



TAL

DATUM: 2009-11-18
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg
PLATS: HQ Bank, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

■ I finanskrisens kölvatten

Jag vill börja med att tacka för att jag blivit inbjuden för att diskutera några tankar kring vad som kan komma i finanskrisens kölvatten. Krisen är ju inte bakom oss ännu, det tål att betonas. Många balansräkningar i många länder måste rensas innan världens banksystem kan friskförklaras. Men det akuta skedet är förhoppningsvis över och då finns det anledning att fundera över inte bara varför det gick som det gick – det har många redan skrivit böcker om - utan också vad som behöver göras för att misstagen inte ska upprepas. Mycket handlar det om reglering och tillsyn och här finns som alltid efter en kris många politiska initiativ, somliga bättre och andra sämre. Det tänker jag tala lite om idag. Men det finns också anledning att fundera över samspelet mellan finansiell stabilitet och penningpolitik. Den pågående krisen har onekligen visat att penningpolitik och finansiell stabilitet har många viktiga beröringspunkter som vi i centralbankerna tidigare kanske inte i alla avseenden beaktat. Åt den frågan tänker jag ägna huvuddelen av mitt anförande.

Bubblor och farliga obalanser

Stigande tillgångspriser diskuteras för närvarande intensivt, i Sverige därför att huspriserna börjat stiga igen mitt under en lågkonjunktur, internationellt därför att priserna på finansiella tillgångar i många nya industriländer i Asien och Sydamerika stiger långt snabbare än förväntat. Är detta ett problem? Har vi redan fått bubblor på tillgångsmarknaderna? Och vad ska vi i så fall göra åt det?

Nu ska man till att börja med komma ihåg att tillgångspriser kan stiga, och stiga ganska mycket, utan att det därför behöver bli vad man kallar en bubbla. Även om tillgångarna blir övervärderade under en tid så hinner normalt verkligheten så småningom ikapp och priserna anpassas utan att detta får några allvarliga makroekonomiska effekter¹.

En bubbla är något annat. I en bubbla finns alltid ett element av spekulation, grundat på en tro att utvecklingen kommer att fortsätta och ge ständigt högre

¹ Det är i praktiken inte alltid så lätt att skilja mellan en bubbla och en övervärdering orsakad av en allmänt överoptimistisk framtidssyn. För en mer utförlig diskussion om begreppet bubbla och hur de uppkommer, se H. Dillén, och P. Sellin, "Finansiella bubblor och penningpolitik" Penning- och Valutapolitik 2003:3, Sveriges riksbank

priser. Och den tron gör att man investerar än mer och att priserna därför stiger ytterligare. I begreppet bubbla finns ju också bilden av något som så småningom spricker med en stor eller en liten knall.

Finansiella bubblor byggs normalt upp under goda tider då tillväxten är hög, investeringsmöjligheterna är goda, hushållens inkomster utvecklas starkt samtidigt som kreditförlusterna i bankerna är små. Tillväxten i världsekonomin var exempelvis rekordhög åren innan den nuvarande krisen. En stark ekonomisk utveckling kan till en viss utsträckning motivera ökade tillgångspriser och en kredittillväxt som är högre än normalt. Men erfarenheten visar att utvecklingen ofta slår över till en överdriven optimism om de ekonomiska framtidsutsikterna samtidigt som medvetenheten om olika risker avtar. Investerarna blir allt villigare att ta ökade risker utan att få den ersättning för detta som är långsiktigt rimlig. Priset på risk har aldrig varit så lågt som under åren före finanskrisens start sommaren 2007.

Nu finns det farliga bubblor och det finns mindre farliga. En bubbla som inte fick så allvarliga konsekvenser när den sprack var IT-bubblan från början av år 2000. När den byggdes upp gjordes det visserligen en hel del investeringar som inte visade sig vara livsdugliga och många fick se sina förmögenheter krympa när den sprack. Men de makroekonomiska konsekvenserna var inte så stora. Tillväxten i Sverige planade ut något år, men föll aldrig. Något stort problem från en penningpolitisk utgångspunkt utgjorde aldrig denna IT-bubbla.

Farliga bubblor är sådana där inte bara priserna på en marknad ökar, utan där dessutom de underliggande tillgångarna är belånade. Då kommer en långsiktigt ohållbar utveckling av priset på tillgångarna att utvecklas parallellt med en långsiktigt ohållbar kredittillväxt. När priserna ökar växer värdet på de underliggande tillgångarna, så att de kan användas för ytterligare belåning. Samtidigt ger ökade krediter ökad köpkraft, och då kan priserna stiga ännu mer. Av detta kan bli en självförstärkande spiral som är svår att hejda. Utvecklingen på bostadsmarknaden i USA och i ett antal andra länder under tiden före den nuvarande krisen är exempel på sådana bubblor. Den svenska kommersiella fastighetsmarknaden vid upprinnelsen av vår 1990-talskris är ett annat belysande exempel.

En aktuell illustration gav den kände ekonomen Frederic Mishkin, som bland annat utvärderade svensk penningpolitik för ett par år sedan, i en artikel i Financial Times förra veckan. Mishkin betonade att det är viktigt att skilja på olika typer av bubblor. Bubblor är farliga då de underliggande tillgångarna används som säkerhet och underblåser en överdriven kreditexpansion. Men sådan är inte situationen i världen idag. Tvärtom, bankerna krymper sina balansräkningar och stramar åt sina kreditvillkor. Därför utgör de tillgångsprisökningar som vi ser i dag i ett antal länder knappast något allvarligt problem.

Bubblor kommer förr eller senare att brista och finansiella obalanser kommer förr eller senare att korrigeras. Problemet är att det är väldigt svårt att förutse exakt när detta kommer att ske. Tillgångspriser kan ju öka relativt snabbt i många år, kanske ett decennium, innan den blir en bubbla som spricker. De som uttrycker farhågor för att oroväckande finansiella obalanser håller på att byggas upp blir ofta betraktade som gnälliga pessimister, som inte förstått att verkligheten förändrats och att just denna gång inga faror föreligger. Ni minns väl "den nya ekonomin" som alla talade om under IT-bubblans uppbyggnad. Den tekniska utvecklingen hade fört upp tillväxten i världen till en långsiktigt högre nivå, och det var detta som speglades i tillgångspriserna. Är det någon som glömt hur det

gick? Men, som sagt något allvarligt makroekonomiskt problem blev det aldrig av IT-bubblan eftersom den inte var lånefinansierad.

När väl korrigeringen av en bubbla kommer får den i allmänhet stora realekonomiska effekter, särskilt naturligtvis om den varit lånefinansierad. Börsen faller starkt även om det till att börja med inte föreligger någon större övervärdering just på aktiemarknaden. Den ekonomiska osäkerheten och fallet i tillgångspriserna gör att konsumtion och investeringar dämpas kraftigt. Riskaversionen hos finansiella investerare stiger och priset på risk, kreditspreadarna, ökar. Bankerna får vidkännas växande kreditförluster eftersom värdet på säkerheterna faller och fler och fler låntagare inte kan betala. I värsta fall kan den negativa växelverkan mellan de finansiella marknaderna och makroekonomin eskalera till en finansiell kris där kreditförlusterna blir så omfattande att delar av banksektorn får problem att överleva.

När en bubbla spricker kan priserna falla med upp till 50 procent eller till och med mer beroende på vilken tillgång det rör sig om och hur mycket den är belånad. Prisfallen gör att belåningsvärdena minskar och bankerna därför vill ha tillbaka sina pengar. Det kan tvinga fram försäljning av tillgångar, vilket trycker ner priserna än mer. Samma spiral som verkade för att höja priserna i uppgången kan alltså verka för att pressa ner dem under nedgången. Under den nuvarande krisen har vi sett detta hända för ett antal olika värdepapper, som legat i många internationella bankers och investerares balansräkningar.

Penningpolitiska konsekvenser

Vad innebär nu en bubbla för penningpolitiken? Ökningar i kredittillväxt och tillgångspriser stimulerar konsumtion och investeringar och ökar den aggregerade efterfrågan i ekonomin. Den ekonomiska överhettning som uppstår under de finansiella obalanserna byggs upp leder sålunda ofta till reala obalanser i form av ett ansträngt resursutnyttjande, vilket i sin tur leder till att inflationen stiger. I ett sådant läge är det naturligt att penningpolitiken stramas åt. Stramare penningpolitik i form av högre räntor tjänar naturligtvis till att motverka bubblans utveckling eftersom lånen blir dyrare. Men erfarenheterna visar att höjda räntor sällan räcker för att bryta utvecklingen. Framtidstron kan vara sådan att man gärna betalar de extra räntekostnaderna eller accepterar en motsvarande lägre avkastning på tillgången, eftersom man är övertygad om att priserna kommer att fortsätta att stiga. I Sverige låg till exempel 1989 direktavkastningskravet på den kommersiella fastighetsmarknaden kring 4 procent medan en riskfri femårig statsobligation avkastade uppemot 12 procent. Marknaden föredrog alltså en osäker fastighetstillgång framför en säker obligation som avkastade 8 procent mer! Det finns ingen penningpolitik som kan knäcka en sådan framtidstro.

Dessutom kan det vara så att inflationen är låg trots den starka ekonomiska utvecklingen. Om så är fallet kan penningpolitiken behöva bli mer expansiv för att man ska uppnå inflationsmålet, vilket i sin tur kan underblåsa de finansiella obalanserna. Under de år som föregick den nuvarande krisen innebar den ökade globaliseringen att importpriserna dämpades kraftigt, vilket pressade ned inflationen och bidrog till att penningpolitiken på många håll blev expansiv. Penningpolitiken underblåste då bubblan i stället för att motverka den.

Om en kris blir riktigt allvarlig, vilket är fallet med den nuvarande krisen, blir förutsättningarna att bedriva penningpolitik mycket svåra. Situationen förvärrades av att ökade riskpremier höjde de räntor som hushåll och företag

■ möter. Fallande inflation och inflationsförväntningar gjorde att de reala räntorna steg ännu mer. Trots att många centralbanker har sänkt sina styrräntor till nära noll har den expansiva effekten av detta därför inte blivit så stark som man skulle önska.

Därtill kommer att ju allvarligare den finansiella krisen blir, desto sämre fungerar de finansiella marknaderna. Det innebär i sin tur att penningpolitiken blir mindre effektiv, det vill säga förändringar i styrräntan får mindre effekt på ekonomin än normalt. Utvecklingen under den nuvarande krisen är en bra illustration av detta. Många centralbanker har upplevt att förändringar i styrräntan inte alls fått den inverkan på efterfrågan som den normalt har. Transmissionsmekanismen mellan styrränta och den reala ekonomin har alltså slutat att fungera på normalt sätt.

Delar av vår omvärld drabbades under krisen av en akut kreditåtstramning (credit crunch), vilket innebar att fullt kreditvärdiga företag hade svårt att få krediter på grund av att bankerna hade brist på kapital. Detta om något har varit utmärkande för denna kris och det har fått tydliga konsekvenser för den reala ekonomin, bland annat genom det kraftiga fallet i världshandeln. Kreditåtstramningen kom att bli och är fortfarande ett problem för penningpolitiken i många länder eftersom utbudet av krediter många gånger blivit mer eller mindre okänsligt för ränteförändringar.

I Sverige såg vi möjligen endast en antydning till en sådan kreditåtstramning. Under en period i vintras hade större svenska företag svårt att finansiera sig på de internationella kreditmarknaderna och de vände sig då mot de svenska bankerna, vilket ledde till att de i viss mån trängde undan mindre företag. Svensk ekonomi, som är starkt exportberoende, drabbades också hårt av kollapsen i världshandeln. Många utländska företag drog ned på sina investeringar för att hantera sina likviditetsproblem, vilket dämpade efterfrågan på svenska exportvaror.

Några lärdomar från krisen

Vilka lärdomar kan göras och vad betyder dessa lärdomar för den ekonomiska politiken och centralbankernas agerande i framtiden? Här är några tankar, men listan är långt ifrån uttömmande.

- *Det finns allvarliga brister i reglering och tillsyn.* Detta är alldeles uppenbart och föremål för intensiva diskussioner bland politiker och i media. Här finns det inte utrymme för mig att ge en heltäckande redovisning så jag nöjer mig med att peka på ett par av de övergripande problemen.

Ett huvudproblem har varit att banker och andra finansiella institut haft för lite kapital i förhållande till de risker de tagit i sina balansräkningar, vare sig de riskerna bestod i traditionell utlåning, innehav av olika svårvärderade värdepapper eller stora kortsiktiga positioner tagna vid handelsborden. Det betydde att många finansiella företag under en lång följd av år kunnat ge en hög avkastning på det egna kapitalet, högre än i de flesta andra branscher. Men när krisen kom räckte inte kapitalet, vilket tvingade ett antal regeringar att sätta in skattemedel för att inte det finansiella systemet skulle kollapsa.

För närvarande arbetar man intensivt i olika internationella fora, och framför allt i Baselkommitten, för att få fram nya regler för hur mycket kapital en bank måste ha i förhållande till sina åtaganden. Likviditetsrisker, som tidigare låg utanför regleringen, kommer att få krav på kapitaltäckning, men det är bara ett av många områden där kapitalkraven kommer att skärpas. Nya former för eget kapital

■ diskuteras också, till exempel obligationslån som vid en kris – men utan att banken behöver ställa in betalningarna – automatiskt kan förvandlas till rent riskkapital (contingent capital).

Ett annat problem var att tillsynsstrukturen, som i allmänhet varit koncentrerad runt de enskilda bankerna, missade de risker som byggdes upp i det finansiella systemet som helhet. Ett exempel på det är den explosionsartade tillväxten av kreditderivat under det senaste decenniet, ett annat framväxten av de komplicerade och svårvärderade strukturerade produkter, som kommit att få mycket av skulden för att krisen fick ett så allvarligt förlopp. Ett för oss närliggande exempel är utlåningen i euro i de baltiska länderna, där växelkurserna fixerats mot euron, men där det finanspolitiska ramverket, i alla fall i ett par av länderna, visat sig svagt.

Även detta problem diskuteras intensivt på många håll i världen. Inom det europeiska samarbetet kommer tillsynen att få en ny struktur, baserad på förslag från kommissionen som presenterades i somras. Ett inslag i detta förslag är skapandet av ett europeiskt riskråd, European Systemic Risk Board (ESRB), där centralbanker och tillsynsmyndigheter ska träffas för att diskutera just sådana övergripande systemrisker som förbisågs i den nuvarande krisen. Ett annat inslag är uppgradera de tre tillsynskommittéer där alla europeiska tillsynsmyndigheter samarbetar till europeiska myndigheter med något större självständighet och övergripande befogenheter än tidigare. Allt detta ska förhoppningsvis bli överenskommet mellan finansministrarna i december i år, medan Sverige fortfarande är ordförande i EU.²

- *Kostnaderna för finansiella kriser är större än vad man tidigare trodde.* Den nuvarande krisen har visat att de finansiella marknaderna i världen är starkare sammankopplade än vad man tidigare haft anledning att anta. Vem trodde att en kollaps av en amerikansk investmentbank skulle få hela världens creditsystem att bryta ihop? En nationell finansiell kris kan snabbt sprida sig över hela världen om till exempel vissa tillgångars värde börjar ifrågasättas och man inte vet i vilka balansräkningar de tillgångarna är gömda. De svårigheter som penningpolitiken ställs inför när marknaderna slutar fungera normalt har också underskattats, trots tidigare erfarenheter från exempelvis Japan.

- *Penningpolitik och finansiell stabilitet har flera beröringspunkter.* Det torde stå klart efter det senaste årets dramatiska ekonomiska utveckling att bristande finansiell stabilitet som leder till en större finansiell kris allvarligt försämrar förutsättningarna för penningpolitiken. Strategiskt viktiga marknader måste fås att fungera för att undvika en total kollaps. Centralbanker har därför tvingats till olika en rad okonventionella åtgärder som dels syftar till att upprätthålla ett fungerande betalningssystem och som dels syftar till att förbättra finansiella marknadernas funktions sätt och därigenom bidra till att den expansiva penningpolitiken får önskvärd effekt. Samtidigt finns det en större medvetenhet om att en penningpolitik som inte på ett riktigt sätt beaktar finansiella faktorer kan leda till att allvarliga finansiella obalanser byggs upp. Den finansiella stabiliteten har visat sig utgöra en viktig restriktion för hur penningpolitiken kan tillämpas i krissituationer.³

² I talet "Mot en ny europeisk tillsynsstruktur", som jag nyligen höll vid SIFMA:s årsmöte i New York den 27 oktober, diskuteras detta utförligare.

³ Lars E.O. Svensson diskuterar detta utförligare i talet "Flexibel inflationsmålspolitik: vilka lärdomar kan dras av finanskrisen?" hållet den 21 september vid De Nederlandsche Bank, Amsterdam.

■ • *Penningpolitiska modeller måste bättre fånga finansiella marknadens funktion.* Den nuvarande penningpolitiska tankeramen, där penningpolitiken inriktas på att stabilisera såväl inflationen som den reala utvecklingen, fungerar fortfarande bra enligt min mening. Däremot behöver den penningpolitiska analysen i vissa avseenden utvecklas för att vi ska göra bättre prognoser inom denna tankeram. Framförallt måste de penningpolitiska modeller som används bättre avspegla kreditmarknadernas och tillgångsprisernas roll i ekonomin så att konsekvenserna av finansiella obalanser kan analyseras. Inte bara priset utan också tillgången på kredit har visat sig vara relevant. Därmed är det inte sagt att de nuvarande modellerna behöver skrotas. De tjänar oss väl under perioder då finansiella obalanser inte är ett stort problem och det pågår också ett intensivt arbete runt om i världen att utveckla dessa modeller så att de bättre fångar finansiella faktorer. Man kan inte heller kräva att modellerna ska fånga allvarliga finanskriser. För det krävs det sannolikt att speciella analysverktyg och modeller utvecklas.

• *Penningpolitikens roll måste utvecklas och klargöras.* Även om vi genom förbättrad tillsyn och reglering lyckas minska risken för att allvarliga finansiella obalanser byggs upp kan penningpolitiken ändå komma att ställas inför svåra avvägningsproblem. De finansiella marknaderna har en förunderlig förmåga att hela tiden utvecklas och finna vägar förbi regleringar. Vi kan därför inte räkna med att tillsyn och regleringar alltid lyckas med att förhindra uppkomsten av finansiella obalanser. Olika former av "bubblor", där tillgångspriser ökar på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart i förening med en snabb kredittillväxt, kommer vi säkert att få se även i framtiden. Centralbankerna måste i sådana fall ta ställning till om och i vilken utsträckning man i penningpolitiken ska ta hänsyn till detta.

Debatten om huruvida penningpolitiken ska försöka motverka en icke-hållbar utveckling av kredittillväxten och tillgångspriserna – en politik som på engelska ofta kallas "leaning against the wind" - har tagit fart i samband med den pågående krisen. De som är tveksamma till en sådan politik hävdar att den kan innebära en onödig stram penningpolitik med kostnader i form av ett lågt resursutnyttjande och en låg inflation samtidigt som penningpolitiken bedöms vara ett trubbigt instrument mot finansiella obalanser. Det skulle enligt denna bedömning krävas alltför stora och kostsamma räntehöjningar för att hindra uppkomsten av obalanserna. Obalanserna byggs ju ofta upp i tider av stor optimism och överdriven framtidstro och höjda räntor kan i sådana lägen ha begränsad effekt på utlåning och tillgångspriser.

Det är fullt möjligt – enligt min mening kanske till och med sannolikt - att denna bedömning är korrekt, men jag vill understryka att det härvidlag råder en betydande osäkerhet. Forskningen har än så länge inte så mycket att säga om penningpolitikens förmåga att motverka finansiella obalanser. Detta konstaterande innebär naturligtvis även ett argument mot en politik som starkt förespråkar en penningpolitik som aktivt inriktas mot att förhindra finansiella obalanser.

Min syn är dock att det i vissa situationer kan vara befogat att med en begränsad åtstramning av penningpolitiken försöka motverka finansiella obalanser. En åtstramning av penningpolitiken har rimligen en återhållande effekt på kredittillväxten och tillgångspriser. Även om penningpolitiken inte lyckas med att helt förhindra uppkomsten av finansiella obalanser kan den begränsa deras omfattning. De förväntade makroekonomiska konsekvenserna som följer då

■ obalanserna korrigeras bör då bli mindre allvarliga, speciellt om risken för en allvarlig finansiell kris minskas. Om dessa bevekelsegrunder för höjda räntor klart kommuniceras bör detta höja det allmänna medvetandet om riskerna med finansiella obalanser, vilket enligt min mening kan ha en stabiliserande effekt.

I detta exempel bidrar penningpolitiken till stabilare inflation och resursutnyttjande på lite längre sikt, vilket bör vägas mot de kortsiktiga kostnaderna med att föra en något stramare penningpolitik. Denna form av penningpolitik innebär sålunda inte ett avsteg från det kallas flexibel inflationsmålspolitik, det vill säga en penningpolitik som syftar till att stabilisera såväl inflation som den reala utvecklingen. Inte heller är det frågan om att upphöja huspriser eller någon annat tillgångspris till en målvariabel för penningpolitiken. Tvärtom är det en illustration av flexibel inflationsmålspolitik där finansiella obalansers destabiliserande effekt på inflation och resursutnyttjande vägs in i den penningpolitiska bedömningen.

Ovanstående resonemang är i hög grad av principiell natur och det krävs mer analys och bättre modeller innan något mer handfast kan sägas hur penningpolitiken ska utformas då det föreligger finansiella obalanser. Några reflexioner kring detta är jag dock beredd att göra.

Till att börja med finns det troligen många tillgångsbubblor som penningpolitiken inte direkt ska försöka motverka, speciellt inte sådana som inte är förenade med en stark kreditillväxt. Vidare kan svensk penningpolitik knappast förhindra börsbubblor eftersom de främst påverkas av internationella faktorer och i synnerhet den internationella börsutvecklingen. Om däremot kreditillväxten utvecklas på ett sätt som på sikt inte är hållbart samtidigt som bostadspriserna ökar snabbt är det enligt min mening rimligt att penningpolitiken beaktar detta även om inflationen på kort sikt kan bli låg.

Sådana överväganden präglade utformningen av penningpolitiken under åren 2005-2007. Utvecklingen av bostadspriser och utlåningen till hushåll innebar då att Riksbanken inte sänkte reporäntan lika mycket som skulle ha varit fallet om penningpolitiken bara hade vägleds av inflationsutsikterna de närmaste två åren. Det är naturligtvis svårt att avgöra vilken roll detta spelade för att motverka utvecklingen på bostadsmarknaden. Priserna steg onekligen snabbt i alla fall. Men kanske var det faktum att Riksbanken tydligt markerade att utvecklingen av hushållens skuldsättning och bostadspriserna inte var långsiktigt hållbara och att detta var något som penningpolitiken tog hänsyn till i sig viktiga för att bromsa utvecklingen. Det är i så fall precis vad man ska mena med "luta sig mot vinden".

Bostadsmarknaden idag

På senare tid har bostadspriserna åter börjat stiga, vilket på goda grunder väckt viss uppmärksamhet. Det är onekligen anmärkningsvärt att bostadspriserna stiger och ökningstakten i bankernas utlåning till hushållen åter börjat växa, samtidigt som BNP utvecklas väldigt svagt och arbetslösheten stiger. Men rimligen hänger detta samman med att det är billigt att låna eftersom räntorna är låga. Stigande börser och stadigt växande konsumentförtroende har säkert också betydelse.

Att hushållen lånar för att investera i bostäder är också en effekt som vi faktiskt hoppats att uppnå med en låg ränta. Det bidrar till att hålla efterfrågan och

■ sysselsättning uppe. Hushållens sparande har ändå stigit snabbt sedan 2007, från cirka 8 till omkring 13 procent av den disponibla inkomsten.

På kort sikt tror jag inte att utvecklingen på bostadsmarknaden är något problem. Visserligen har bostadspriserna i Sverige stigit ganska snabbt även i reala termer, men det finns goda förklaringar till det. En sådan är det låga bostadsbyggandet under senare år, en annan är inflyttningen till storstäderna. De ojämförligt största prisstegringarna finns ju just i Stockholm, Göteborg och framför allt Malmö. Och vi har inte, till följd av skattesystem och andra regler, den typ av marknad där hushållen köper bostäder som finansiella placeringar för att sedan hyra ut dem. Sådana marknader har lättare att utveckla obalanser och bli föremål för snabba och kraftiga prisjusteringar.

På lite längre sikt finns det emellertid anledning att vara vaksam. Den ökning i bostadspriserna och i hushållens skuld i förhållande till inkomst som vi sett under den senaste tioårsperioden är inte långsiktigt hållbar. Det finns alltså risk för att en obalans byggs upp av den typ som jag tidigare diskuterat.

I dagsläget kan vi med penningpolitiken inte göra mycket åt detta. Vi behöver en låg ränta under en längre period för att stimulera den tillväxt som behövs för att hjälpa Sverige ut ur krisen. Just nu är det inte tid att motverka obalanser genom att "luta sig mot vinden". Men blir utvecklingen oroande finns det andra medel att göra bolånen dyrare för hushållen och därmed minska efterfrågan på bostäder och dämpa prisutvecklingen. En sådan metod är att kräva större amorteringar på bolånen. Det ökar direkt hushållens månadskostnader och brukar därför vara ett effektivt sätt att dämpa efterfrågan. Ett annat sätt är att sänka belåningsgränsen för varje fastighet. Båda dessa möjligheter finns öppna för bankerna själva när de tycker att det finns anledning. Men det är också medel som Finansinspektionen kan föreskriva om man bedömer att utvecklingen håller på att bli besvärande. I sin nyligen publicerade riskrapport diskuterade Finansinspektionen dessa möjligheter. Vi på Riksbanken kommer att tala om när vi känner att en allvarlig obalans riskerar att byggas upp.

Beträffande bostadsmarknaden tror jag inte att den största risken har att göra med vare sig penningpolitiken eller den finansiella stabiliteten. Den största risken är att fler och fler hushåll glömmet att räntorna ganska snart kommer att vara upp i normala nivåer, vilket betyder räntekostnader på kanske tre till fyra gånger de man har idag om man har rörlig ränta. Och rörlig ränta har de flesta i Sverige. Ibland får vi höra från analytiker eller i pressen att Riksbanken inte tillräckligt tydligt talar om att räntorna så småningom kommer att stiga. Så låt mig för säkerhets skull än en gång säga det i klartext: När konjunkturuppgången tar fart – och återhämtningen har redan inletts – så kommer räntorna och därmed hushållens lånekostnader att stiga mycket snabbt. Tänk på det ni som lånar, och tänk på det ni som på bankerna hanterar utlåningen till hushållen.