



# ANFÖRANDE

DATUM: 2009-12-04  
TALARE: Vice riksbankschef Karolina Ekholm  
PLATS: Grand hotell den 4 december 2009

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

## ■ Några lärdomar av finanskrisen för penningpolitiken

En fråga som har diskuterats livligt det senaste året är i vilken utsträckning penningpolitiken har bidragit till den finansiella krisen som vi fortfarande inte riktigt har sett slutet på. En annan – delvis relaterad – fråga är i vilken utsträckning den politik som centralbankerna bedriver i framtiden bör försöka motverka att potentiella bubblor<sup>1</sup> byggs upp så att vi i förlängningen undviker att hamna i en ny dramatisk finanskris med stora realekonomiska konsekvenser. Det är dessa frågor som jag tänker fokusera på idag.

En slutsats som man kan dra mot bakgrund av den kraftigaste recessionen i världsekonomin sedan andra världskriget är att det är viktigt att på olika sätt försöka motverka att bubblor byggs upp som sedan riskerar att leda till stora realekonomiska problem när de brister. Hur detta ska göras, och vem som ska bära huvudansvaret för denna uppgift, är en svår fråga som det inte finns något exakt svar på i dagsläget. Ansvar för en balanserad ekonomisk utveckling faller inte odelat på centralbanker, utan ligger också på tillsynsmyndigheter och lagstiftare. Däremot har en centralbank som Riksbanken ett stort ansvar när det gäller att hantera konsekvenserna av en finanskris och kan därför också antas ha ett starkt intresse av att motverka uppkomsten av sådana kriser. Samtidigt har inte en centralbank så många instrument att laborera med för att påverka utvecklingen när det gäller kredittillväxt och tillgångspriser. Styrräntan är ett ganska trubbigt instrument i detta sammanhang. Det hindrar inte att finansiella indikatorer beaktas vid räntebesluten, vilket också har skett i Sverige vid ett antal tillfällen. Men det finns också skäl att överväga möjligheten att använda andra verktyg än styrräntan.

I detta tal kommer jag att börja med att beskriva de bakomliggande orsakerna till krisen. I detta sammanhang kommer jag att explicit diskutera frågan om i vilken utsträckning penningpolitiken i början av 2000-talet kan ha bidragit till utvecklingen. Här kommer jag att argumentera mot uppfattningen att penningpolitiken utgjorde en avgörande faktor bakom finanskrisen. Detta hindrar dock inte att jag

---

<sup>1</sup> Med en bubbla menas här en utveckling som, om den fortsätter, uppenbart inte är hållbar på sikt.

■ anser att det finns argument för att centralbanker ska agera mer aktivt när bubb-  
lor riskerar att byggas upp. Dessa argument ska jag försöka utveckla här idag.

## En finanskris med stora realekonomiska konsekvenser

Den finansiella krisen som eskalerade hösten 2008 i samband med konkursen i Lehman Brothers är den största sedan depressionen i slutet av 1920-talet och början av 1930-talet. Förtroendet på de finansiella marknaderna föll betydligt förra hösten och kreditspreadar – skillnaden mellan räntan på mer riskfyllda tillgångar och säkra – steg snabbt. Inledningsvis var det oklart hur stora konsekvenser den finansiella turbulensen skulle få för den realekonomiska utvecklingen, men det blev snart uppenbart att konsekvenserna var genomgripande. Kreditvillkoren stramades snabbt åt för företag och hushåll i både USA och euroområdet. Även i Sverige dämpades tillväxten i utlåningen. Hushållen och företagen gick från att vara relativt optimistiska om den framtida utvecklingen till att bli mycket pessimistiska. Den globala ekonomin gick in i en recession där efterfrågan föll snabbare än någon gång sedan andra världskriget.

Nu har den finansiella turbulensen till stora delar klingat av till följd av de åtgärder som centralbanker och regeringar vidtagit, även om läget på de finansiella marknaderna fortfarande inte kan betecknas som helt normalt. Den globala ekonomin har åter börjat växa. Även om IMF räknar med att bara hälften av alla bankers förluster har realiserats har marknadens förtroende återhämtat sig och kreditspreadarna har sjunkit markant.

Det finns dock fortfarande en osäkerhet om återhämtningen i världsekonomin och om hållbarheten i den förbättring som skett. Vår bedömning är att återhämtningen i Sverige blir långsammare än vid de flesta tidigare återhämtningar historiskt. Ett skäl till detta är att studier tyder på att recessioner i världsekonomin orsakade av problem i den finansiella sektorn följs av en svagare återhämtning än vid andra recessioner.

## Vad orsakade krisen?

Det har diskuterats mycket vad det var som orsakade krisen och olika bedömare lägger tonvikt på olika faktorer. De faktorer som för det mesta figurerar i dessa diskussioner är makroekonomiska obalanser, bostadspolitiken i USA, bristande regelverk och tillsyn och en alltför expansiv penningpolitik i framför allt USA. Jag ska här kort diskutera dessa förklaringar.

### *Makroekonomiska obalanser*

På det makroekonomiska planet kännetecknades den amerikanska ekonomin före krisen av ett mycket lågt sparande och en hög skuldsättning bland hushållen. Den amerikanska ekonomin som helhet förbrukade mer varor och tjänster än vad som producerades, vilket avspeglades i ett stort underskott i handeln med omvärlden. Det motsatta förhållandet rådde i ett antal asiatiska länder, där sparandet var högt och nettoexporten positiv. Man kan uttrycka det som att det fanns ett sparandeunderskott i USA och ett sparandeöverskott i vissa asiatiska och oljeproducerande länder. Stora delar av sparandeöverskottet i länder som Kina placerades i amerikanska räntebärande värdepapper och bidrog till låga långa räntor i USA. Obalanserna och de låga räntorna ledde till en ökad efterfrågan på finansiella till-

■ gångar med högre avkastning vilket bidrog till att trycka ned riskpremierna till ohållbart låga nivåer. Låga riskpremier och låga räntor bidrog i sin tur till en överhettning på den amerikanska bostadsmarknaden.

### *Expansiv bostadspolitik i USA*

En viktig förklaring till att krisen utlöstes är den korrigerings på bostadsmarknaden i USA som inleddes hösten 2005. Under lång tid hade bostadsmarknaden stimulerats av en expansiv bostadspolitik. Målet var att fler hushåll skulle äga sina hem. För att uppnå detta sattes det upp mål för hur stor del av bolåneinstitutens utlåning som skulle gå till medel- och låginkomsttagare. Dessa mål höjdes sedan undan för undan. Efterfrågan på att äga sitt boende steg och därmed också bostadspriserna och hushållens skuldsättning ökade. Dessutom hade allt fler hushåll fått tillgång till krediter till följd av avregleringar på de finansiella marknaderna.

Nya finansiella produkter skapades som möjliggjorde att bostadslån lades ihop, förpackades om och sedan såldes på de finansiella marknaderna. Tanken med dessa finansiella innovationer var att sprida riskerna på fler motparter. Tyvärr innebär de nya instrumenten också sämre möjligheter att bedöma var riskerna fanns.

När bubblan på bostadsmarknaden sprack och bostadspriserna började sjunka kom underliggande problem upp till ytan. Allt fler hushåll fick betalningsproblem, vilket ledde till problem på den amerikanska bolånemarknaden. Problemen spreds sedan snabbt till andra länder vars banker investerat i de nya finansiella produkterna. Dessa banker kunde inte uppskatta spridningsriskerna fullt ut eftersom riskerna i dessa produkter var svåra att värdera och även kreditvärderingsinstitutet underskattade dem. Osäkerheten om storleken på problemen medförde att bankerna stramade åt sin utlåning, vilket i sin tur försämrade förutsättningarna för konsumtion och investeringar.

### *Bristande tillsyn och regleringar*

När det gäller tillsynen över och regleringarna av de finansiella marknaderna har det helt klart funnits mer att önska på flera håll. Inte minst tycks tillsynen i USA ha brutit. Handeln med OTC-derivat<sup>2</sup> exploderade och många nya komplicerade finansiella instrument introducerades. Detta gjorde att bankernas motpartsrisiker blev större och mer svåröverskådliga. Inte heller tillsynsmyndigheterna insåg till fullo de spridningsriskerna som fanns i dessa nya instrument. De komplexa finansiella instrument som skapats i jakten på avkastning när räntorna var mycket låga utgjorde inget problem så länge som läget på de finansiella marknaderna var stabilt, men när turbulensen ökade visade det sig vara mycket svårt att förstå och värdera dessa nya instrument. Just osäkerheten om tillgångarnas värde gjorde att många institutioner fick problem när deras tillgångar sjönk i värde samtidigt som de fick finansieringsproblem. En del institutioner tvingades då att sälja av en del tillgångar vilket ytterligare pressade tillgångarnas värde och ledde till nya finansieringsproblem. Det fanns en uppfattning om att den omfattande handeln med finansiella instrument innebar att riskerna spreds och att systemet därmed blev mer stabilt. I själva verket tycks riskerna i slutändan ha hamnat i banksektorn. Det fi-

<sup>2</sup> OTC-instrument är bilaterala finansiella instrument som handlas utanför vanliga börser och marknadsplatser.

■ nansiella systemet var därmed i praktiken mer sårbart än vad de flesta – inklusive tillsynsmyndigheterna – trodde.<sup>3</sup>

### *Expansiv penningpolitik i USA*

Den expansiva penningpolitiken i USA under åren 2002-2004 har också framhållits som en möjlig bidragande orsak till överhettningen på den amerikanska bostadsmarknaden och den efterföljande finansiella turbulensen.<sup>4</sup> En del bedömare menar att mycket låga, korta räntor bidrog till överhettningen. Det ska dock understrykas att inflationen i USA var låg under perioden och det fanns farhågor om att den amerikanska ekonomin skulle hamna i en så kallad likviditetsfälla, vilket hade kunnat få mycket allvarliga konsekvenser för den realekonomiska utvecklingen. Här var det erfarenheterna från Japan under 1990- och 2000-talet som skrämde. Efter den finansiella krisen i Japan i början av 1990-talet föll priserna och hushållen sköt upp sin konsumtion då de väntade sig fortsatt fallande priser. Den japanska centralbanken sänkte styrräntan till noll och lät den ligga där, men fallande priser innebar att penningpolitiken i reala termer ändå var för stram. Problemet med likviditetsfällan bidrog till att tillväxten blev mycket låg under en lång period. Under de tre decennierna innan den finansiella krisen bröt ut i början av 1990-talet var den genomsnittliga BNP-tillväxten i Japan drygt 6 procent per år. Efter den finansiella krisen har den varit drygt 1 procent per år.<sup>5</sup>

Till följd av risken att hamna i en likviditetsfälla var det därför enligt den information som då fanns tillgänglig svårt för den amerikanska centralbanken att göra annat än att sänka styrräntan – Fed Funds Target rate – till 1 procent. Kanske hade husprisbubblan kunnat undvikas med en stramare penningpolitik i början av 2000-talet, men priset i termer av deflation och låg tillväxt hade kunnat bli orimligt högt. I det beslutsläge som då rådde framstår den valda politiken som välmotiverad.

### **Bör centralbanker försöka hindra uppkomsten av finansiella bubblor?**

Trots att centralbanker kanske inte kan lastas för uppkomsten av den senaste finansiella krisen tycker jag att det finns anledning – mot bakgrund av vad som hänt den senaste tiden och den forskning som gjorts de senaste åren – att fundera ytterligare på vilken roll de kan och bör ha när det gäller dessa frågor. Ofta försöker man skilja mellan renodlad penningpolitik, som bedrivs med styrräntan som främsta instrument, och åtgärder som i första hand syftar till att främja den finansiella stabiliteten. Den här krisen har dock visat att det ibland kan vara svårt att göra denna distinktion. Utan åtgärder för att minska turbulensen på de finansiella marknaderna hade den lågräntepolitik som bedrivits för att motverka recessionen knappast fått något större genomslag. Samtidigt kan distinktionen vara viktig att göra eftersom penningpolitiken är något som centralbanken ensam ansvarar för, medan att främja den finansiella stabiliteten är en uppgift som delas med andra myndigheter.

<sup>3</sup> Bean (2009).

<sup>4</sup> Bean (2009) och Taylor (2009). I BIS (2008) påpekas att låga styrräntor globalt kan ha bidragit till krisen. Även i ett antal andra länder har det funnits bubblor på bostadsmarknaden som brustit under de senaste åren.

<sup>5</sup> Se diagram 8 i presentationsmaterialet.

■ Det sker nu ett betydande arbete med att utarbeta bättre metoder för att främja den finansiella stabiliteten, såväl nationellt som internationellt. Ett internationellt exempel är inrättandet av "European Systemic Risk Board" (ESRB), där centralbankscheferna i de 27 EU-länderna kommer att ha en viktig roll. ESRB:s arbete ska fokusera på analys av den finansiella stabiliteten och de risker som finns i ett EU-perspektiv.

När det gäller den renodlade penningpolitiken är frågan om räntebesluten bör tas med hänsyn till tillgångspriser och kredittillväxt i syfte att hindra att bubblor uppstår. En räntepolitik som tar hänsyn till sådana faktorer kan beskrivas som "leaning against the wind". Vid tecken på uppbyggnad av en bubbla sätts räntan något högre än vad som skulle motiveras av inflationsutsikterna och resursutnyttjandet. Vilka är argumenten för och emot en sådan politik?

### *Argument emot*

Den gängse uppfattningen är nog att penningpolitiken inte bör användas för att hindra bubblor från att växa till sig på finansiella marknader. För att använda penningpolitik för att sticka hål på finansiella bubblor bör tre villkor vara uppfyllda: Bubblorna måste gå att identifiera, det måste finnas verktyg för att sticka hål på dem och att sticka hål på dem måste ge potentiella vinster.<sup>6</sup> En vanlig uppfattning har varit att inget av dessa villkor egentligen är uppfyllt. Det är mycket svårt att avgöra huruvida det finns en bubbla eller inte. Styrräntor är av allt att döma alltför trubbiga instrument för att finjustera tillgångspriser.<sup>7</sup> Dessutom kan en höjd ränta i syfte att sticka hål på en potentiell bostadsmarknadsbubbla skada ekonomin mer än om man låter bubblan brista av sig själv.<sup>8</sup>

Att "luta sig mot vinden" (lean against the wind) är alltså en politik som inte är utan problem. De samhällsekonomiska kostnaderna av att ta felaktiga beslut kan vara höga. Många av de bubblor som har korrigerats av sig själva har dessutom inte lett till stora realekonomiska problem.

Det är kanske överhuvudtaget inte penningpolitikens roll att styra utvecklingen på till exempel bostadsmarknaden. Det finns andra medel för att hindra excesser, till exempel skärpt reglering och tillsyn samt krav på ökad transparens i det finansiella systemet. Under senare tid har det föreslagits en rad åtgärder för en förändring i denna riktning och detta skulle kunna medföra lägre risk för uppkomsten av bubblor i framtiden. Man kan också argumentera för att det i första hand ligger på andra myndigheter – som tillsynsmyndigheter och finansdepartement – att vidta åtgärder för att förhindra uppkomsten av bubblor på bostadsmarknaden.

### *Argument för*

Men det är ändå så att spruckna bubblor kan få allvarliga konsekvenser för den realekonomiska utvecklingen och därmed också för penningpolitiken. Därmed ligger det också i centralbankens intresse att på olika sätt göra vad man kan för att undvika en situation där ekonomin hamnar i en djup svacka till följd av en sprucken bubbla. Kostnaderna för den senaste finansiella krisen har varit så pass höga att det är svårt att hävda att det inte skulle finnas potentiella vinster av att

<sup>6</sup> Kohn (2008).

<sup>7</sup> Mishkin (2007).

<sup>8</sup> Greenspan (2002) och Kohn (2006).

■ motverka att den finansiella bubblan uppstod. Jag nämnde i början av mitt tal att den senaste finansiella turbulensen är den största sedan depressionen och att nedgången i världsekonomin är den största sedan andra världskriget. Arbetslösheten har till exempel i USA på drygt två år stigit från omkring 4 procent till drygt 10 procent. Andelen av de amerikanska hushållen som har betalningsproblem är den största som någonsin noterats och miljoner hushåll har varit tvungna att – och sannolikt ytterligare ett antal miljoner hushåll kommer att nödgas – lämna över bostaden till långgivaren för försäljning på exekutiv auktion. I Sverige har arbetslösheten under samma period stigit betydligt mindre, men den ligger nu på drygt 8 procent, den högsta noteringen på drygt 10 år.

Ett ytterligare argument för centralbanker att förebygga excesser i tillgångspriser är risken för så kallad *moral hazard*. Det vill säga att risktagandet ökar om förväntningar finns att staten alltid kommer att stödja den finansiella sektorn när bubblor brustit, men förhåller sig passiv när de håller på att utvecklas. En penningpolitik som präglas av "leaning against the wind" kan minska denna tendens. Om centralbanken agerar mer symmetriskt (alltså inte bara sopar upp efter krisen utan också stramar åt när en bubbla uppstår) kan den uppmuntra till ett mer ansvarsfullt agerande hos investerare och därmed minska risken för att nya kriser uppstår.

### *Utrymme för mer aktiv politik*

Min uppfattning är att det i ljuset av hur hårt denna kris har drabbat ekonomin är motiverat att centralbanker agerar mer aktivt för att minska risken för att finansiella bubblor uppstår. Jag är dock tveksam till en politik där räntan används för att inte bara stabilisera inflation och resursutnyttjande, utan dessutom tillgångspriser. Det blir helt enkelt för många mål för ett enda instrument. Däremot menar jag att det kan vara viktigt att beakta indikationer på att en bubbla håller på att byggas upp vid de penningpolitiska besluten. Om dessa bevekelsegrunder för en stramare penningpolitik klart kommuniceras bör det höja det allmänna medvetandet om riskerna med finansiella obalanser.

Jag anser också att man bör se över möjligheten att utöka de instrument som centralbanker förfogar över så att andra åtgärder än att höja räntan kan vidtas när risken för uppkomsten av finansiella bubblor bedöms vara hög. Vad konsekvenserna av en sådan utökning skulle få för hur penningpolitiken bedrivs behöver dock analyseras mycket noga innan man tar ställning i frågan. Åtgärder som på olika sätt påverkar kreditgivning och räntespreddar inverkar på transmissionsmekanismen för själva räntepolitiken, vilket i förlängningen innebär att genomslaget av penningpolitiken på ekonomin åtminstone inledningsvis kan bli annorlunda.

### **Finns det pålitliga "bubbelindikatorer" och vilka alternativa medel än räntan står till buds?**

Låt mig ägna resten av tiden åt att diskutera dels frågan om det finns pålitliga indikatorer som kan varna för uppkomsten av finansiella bubblor, dels frågan om vad som skulle kunna vara lämpliga verktyg utöver räntan att använda om behovet finns. I anslutning till den förra frågan är det relevant att också fråga sig varför indikatorer på finansiella bubblor, om nu sådana finns, inte redan används och varför inte marknaden skulle vara bättre på att värdera riskerna än centralbanker.

■ Det finns studier som pekar på att det finns indikatorer som – mer eller mindre – kan fånga bubbler som inte marknaden av en eller annan anledning korrigerat. I en studie gjord av ECB<sup>9</sup> presenteras en modell som kan identifiera drygt 80 procent av fallen i OECD-länder där excesser senare lett till kostsamma korrigeringar nedåt i ekonomin. I IMF:s senaste "World Economic Outlook"<sup>10</sup> är slutsatsen mer försiktig. I denna studie hävdas att det i bästa fall varit möjligt att identifiera omkring hälften av excesserna (inklusive den senaste krisen) som sedan lett till betydande korrigeringar i utvecklade ekonomier. Båda studierna kommer fram till att (den globala) kredittillväxten är den enskilt bästa indikatorn på överhettning. Även en studie gjord av BIS (Bank for International Settlements) från 2004<sup>11</sup> kommer fram till att även om det är svårt att hitta relevanta bubbelindikatorer så är det inte omöjligt. I studien hävdas att det finns tecken på en asymmetri då vissa centralbanker har en tendens att stimulera ekonomin vid börsras, men inte stramar åt när börsbubblor byggs upp.

Slutsatserna i dessa studier är att centralbanker på olika sätt bör försöka ta hänsyn till exempelvis en alltför snabb kredittillväxt som riskerar att leda till en kraftig korrigering nedåt i ekonomin längre fram. Det betonas dock i många studier att ytterligare forskning behövs på området för att kunna dra några mer tydliga slutsatser för penningpolitiken framöver. Utvecklandet av denna typ av indikatorer står nu högt på agendan både nationellt och inom det internationella ekonomisk-politiska samarbetet.

Om man kan identifiera excesserna, varför kunde inte marknaden korrigeras dessa själv? Det kan handla om det som ekonomer kallar marknadsmisslyckande. Aktörerna på marknaden handlar på ett sätt som är rationellt ur varje enskild aktörs synpunkt, men sammantaget blir utfallet dåligt för alla. Så länge som investerare fortsätter att tjäna pengar kan efterfrågan på krediter fortsätta att växa även om tecknen på en bubbla är starka. Vid dessa tillfällen kan ingripande från myndigheter leda till ett bättre utfall inte bara för ekonomin i stort, utan även för de enskilda aktörerna på marknaden.

Tittar man på svensk penningpolitik det senaste decenniet så kan man faktiskt hävda att den har präglats av en viss "leaning against the wind". I de publicerade protokollen från de penningpolitiska mötena i Sverige 2003 och 2004 kan man utläsa att stigande bostadspriser, hög kredittillväxt och en ökad skuldbörda bland hushållen av flera direktionsledamöter förs fram som argument för att föra en mindre expansiv penningpolitik. Ännu tydligare är budskapet under perioden mars 2005 till och med september 2007, då Riksbanken tog hänsyn till bostadspriser och utlåningstillväxten i de penningpolitiska besluten. Besluten att ta hänsyn till bostadspriser och kredittillväxt togs dock inte på grund av att Riksbanken inkluderat tillgångspriser som en ytterligare målvariabel för penningpolitiken. Argumentet var istället att ekonomin skulle kunna hamna i en djup lågkonjunktur på sikt om utvecklingen ledde till uppkomsten av en bubbla som sedan skulle brista.

I sin utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005 uttryckte ekonomerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin farhågor om att Riksbanken tagit för stor hänsyn till bostadspriserna.<sup>12</sup> Men med en flexibel inflationsmålpolitik – såsom den bedrivs i Sverige – har penningpolitiken som mål att stabilisera både

<sup>9</sup> ECB (2009).

<sup>10</sup> IMF (2009).

<sup>11</sup> Borio och Lowe (2004).

<sup>12</sup> Giavazzi och Mishkin (2006).

inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet. Detta innebär att tillfälliga avvikelser från inflationsmålet kan vara motiverade om inflationsmålet uppnås på längre sikt. Det var också den bedömning som gjordes av Riksbanken.

Bostadspriserna i Sverige steg med 3 procent mellan det andra och tredje kvartalet i år efter en inbromsning under 2008 och den genomsnittliga prisökningen sedan 1996 har varit omkring 8 procent per år. Frågan är om detta är en långsiktigt hållbar utveckling. Det kan finnas risker med den även om uppgången inte är lika stor som i en del andra länder där korrigeringar nedåt skett den senaste tiden. Utvecklingen på bostadsmarknaden i Sverige skiljer sig också genom att nybyggnationen har varit avsevärt lägre än i en del andra länder. De svenska bostadspriserna fanns med i diskussionen på det senaste penningpolitiska mötet, där flera ledamöter betonade vikten av att fortsatt noga följa utvecklingen.

Mot bakgrund av detta kommer jag nu att gå över till frågan om vilka alternativa verktyg – utöver styrräntan – som kan finnas för Riksbanken. Ett problem som blivit tydligt den senaste tiden är att genomslaget för Riksbankens analyser av finansiell stabilitet med bland annat varningar för hur riskerna utvecklats i de Baltiska ekonomierna har varit begränsat. Problemet kan vara en följd av hur ansvarsfördelningen ser ut mellan myndigheterna. Idag har Riksbanken ett ansvar för det finansiella systemet på ett övergripande plan där fokus ligger på makroekonomiska aspekter. Finansinspektionen har ansvaret för stabiliteten i de enskilda instituten. Det är dock bara Finansinspektionen som har verktyg för att direkt påverka de finansiella institutens beteenden, till exempel möjligheten att ändra kapitalkrav och införa sanktioner om så behövs. Det finns nu en diskussion både i Sverige och i en del andra länder om denna rollfördelning är optimal i ett finansiellt stabilitetsperspektiv. Det kan lätt uppstå ett glapp mellan de slutsatser som en centralbank drar och de beslut som övervakningsmyndigheten tar. Utvecklingen det senaste året understryker vikten av att se helheten i systemet och de systemriskerna som kan finnas sett i ett makroekonomiskt perspektiv.

Det bör alltså finnas ett bättre system när det gäller sambandet mellan analysen i ett makroekonomiskt perspektiv och de åtgärder som vidtas för enskilda banker. Man kan därför ställa sig frågan om det inte finns andra bättre organisatoriska lösningar på hur den finansiella stabiliteten ska upprätthållas i Sverige. Exakt hur detta bör se ut är svårt att säga. Det kan finnas flera lösningar. Finansinspektionen kan få större resurser att bevaka systemriskerna i ett makroekonomiskt perspektiv. En annan lösning kan vara att Riksbankens befogenheter utökas till att kunna initiera ärenden hos Finansinspektionen. En tredje lösning kan vara att knyta Finansinspektionens och Riksbankens arbete närmare till varandra och utöka samarbetet. Oavsett vilken lösning som väljs tror jag att det leder till positiva effekter för Riksbankens möjligheter att vidta åtgärder om man ser risken att en bubbla håller på att utvecklas på de finansiella marknaderna.

Men det finns också ett verktyg som Riksbanken redan idag förfogar över som kan användas för att motverka excesser på exempelvis bostadsmarknaden, nämligen reporäntebanan. Genom att Riksbanken publicerar en prognos över styrräntans utveckling blir det lättare att tydligt kommunicera vad räntebilden förväntas vara på lite sikt. Det kan minska risken för att banker och hushåll förleds att tro att en låg styrränta till följd av en nedgång i ekonomin ska fortsätta att gälla flera år framöver.



## ■ Slutsatser

Min slutsats är alltså att det kan finnas en möjlighet för centralbanker att föra en politik som motverkar uppkomsten av bubblor i tillgångspriser i syfte att förhindra att dessa brister och skapar stora negativa effekter på den reala ekonomin. Detta bör dock inte ske mekaniskt och tillgångspriser bör inte vara målvariabler för penningpolitiken. Tillsammans med exempelvis kreditillväxt och skuldsättning kan de emellertid användas som indikatorer som kan lyftas fram vid räntebesluten, därför att en brusten bubbla innebär att resursutnyttjandet på längre sikt riskerar att bli för lågt och att inflationsmålet därför underskrids. Det krävs dock mer forskning på området för att förbättra analysen. Det är önskvärt att det utvecklas bättre indikatormodeller för att kunna upptäcka bubblor och att finansmarknadens funktion bättre införlivas i de modeller som rutinmässigt används i prognosarbetet. Den processen är redan igång både inom Riksbanken och i det internationella samarbetet. Det tycker jag är en positiv utveckling.

Jag anser också att man bör se över möjligheten att utöka de verktyg som Riksbanken har till sitt förfogande så att vi kan vidta andra åtgärder än att höja räntan när risken för uppkomsten av finansiella bubblor bedöms vara hög. Det kan här handla både om ansvarsfördelningen mellan myndigheter och om utökade befogenheter för Riksbanken. Det finns dock gränser för vad Riksbanken ensam kan göra för att förhindra att bubblor uppstår på de finansiella marknaderna. Svenska myndigheter kan bara i begränsad omfattning påverka marknadernas riskpremier. Även riskpremierna i svenska finansiella instrument bestäms till stor del av internationella faktorer. För att undvika att hamna i djupa kriser i framtiden behövs därför också mer internationell samverkan, en förbättrad tillsyn av de finansiella marknaderna, ett bättre regelverk och ökad transparens i det finansiella systemet.

## Referenser

Bean, Charles R. (2009), "The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction", Schumpeter Lecture, Annual Congress of the European Economic Association, Bank of England, augusti 2009, sid 1 och sid 16.

BIS (2008), Bank for International Settlements, Annual Report 2008, sid 138.

■ Borio C., Lowe P. (2004), "Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?", Bank for International Settlements, Working Paper No 157, sid 19.

ECB (2009), Alessi, L, Detken C., "Real Time Early Warning Indicators for Costly Asset Price Boom/Bust Cycles, a Role for Global Liquidity, European Central Bank Working Paper Series no 1039, March 2009, sid 6.

Giavazzi, F., Mishkin, F.(2006), "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005", Rapport från Riksdagen 2006/07 RFR1, sid 55.

Greenspan, A. (2002), "Economic Volatility", Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium 2002, sid 4.

IMF (2009), International Monetary Fund, World Economic Outlook, "Sustaining the Recovery" October 2009, sid 102.

Kohn, D. (2006), "Monetary Policy and Asset Prices", The Federal Reserve Board, tal den 16 mars 2006, sid 5.

Kohn, D. (2008), "Monetary Policy and Asset Prices Revisited", The Federal Reserve Board, tal den 19 november 2008, sid 2.

Mishkin, F. (2007), "Enterprise Risk Management and Mortgage Lending", The Federal Reserve Board, tal den 17 januari 2007, sid 3.

Taylor, J. (2009), Wall Street Journal, 15 oktober 2009.