna likviditetsrisk hade utlåningen i Baltikum sannolikt varit mindre.

Ett förhållande som kan vara värt att beakta här är att kreditmarknaden i praktiken inte är helt homogen. En skärning man kan göra är att se kreditmarknaden som tudelad, med en företagsmarknad och en hushållsmarknad. Att utvecklingen kan vara väldigt olika i dessa sektorer har vi inte minst sett prov på i Sverige den senaste tiden (diagram 9).

Diagram 9. Utlåning till företag och hushåll

Procent av BNP



Källa: Riksbanken

Även om vissa faktorer som påverkar utlåningsräntan är gemensamma för de två sektorerna, exempelvis styrräntan, så kan andra faktorer vara sektorspecifika. Det finns med andra ord inte en gemensam ränta för företagssektorn och hushållssektorn. Det räcker alltså inte med en ekvation för att beskriva utlåningsräntan för alla sektorer i ekonomin utan det behövs en ekvation för hushåll (H) och en för företag (F):

$$i_{iH}^{utlåning} = i_t + \delta_{iH}(z_{iH}),$$

$$i_{iF}^{utlåning} = i_t + \delta_{iF}(z_{iF}).$$

Om det nu är så att vi misstänker att en "bubbla" börjar växa fram på en av de två marknaderna så kan man vilja rikta åtgärderna mot just den marknaden. Detta är inte möjligt med styrräntan eftersom det bara finns en styrränta i ekonomin. Det är ju samma "spak" i båda ekvationerna. Regleringar, eller avgifter, kan också justeras på basis av den aggregerade kreditillväxten och effekten skulle då bli snarlik en räntehöjning. Men med regleringar så går det även att rikta åtgärderna åt ett specifikt håll och endast höja räntemarginalen för den marknad där kreditillväxten anses utgöra ett problem. På det viset undviker vi att strama åt för den andra sektorn som inte utgör en risk, vilket – allt annat lika – minskar kostnaderna för att "luta sig mot vinden". En förutsättning för att man ska kunna genomföra

■ sådana riktade åtgärder är förstås att handlingsreglerna för när man ska agera baseras på utvecklingen i de enskilda sektorerna.

En tidsvarierande tillämpning av regleringar är förstås inte problemfri. En svårighet är att man måste identifiera obalansen i ett tillräckligt tidigt skede, på samma sätt som när man använder styrräntan. Införs regleringen för sent bidrar den snarare till att fallet blir stort än att uppbyggnaden av obalansen bromsas. Vi har heller inte mycket praktisk erfarenhet av att använda regleringar för att förebygga bubblor – även om det ska sägas att vi faktiskt inte har speciellt mycket erfarenhet av att använda styrräntehöjningar i det syftet heller. Det kan därför vara svårt att hitta en lämplig "dosering". Ett potentiellt ganska stort problem med regleringar är att det erfarenhetsmässigt visat sig vara relativt lätt att kringgå dem. Möjligheterna till regelarbitrage kan vara särskilt stora när regelverket tillämpas på ett mer differentierat sätt. Den roll som det så kallade skuggbanksystemet spelade i denna kris är ett exempel på konsekvenserna av att regleringar kan kringgå.

Behövs en kombination av ränta och regleringar?

Jag har tidigare nämnt att det verkar som att fler och fler förespråkar att *någon-ting* kan behöva göras när det ser ut som att en lånedriven obalans håller på att byggas upp. Att denna syn fått mer och mer gehör tror jag inte har så mycket att göra med att svårigheterna med att identifiera en överdriven kreditexpansion upplevs som mindre i dag. Det har heller inte att göra med att vi har funnit verktyg som effektivt och träffsäkert kan bromsa en ohållbar kredittillväxt. Snarare tror jag att det har att göra med en ökad ovilja från samhällets sida att leva med de realekonomiska risker sådana obalanser innebär. Det handlar med andra ord om en ökad acceptans för att på kort sikt betala ett visst pris för att minska risken för ett riktigt dåligt utfall längre fram. Frågan kvarstår dock vad detta "någon-ting" som kan dämpa uppbyggnaden av obalanser lämpligen bör vara. Är det att använda räntevapnet, regleringar eller en kombination av dessa?

Svaret på frågan beror i stor utsträckning på hur man ser på räntans respektive regleringars effektivitet när det gäller att dämpa en överexpansiv kredittillväxt. Det beror också på de konsekvenser som uppstår för inflation och realekonomi i olika tidsperspektiv om räntan respektive regleringar används. Såväl styrräntan som regleringar har sina fördelar och nackdelar. Räntan är trubbig i så måtto att den slår på all utlåning i ekonomin, vilket kan ses i de två ränteekvationerna för företag respektive hushåll. Det kan ställa beslutsfattare inför knepiga avvägningar och en svår kommunikationsuppgift. Det är förmodligen besvärligt nog att förklara att man höjer räntan för att främja stabiliteten i inflationen och realekonomin på lite längre sikt, trots att saker och ting ser bra ut i ett kortare perspektiv. Att räntehöjningen dessutom slår mot sektorer där kredittillväxten inte bedöms utgöra något problem gör inte uppgiften lättare. Samtidigt är räntans trubbighet en av dess styrkor jämfört med regleringar. Eftersom räntan påverkar kostnadsläget generellt i ekonomin är det svårt att kringgå den på samma sätt som det går att komma runt regleringar. Regleringar å sin sida kan tillämpas mer differentierat och kan då helt enkelt innebära att det blir lite mindre kostsamt att "luta sig mot vinden". En annan fördel är att regleringar ökar motståndskraften genom att bygga buffertar i form av exempelvis kapital. Varken räntan eller regleringar är alltså att föredra i alla lägen. Den slutsats jag landar i är att en kombination av ränta och regleringar kan vara den mest framkomliga vägen.

■ Avslutning

Finanskrisen har, på det sätt som kriser ofta gör, blottlagt problem och brister. Som jag ser det handlar det för penningpolitikens del inte om något grundskott mot den rådande ordningen. Jag tror fortfarande att den bästa modellen är en inflationsmålspolitik som bedrivs på ett öppet och tydligt sätt, och där arbetet med förtydligande och metodutveckling fortgår. Men klart är att vi behöver lära oss mer om hur finansiella obalanser bör hanteras, och att krisen kommer att få konsekvenser för centralbankernas sätt att arbeta.

Jag har här försökt ge en bild av några av de utmaningar som jag ser framöver. Bilden är med nödvändighet ganska skissartad och målad med grova penseldrag. Vad den intensiva diskussion som nu pågår i slutänden kommer att få för praktiska konsekvenser går i dag inte att säga säkert. I mångt och mycket handlar det om att pröva sig fram och helt enkelt se vilka lösningar som verkar fungera. Ett steg i den riktningen är Finansinspektionens beslut nyligen att rekommendera ett tak för belåningsgraden vid nya bolån. Något som man däremot med säkerhet kan säga är att vi nog aldrig helt kommer att kunna förhindra finansiella kriser – här talar historien sitt alltför tydliga språk. Men jag tror att vi nu när probleminsikten är ovanligt stor har chans att utforma regler och ramverk som åtminstone gör kriserna lite mer sällsynta och lite mindre dramatiska.