

Datum: 2018-03-05
Talare: Erik Thedéen
Möte: ESO-seminarium med rubriken
”En lysande framtid?”

Finansinspektionen
Box 7821
SE-103 97 Stockholm
[Brunnsgatan 3]
Tel +46 8 408 980 00
Fax +46 8 24 13 35
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

Makrotillsyn och den ekonomiska politiken

Det brukar heta att generaler förbereder sig för gårdagens krig, dvs. de är inte bra på att anpassa sin krigsförmåga till nya omständigheter. Det här gäller förstås inte bara generaler, utan oss alla, om vi så är företagsledare, politiker eller generaldirektörer på FI. Vi ser världen genom glasögon som formats av tidigare erfarenheter. Så måste det vara. Och att historien inte alltid upprepar sig betyder inte att det är bortkastat att blicka bakåt. Tvärtom är det nödvändigt att försöka förstå vad som hänt och varför. Och att dra lärdomar om vad som kan göras bättre inför framtiden.

Jag tänker ta detta som utgångspunkt för att diskutera det ekonomisk-politiska ramverket och dess utveckling under de senaste 25 åren. Jag kommer inte att hänvisa till krig, men väl till de *kriser* som svensk ekonomi gått igenom under den perioden och de lärdomar som dragits. Och jag kommer att betona att vi lärt oss mycket av det som hänt och därmed står bättre rustade inför framtiden. Men också betona att det finns saker som vi inte vet. Och jag kommer att diskutera hur detta faktum bör påverka ramverket inför framtiden och hur vi agerar inom de satta ramarna.

Synen på ekonomisk politik efter 1990-talskrisen

Den svenska synen på den ekonomiska politiken har präglats av erfarenheter från 1990-talet. Mycket av det vi i dag ser som självklara utgångspunkter bygger på erfarenheter från vad som gick fel inför krisen på 1990-talet. Dessa erfarenheter bidrog också till att Sverige faktisk klarade nästa kris bättre än många andra länder. Den korta versionen av lärdomarna från 1990-talet är:

- För stora budgetunderskott och för stor statsskuld är problematiskt. Vi minns väl alla Göran Perssons uttryck: ”Den som är satt i skuld är inte fri”.
- Hög inflation är skadligt för samhällsekonomin.
- Fast växelkurs fungerar inte för ett litet land.
- Finanskriser kan vara väldigt kostsamma.

Det politiska systemet la fast ett ramverk som visat sig vara robust och hållit över många val och flera regeringsskiften. Ramverket har bidragit till att vi under de senaste 25 åren haft en god ekonomisk utveckling. En grundpelare i det nya ramverket var (något förenklat) att penningpolitiken skulle ha ett mål – stabila priser – och ett instrument, styrräntan. Och med rörlig växelkurs kunde styrräntan användas för att värna prisstabiliteten. Den andra grundpelaren var att finanspolitiken skulle vägledas av ett överskottsmål som gradvis minskade statsskulden.

Tanken var att så länge inflationen var låg och stabil gjorde penningpolitiken sitt jobb. Och resursutnyttjandet stabiliserades av att penningpolitiken också motverkade konjunktursvängningar. Finanspolitiken skulle – vid sidan av automatiska stabilisatorer – ha en mer undanskymd roll i stabiliseringspolitiken, delvis på grund av den (parti)politiska dynamiken gjorde den svår att använda aktivt.

Trots att vi hade genomlevt en bankkris som i hög grad bidragit till både den djupa ekonomiska nedgången och de statsfinansiella problemen låg finansiell reglering *utanför* det makroekonomiska ramverket. Finansiell reglering och tillsyn var således i huvudsak inriktat på *enskilda* institut. Systemperspektivet vad gäller finansiell reglering var outvecklat, även om FI hade ett brett uppdrag att värna finansiell stabilitet. Dessutom fanns insikten att stora banker inte kunde tillåtas gå överstyr. Ett förslag till regelverk för ordnad hantering av banker i kris (utan statligt stöd) togs fram, men ämnet sågs inte som angeläget. Ännu 15 år efter bankkrisen hade inte någon krishanteringsordning genomförts.

Tanken var – mer eller mindre uttalat – att om ett land lyckades etablera stabila priser och stabila statsfinanser så skulle risken för en ny kris vara låg. Och det gick bra – inte minst i Sverige – under den period som kommit att kallas ”the great moderation” (eller Guldlocks-ekonomin, där soppan alltid var lagom varm).

Erfarenheter från den globala krisen 2008–09

Men trots ett förbättrat ramverk och en mer stabilitetsinriktad ekonomisk politik så kom en ny kris 2007–08. Jag tänker inte här och nu diskutera orsakerna, men jag kan konstatera att krisen någorlunda väl gick att förstå och förklara *i efterhand*, men få – mycket få – lyckades förutspå krisen *innan* den inträffade. Ungefär som med 1990-talskrisen, med andra ord, när fast växelkurs länge var den självklara grunden för stabilitet.

Och krisen liknade heller inte 1990-talskrisen. Den kom utifrån och handlade för svensk del om likviditetsproblem, inte om stora kreditförluster. Den fick heller inte lika allvarliga följder. Det berodde i hög grad på lärdomarna från den förra krisen. Statsfinanserna var starka och staten kunde utan problem backa upp bankernas finansiering. Och växelkursen var rörlig. Det gjorde att räntorna kunde sänkas och kronans värde kunde falla, vilket dämpade krisens

effekter på efterfrågan. Att minnena av den förra krisen levde kvar även i de svenska bankerna spelade nog också roll. De upprepade vissa misstag när det gällde vidlyftig kreditgivning, men i andra länder och i långt mindre skala.

En lärdom av finanskrisen var att låg inflation inte utesluter överhettning på tillgångsmarknaderna. Och det visade sig att snabb ökning av tillgångspriser kan påverka sammansättningen av efterfrågan. Exempelvis svarade byggsektorn för en stor del den samlade efterfrågan i vissa länder. Spanien är ett exempel.

Ytterligare en lärdom var att i en omfattande kris får finanspolitiken stor betydelse; penningpolitiken kan inte ensam klara stabiliseringspolitiken när hushållens efterfrågan rasar och kreditmarknaderna stramas åt. Med restriktioner på hur långt räntan kan sänkas kunde penningpolitiken – trots omfattande lättnader – inte bli tillräckligt expansiv för att i den miljön få upp efterfrågan och inflationen. Dessutom drevs riskpremierna upp så mycket att penningpolitiken i många länder hade svårt att verka fullt ut gentemot hushåll och företag.

Att en expansiv finanspolitik bör vara en naturlig del i krishanteringen blev uppenbart, men också att det förutsätter beredskap och handlingsutrymme. *Det fordrar att statskulden är låg och att tänkbara stimulansåtgärder är analyserade och förbredda, såväl sakligt som politiskt.* Flera länder inom EU, inte minst Irland och Grekland, fick uppleva den hårda versionen av sambandet mellan skuld och ofrihet.

Och inom FI:s ansvarsområde var förstås den viktiga slutsatsen att reglering och tillsyn hade stora brister. Bland annat blev det tydligt att det saknades ett systemperspektiv. Det räcker att tänka på vilka konsekvenser som följde av Lehmans konkurs för att förstå att stabiliteten i enskilda institut har en betydande bäring på den *samlade* finansiella stabiliteten och därmed på den *samlade* makroekonomiska stabiliteten. På nytt var det känt att banker kunde utlösa sådana förlopp. Men Lehman var ingen bank i vanlig mening. Och inte heller AIG. Insikten växte att reglering och tillsyn för finansiell stabilitet måste ha ett bredare perspektiv och täcka in fler sektorer.

Varje kris ger nya lärdomar – och denna gav oss ett nytt politikområde

Än en gång kunde vi konstatera att nya kriser uppstår trots att vi lär oss av de tidigare. För en som arbetar med flygsäkerhet är en sådan insikt trivial. De lär sig av varje flygolycka och utvecklar på så sätt allt säkrare transporter, men de tror aldrig att de förutsett allt som kan inträffa. Samma synsätt bör präglade den ekonomiska politiken.

Vad kan vi då dra för slutsatser för den ekonomiska politiken av den senaste krisen? Det existerande ramverket i Sverige med stabila statsfinanser och inflationsmål bestod provet under finanskrisen och bör behållas. Men som så

många gånger förr så visade den senaste krisen att allt inte var stabilt bara för att vi rättat till det som gick fel senast. Stabila statsfinanser och prisstabilitet är avgörande förutsättningar för en god ekonomisk utveckling. Men inte tillräckliga.

Insikten om behovet av ett tydligare systemperspektiv på finansiell reglering ledde fram till ett nytt policyområde, *makrotillsyn*. Till en början handlade det i allt väsentligt om en bredare syn på kapital- och likviditetskrav i banker. De verktygen togs snabbt i bruk i Sverige. Vi har exempelvis ett kapitalpåslag på 5 procent för att hantera den systemrisk som banken utgör. Vi har också ett kontracykliskt kapitalbuffertkrav på 2 procent. Det är tänkt att vara högt när det råder en stark kredittillväxt för att bygga en kapitalbuffert som i dåliga tider kan skapa utrymme ner till de skarpa minimikapitalkraven.

Vad den tidiga analysen av mål och medel för makrotillsynen inte förutsåg var att åren efter krisen skulle präglas av hög tillväxt och envist låg inflation. Det har varit inte minst påtagligt i Sverige, där resursutnyttjandet är ansträngt samtidigt som policy- och marknadsräntor är rekordlåga. Denna kombination har skapat ett drivhus för skulder. Därmed har trycket ökat på att FI genom makrotillsynsåtgärder hantera *konsekvenserna* i form av snabbt växande skulder. Makrotillsyn har fått en större och viktigare roll än förutsett.

Låg inflation och därmed låga räntor har förändrat dynamiken mellan de tre huvudområdena, finanspolitik, penningpolitik och makrotillsyn. Penningpolitiken är upptagen av att få upp en kroniskt låg inflation. Finans- och skattepolitiken vägleds (vid sidan av automatiska stabilisatorer) av långsiktiga strukturmål. Därmed får makrotillsyn med tillgängliga medel försöka hantera tilltagande risker kopplade till stigande hushållsskulder.

Flera länder har vidtagit makrotillsynsåtgärder. England, Irland, Danmark och Norge har alla skuldkvotstak och bolånetak. Insikten hos dessa länder och här i Sverige är att åtgärder som bara riktar sig mot bankernas kapital inte räcker. Dessa krav bygger *motståndskraft i bankerna* och gör dem mer robusta om en kris kommer, men de påverkar inte nämnvärt skuldtillväxten. För att något dämpa skulduppbyggnaden hos hushållen krävs mer direktverkande åtgärder. Härav bolånetak och skuldkvotstak. Syftet är att bygga *motståndskraft i hushållssektorn* och på så sätt minska risken för en finanskris.

I takt med att begreppet makrotillsyn breddats har det också blivit viktigare att tänka igenom hur den ska styras och vilka beslut som ska fattas av vem. I Sverige beslutade regering och riksdag att FI skulle få ansvar för makrotillsynen. Redan från starten hade vi mandat att besluta kapitalkrav av alla de slag. Men när det blev aktuellt med amorteringskrav och liknande åtgärder för att påverka kreditefterfrågan valde riksdag och regering en annan modell. Och det gjorde de av goda skäl, menar jag.

Ett amorteringskrav berör enskilda låntagare direkt, låt vara att det formella kravet riktas till banken. Ett amorteringskrav är ett tvångssparande. Det kan påverka bostadsmarknadens funktionssätt. Och så vidare. Det är lätt att rada upp effekter som begränsar vad enskilda låntagare kan göra, men dessa ska vägas mot minskade makroekonomiska risker. Och mot att enskilda hushåll i nuvarande miljö kan vara frestade att ta stora lån och därmed större risker inför framtiden än de själva inser.

Att sådana avvägningar måste göras talar för att *det slutliga avgörandet* bör fattas på politisk nivå. Riksdagen har lagt ansvaret på regeringen. Men uppdraget att analysera riskerna och *utforma och föreslå lämpliga åtgärder* ligger på FI. Vi har den expertkunskap som detta kräver. Det är dessutom viktigt att initiativ ska tas av FI. Åtgärderna kan vara politiskt obekväma, vilket – om besluten helt låg på politisk nivå – riskerar att leda till passivitet, s.k. inaction bias.

Jag tycker att Sveriges beslutsordning på ett rimligt sätt förenar behovet av expertis och risken för inaction bias å ena sidan, *och* kravet på demokratisk förankring å den andra sidan. Här har Sir Paul Tucker, tidigare Deputy Governor på Bank of England, formulerat ett klokt principiellt synsätt på villkor för att delegering av policyuppgifter till oberoende myndigheter ska vara legitim i demokratiskt mening:

En policyuppgift bör inte delegeras till en oberoende myndighet om inte [följande gäller]: samhället har tydliga preferenser; målet kan anges på ett rimligt tydligt sätt; delegering väsentligt mildrar ett trovärdighetsproblem; och beslutsfattaren inte behöver göra val mellan alternativ med väsentligt olika fördelningskonsekvenser. Huruvida dessa villkor är uppfyllda inom ett visst område är en fråga för offentlig debatt och för slutligt avgörande av valda lagstiftare.¹

Det är hårda krav. Man kan vid tillämpning på makrotillsyn bland annat fundera på i vad mån samhället har ”tydliga preferenser” avseende målet. Det vi kan konstatera är att lagstiftarna delegerat vissa beslut och vissa uppgifter inom makrotillsynen till FI, men inte alla. I så måtto kan de sägas ha kommit fram till att villkoren för full delegering inte är uppfyllda.

Hur beslut om makrotillsynsåtgärder fattas varierar också från land till land. Men det är ovanligt att lägga ansvaret för åtgärder som skuldkvotstak helt på fristående myndigheter. I Storbritannien måste Bank of England begära ett mandat från finansdepartementet för varje enskild åtgärd. I Nederländerna ligger hela ansvaret på regeringsnivå. Makrotillsynsmyndigheten (som där är centralbanken) kan exempelvis inte införa ett skuldkvotstak.

¹ Se Paul Tucker, ”How Can Central Banks Deliver Credible Commitment and Be “Emergency Institutions?”” i John H. Cochrane och John B. Taylor (red.), *Central Bank Governance And Oversight Reform*, Hoover Institution, 2016, s. 9 (egen översättning); https://www.hoover.org/sites/default/files/research/docs/cochranetaylor_centralbank_ch1_0.pdf.

Det följer av Tuckers kriterier att man inte kan hävda att ett upplägg är entydigt bättre än ett annat. Vilken lösning ett land kommit fram till kan bero på många faktorer. En är vilka erfarenheter länderna har. Ser man till tillsynen i stort kan man konstatera att länder som gått igenom stora kriser tenderar att förändra sina system mer (bankunionen inom EU, Bank of Englands nya roll i Storbritannien). Länder som klarat krisen bättre har inte ändrat lika mycket (Kanada, Sverige). Detta skulle också kunna kopplas till de trovärdighetsproblem som kriser ofta skapar.

Lösningen beror också rimligen på hur landets politiska och institutionella system är riggat. Sverige skiljer sig t.ex. från många andra länder genom att även vanliga regeringsmyndigheter, dvs. inte bara centralbanken, har ett betydande oberoende från den politiska sfären. Det borgar för att samspelet mellan myndigheten och den politiska beslutsfattaren blir mer transparent. Och, som jag var inne på tidigare, att man kan minska risken för inaction bias utan att överlåta hela ansvaret till tjänstemän.

Gemensamt för styrsystem är att den grundläggande frågan om demokratisk legitimitet och när delegering är lämplig och legitim är fundamental. Den kan man inte komma runt.

Den intensiva diskussionen kring det skärpta amorteringskravet är därför inget misslyckande för styrsystemet; tvärtom är det tänkt att ge utrymme för öppen debatt, vid behov även på politisk nivå. På så sätt förbättras besluten och den demokratiska legitimiteten värnas. De som förordar att beslut av den här karaktären helt ska hänskjutas till tjänstemän tror jag missar att det riskerar att slå tillbaka i kritik mot brist på ansvarsutkrävande och diskussion om förenlighet med grunderna för vår demokrati.

Det finns också anledning att tänka på att även styrsystem bör omprövas från tid till annan. Framöver bör vi utvärdera de erfarenheter som vinnas allteftersom makrotillsyn som politikområde utvecklas och – förhoppningsvis – mognar. Huruvida det sedan kommer att leda till mer delegering – eller mindre – återstår att se. Framtiden är som bekant oviss.

Vad vi vet, vad vi tror oss veta och vad vi inte kan veta

Apropå svårigheterna att se in i framtiden: Låt mig nu återkomma till den större frågan om hur vi lär av kriser (och i bästa fall även av erfarenheter som vinnas under mindre dramatiska omständigheter).

En erfarenhet från den svenska 90-talskrisen – och på nytt från krisen 2008 och framåt – är att kriser kan vara enormt kostsamma, ekonomiskt och samhällsligt. Den uppenbara slutsatsen är att vi bör *minska riskerna* för händelser som kan göra att kriser kan uppstå. Men erfarenheterna visar på något mer:

betydelsen av att *ha motståndskraft* den dag en allvarlig händelse ändå inträffar.

Vad är det då vi ska ta höjd för när vi bedömer hur stor motståndskraft som krävs? Det finns tre tänkbara utgångspunkter för att närma sig den frågan. De kan beskrivas i termer som Donald Rumsfeld, en gång amerikansk försvarsminister, gjort kända.

För det första kan vi utgå från att vi *vet* vad kommer att hända, det Rumsfeld kallar ”*known knowns*”. Mycket går att sortera in i den kategorin, som att solen kommer att gå upp även i morgon. Men det är lätt att inse att det inte räcker för att vi ska vara redo att möta framtiden. Nästa steg är att beakta ”*known unknowns*”, dvs. faktorer som givet kunskaper och erfarenheter kan komma att påverka framtiden. Slutligen kan man försöka ta höjd för ”*unknown unknowns*”; företeelser och förlopp som vi aldrig stött på och inte ens kan föreställa oss (utanför rent fiktiva framställningar).

Vad betyder nu detta synsätt för FI:s arbete med mikro- och makrotillsyn och för den ekonomiska politiken i stort?

FI gör stresstester för att undersöka motståndskraften hos bl.a. banker och hushåll. Testerna baseras på kunskap och erfarenheter och ska representera riktigt dåliga utfall, dvs. sådana som är osannolika men tänkbara. Kraftigt stigande arbetslöshet eller stigande räntor är typiska ingredienser. Stresstester är utmärkta verktyg, men de bygger på just *known unknowns*. De kan inte täcka alla möjliga chocker och vi vet inte hur ekonomin kan tänkas reagera på företeelser som vi aldrig upplevt.

Det som kännetecknar verkliga *unknown unknowns* är att vi inte kan inrikta de förebyggande åtgärderna mot något visst område. Men det betyder inte att vi är svarslösa. Vi kan bygga *generell* motståndskraft. Och över alla sektorer. Vätkapitaliserade banker och försäkringsbolag som med *marginal* klara tuffa stresstester kommer att klara nästa kris bättre än om vi bara räknar på de mest sannolika utfallen. Detsamma gäller hushållen, där marginalerna värnas av god kreditprövning, understödd av bolånetak, och gradvis byggs upp genom amorteringskrav.

Men vi måste också inse att vi inte kan kräva att privata aktörer ska ta höjd för alla tänkbara utfall och än mindre för det på förhand otänkbara. Det för mig tillbaka till det bredare ekonomisk-politiska ramverket. För den yttersta garanten i ett verkligt allvarligt krisläge är staten. Om vi har starka statsfinanser så ökar våra möjligheter att hantera *known unknowns*, som en djup konjunkturedgång (med eller utan finanskris) väsentligt. Men självklart stärks även vår kapacitet att klara *unknown unknowns*.

Det avspeglar att staten är vår gemensamma försäkringsgivare. Den hjälper oss att hantera de värsta överraskningarna, de som vi medborgare inte kan försäkra

oss emot på egen hand. Det kan handla om svåra översvämningar, damm- eller kärnkraftsolyckor. På motsvarande sätt är möjligheten att vid behov bedriva expansiv finans- och budgetpolitiken en försäkring vid chocker som hotar att trycka ner ekonomin i en djup kris.

Visa av erfarenheterna från tidigare kriser, där staten allt för ofta blivit tvungen att använda skattemedel för att hantera allvarliga finanskriser, har vi nu skapat ett system för resolution av banker. Det begränsar risken att staten måste bära förluster. Och att ansvaret i stället läggs på ägare och finansiärer minskar riskerna för att bankerna ska hamna i lägen där de får stora förluster. Resolution ingår på bland åtgärder som både mildrar effekter av kriser och ser till att de blir färre.

Men även framöver finns förstås osäkra faktorer. Och även väl hanterade finanskriser kan innebära stora påfrestningar för samhällsekonomin. Och kriser kan ta andra vägar än via det finansiella systemet. Företag går i konkurs, människor blir arbetslösa och statsfinanserna försämras. Det är då, när krisen blir riktigt allvarlig, som buffertar måste finnas på plats – i bankerna och hos hushållen och, ytterst, hos staten.

Samspelet mellan politikområdena

Makrotillsyn kom till efter finanskrisen. En viktig lärdom var att finansiell reglering och tillsyn måste utgå från ett systemperspektiv. Och det räcker inte att titta på det finansiella systemet; även hushåll och företag måste i egenskap av låntagare finnas med i bilden. Därmed blir finansiell reglering en del av den ekonomiska politiken i vid mening. Ett mål för makrotillsyn är motståndskraft – att stärka den finansiella marknadens och ekonomins förmåga för att hantera riktigt dåliga utfall. Det är inte fråga om stabiliseringspolitik i meningen styrmedel som dras upp och ner för att motverka konjunkturrörelser. Det ansvaret bör alltså ligga på penningpolitik.

En lärdom från de senare åren är att inflationen verkar följa en mer komplex och svårstyrd process än vi anat. Det kanske inte är självklart att expansiv penningpolitik räcker för att nå uppsatta inflationsmål. Det är inte heller givet att låg och stabil inflation går hand i hand med ett långsiktigt stabilt resursutnyttjande. Åtminstone verkar sambanden kunna variera över tid. Det här kan betyda en förskjutning av ansvaret inom stabiliseringspolitiken i riktning mot finanspolitiken. Men det finns andra talare här i dag som torde ha mer att säga om den saken.

Jag tror också att ju längre tid vi har låga räntor och ett högt resursutnyttjande, desto mer kommer kraven öka på makrotillsynsåtgärder. I Sverige har vi ju också en debatt om att det unika läget gör att vi bör vidta åtgärder inom skatte- och bostadspolitik för att dämpa riskerna.

Jag menar ändå att utgångspunkten bör vara att dela upp policyansvaret på samma sätt som hittills. Men vi kan inte bortse från att det finns kopplingar, särskilt under rådande förhållanden. Penningpolitiken påverkar kreditefterfrågan (via låga räntor), regleringar påverkar inflationen (t.ex. via kreditmarknaden) och strukturfaktorer (t.ex. bostadsmarknaden) och skatter påverkar skuldsättningen. Följaktligen behövs samarbete och informationsutbyte. Och det finns behov av det jag i andra sammanhang kallat ”en samlad politik”, dvs. att ansvariga inom respektive politikområde i större utsträckning beaktar hur deras åtgärder påverkar målen på andra områden.

Vi vet också att om det blir kris kommer de myndigheter som är företrädare här i dag att sitta i samma rum. Och blir det riktigt allvarligt kan även företrädare för oppositionen vara med i diskussionerna, som på 1990-talet. Med den vetskapen är det bra att vi samverkar även när krishoten inte tränger på.

Slutord

Till sist har jag funderat på hur det jag talat om är kopplat till rubriken för dagens seminarium: ”En ljusnande framtid?”. Här finns en fråga som manar till svar. Mitt blir så här.

Sverige förändrade det ekonomisk-politiska ramverket i grunden efter krisen på 1990-talet. Det bidrog till att vi klarade krisen 2008–09 bättre än de flesta. I spåren på den har det finansiella regelverket stöpts om. De nya reglerna bygger i stor utsträckning på beslut på EU-nivå. Lärdomarna har på så sätt påverkats även av händelser som vi inte själva upplevt. Även om vi kanske inte är nöjda med varenda pusselbit har vi fått ett regelverk som bygger på en bredare bas av erfarenheter. Det kan betyda att vi behöver oroa oss för något färre *unknown unknowns*.

Inom makrotillsynen har vi större nationell handlingsfrihet än på många andra områden. Det gäller att vi utnyttjar den väl. Att vi diskuterar enskilda åtgärder, som amorteringskravet, är bra och viktigt, men det är *också* viktigt att förstå att makrotillsyn tillkommit som en avgörande lärdom från krisen. Nu och framöver måste vi se makrotillsyn som en central del av den ekonomiska politiken. Och vi bör använda verktygen för att bygga motståndskraft i det finansiella systemet, inklusive dess lånekunder. På samma sätt som vi efter 1990-talskrisen byggde upp motståndskraften i statsfinanserna. Det gör vi på basis av en *known known*: det kommer fler *unknown unknowns*.

Det här betyder – definitionsmässigt – att jag inte säkert kan svara på om framtiden är ljusnande. Men jag har pekat på vad jag anser att vi bör göra för att se till att den förblir ljus, även nästa gång det blåser upp mörka moln vid horisonten.