



# ANFÖRANDE

DATUM: 2010-05-19  
TALARE: Vice Riksbankschef Lars Nyberg  
PLATS: Fondbolagens förening, Armémuseum, 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

## ■ Penningpolitik och huspriser

Min gissning är att vi som är här idag har minst två saker gemensamma. Den ena är att våra yrkesliv de senaste åren i stor utsträckning handlat om att hantera effekter av en global finanskris. Den andra är att vi vill slippa göra det igen. De flesta av er företrädar fondbranschen eller fondsparare på ett eller annat sätt. Och en inte alltför kvalificerad gissning är att de senaste åren varit turbulenta för många av er.

Att Riksbanken funnits mitt i getingboet under krisen är ganska naturligt. Våra huvuduppgifter är ju dels att värna den finansiella stabiliteten och dels att hålla inflationen låg och stabil samtidigt som vi bidrar till att stabilisera produktion och sysselsättning. För att hantera krisens effekter och klara våra huvuduppgifter på bästa sätt har det krävts en del kreativa och ovanliga lösningar.

Och det är inte helt över ännu. De finansiella marknaderna har den senaste tiden återigen skakats om. Nu handlar det framförallt om att Grekland men i viss mån även andra EU-länder som Spanien och Portugal, har problem med de offentliga finanserna. De svenska bankerna är inte direkt exponerade mot länderna i Sydeuropa i någon betydande utsträckning. Men det utesluter inte att de kan påverkas av spridningseffekter via de finansiella marknaderna. EU-länderna och Internationella valutafonden presenterade för snart två veckor sedan ett stödpaket på totalt 750 miljarder euro till EU-länder med allvarliga budgetproblem. Samtidigt beslutade Europeiska Centralbanken att stödköpa statsobligationer. Förhoppningsvis räcker detta för att skapa och behålla förtroende för att de mest drabbade länderna verkligen kommer att få sina statsfinanser på rätt köl igen. Det här är en utveckling vi kommer att följa mycket nog framöver.

Nu är det dock inte den senaste tidens oro på de finansiella marknaderna som jag ska tala om här idag. Det jag istället vill ägna den närmaste halvtimmen åt är en gammal debatt som tagit ny fart i samband med krisen; Ska centralbanker använda räntan för att försöka påverka tillgångspriser och kredittillväxt? Ska de försöka hindra eller lindra obalanser som börjar växa till sig eller vänta tills bubblan spruckit och det är dags att städa upp oredan efteråt? För många har krisen påverkat synen på penningpolitiken i det här avseendet.

### Tillgångspriser och "bubblor"

Frågor om hur penningpolitiken ska förhålla sig till tillgångspriser har varit uppe för diskussion i ganska många år, inte minst centralbanker emellan och bland

akademiker. Man kan inte heller påstå att det saknats åsikter – ofta diametralt olika sådana. Kärnproblemet i diskussionen är att huspriser och utlåning ibland utvecklas på ett sätt som inte förefaller vara långsiktigt hållbart – på ett sätt som för med sig risker som är mycket svåra att sätta siffror på eller att fånga överhuvudtaget i analyser och prognoser. Det är risker för händelser som ofta har låg sannolikhet för att de inträffar men som *om* de inträffar, kan få mycket allvarliga konsekvenser för ekonomin. Så vad är det som är så speciellt med tillgångspriser som stiger och varför uppstår det som ofta kallas "bubblor"?

### ***Stigande tillgångspriser behöver inte vara en bubbla...***

Priserna på många tillgångar som exempelvis hus eller aktier rör sig upp och ner i cykler. Och tillgångspriser kan stiga mycket utan att det för den sakens skull måste röra sig om en övervärdering eller finansiell bubbla. En bubbla bygger ju på bland annat spekulation och en starkt överoptimistisk bild av framtiden.

Om priserna på exempelvis fastigheter ökar mycket kan det naturligtvis vara motiverat utifrån grundläggande drivkrafter och realistiska framtidsutsikter. Kanske utvecklas faktorer som tillväxt, inkomster, bygg- och boendekostnader på ett gynnsamt sätt. Och bygger man till exempel inte nytt i takt med att efterfrågan ökar, ja då är det inte konstigt att priserna på befintliga hus stiger en del.

Även om priserna en kortare period skenar iväg brukar den grå verkligheten hinna ifatt innan en bubbla växt till sig. I så fall anpassar priserna sig utan större dramatik och effekterna på resten av ekonomin blir i regel inte stora. Men om en utveckling som drivs av orealistiska förväntningar på framtiden istället håller i sig kan det ställa till stora problem.

### ***...men drivs de upp av orealistiska förväntningar och utlåning...***

Förväntningar på framtiden, "stämningläget" och attityden till risk är mycket viktiga för priset på de flesta tillgångar. Av och till under historiens gång har investerare agerat som om priserna på en viss marknad ska stiga för evigt. Överdrivet optimistiska förväntningar om framtiden kan locka investeringar till en viss marknad, priserna stiger, vilket lockar till sig ännu mer investeringar i tron att utvecklingen ska fortsätta. Om inte spiralen bryts någorlunda tidigt är bubblan ett faktum. Har överdriven optimism och en hög benägenhet att ta risker under en längre tid drivit upp priserna är risken också stor att fallet från den upprissade prisnivån blir mycket kraftigt när stämningläget väl vänder. Och det påverkar sannolikt resten av ekonomin negativt.

Det är förmodligen så att vi måste vara som mest uppmärksamma på vad som egentligen är hållbart när saker och ting verkar gå mycket bra. Jag tänker på tider med hög tillväxt i ekonomin och hushållens inkomster, goda investeringsmöjligheter och låga kreditförluster i bankerna. Det har hänt mer än en gång att en normal konjunkturuppgång slår över i överoptimistiska förväntningar på den ekonomiska utvecklingen och att priset på risk blir orimligt lågt. I efterhand framstår det ofta som ganska uppenbart att en viss prisutveckling inte varit förankrad i verkligheten. Men under uppgångsfasen är det uppenbarligen lätt att bli fartblind och lämna det sunda förnuftet vid väggkanten. Många kanske rycks med av att andra agerar som om trenden med goda vinster ska hålla i sig – utgår ifrån att "så många" investerare knappast kan ha fel även om grundläggande drivkrafter

indikerar något annat. Det kan också upplevas som kostsamt för en investerare att gå emot strömmen och agera baserat på en syn som ingen annan verkar stöda. Att i ett sådant läge vara den som påpekar att utvecklingen inte är hållbar och förväntningarna orealistiska kan vara som att försöka stoppa ett framrusande tåg med bara händerna. Åtminstone om man saknar de rätta verktygen.

### *...kan konsekvenserna bli svåra när bubblan spricker.*

Alla bubblor som uppstår har inte lika allvarliga konsekvenser för resten av ekonomin. Så finns det någon gemensam nämnare i de fall då det gått riktigt illa? Ja, i de fallen är det ofta fråga om en lånefinansierad prisuppgång på fastighetsmarknaden som fått växa på ett ohållbart sätt under en längre tid. Och när en sådan bubbla spricker är det nästan alltid med en explosion snarare än en pyspunka som mer varligt släpper ut luften.

Jämför till exempel IT-bubblan i början av 2000-talet och dagens kris där en bubbla på den amerikanska bostadsmarknaden spelade en nyckelroll. Även om IT-bubblan resulterade i kraftiga börsfall och drabbade många investerare hårt, fick kraschen ändå inte så allvarliga realekonomiska konsekvenser. Det har däremot de senaste årens kris fått. Detsamma gäller om vi jämför med den svenska finanskrisen i början av 1990-talet. En avgörande skillnad mellan en bubbla på aktie- respektive fastighetsmarknaden är att den senare nästan alltid hängt samman med en ohållbar kredit tillväxt. När huspriserna stiger ökar värdet på de underliggande tillgångarna som då ger utrymme för att låna ännu mer med tillgången som säkerhet. Samtidigt ger ökad utlåning mer köpkraft, och det bidrar till att priserna stiger ännu mer. Det blir en självförstärkande spiral som kan bli mycket kraftfull – både i uppgångsfasen och i nedgångsfasen.

När den uppåtgående spiralen bryts vänder utvecklingen och spinner snabbt nedåt, förmodligen betydligt snabbare än på uppvägen. Priserna faller, stämningssläget blir alltmer negativt och långgivare och låntagare blir allt mer ovilliga att ta på sig risk. Bankernas kreditförluster ökar. Resultatet kan bli en lång period där hushåll och företag håller hårt i plånboken för att stärka upp och få balans i sin ekonomi. Konsumtion och investeringar utvecklas svagt och utlåningen stramas åt kraftigt. Svängningarna i huspriser och utlåning kan på så sätt förstärka svängningarna i produktion och sysselsättning.

Kort sagt, stigande fastighetspriser går oftast hand i hand med stigande utlåning. Det bidrar till att problem på fastighetsmarknaden oftast har större effekter på det finansiella systemet och ekonomin i stort än problem på exempelvis aktie- marknaden. Och därför finns det skäl att vara extra uppmärksam på just fastighetsmarknaden när man diskuterar penningpolitik och tillgångspriser. Det bör också tilläggas att det främst är kommersiella fastigheter och inte bostäder som oftast orsakar den här typen av problem.

### **"Lean or clean" – agera före snarare än bara efteråt?**

Säg att fastighetspriser och kreditvolymerna utvecklas på ett sätt som inte verkar hållbart. Hur bör en centralbank agera? Det här är en "gammal" debatt som krisen blåst nytt liv i. Och den handlar framförallt om hur centralbanken bör agera när tillgångspriser stiger. I sådana lägen är det ofta svårt att bedöma om utvecklingen är rimlig eller resultatet av överoptimistiska förväntningar och spekulation. Det är också svårt att skatta effekterna för realekonomin och inflationen. Dessut-

om är det svårt att bedöma när en eventuell bubbla kan spricka. När fastighetspriser *faller* kraftigt blir den realekonomiska utvecklingen ofta svagare och inflationen lägre. I ett sådant läge är det mer uppenbart hur centralbanken bör agera. Det är också uppenbart att centralbanken måste agera för att klara sina uppgifter. Så hur en centralbank bör agera i efterhand, då bubblan väl spruckit, har därför inte debatterats på samma sätt som frågan om agerandet dessförinnan.

### ***Att "luta sig mot vinden" – agera före, inte bara efter...***

Den här debatten har tidigare varit aningen "polariserad" mellan två ståndpunkter – att "luta sig mot vinden" respektive "städa upp efteråt". Den förstnämnda ståndpunkten innebär att centralbanken bör höja styrräntan om fastighetspriser och utlåning ökar oroväckande mycket, även om en räntehöjning inte är uppenbart motiverad utifrån prognoserna för realekonomin och inflationen. Man brukar säga att centralbanken bör "luta sig mot vinden", "lean against the wind".

Grundidén är att man genom att hålla styrräntan högre än man annars skulle ha gjort, bidrar till att uppgången i fastighetspriserna blir mindre och till att prisfallet som förr eller senare följer blir betydligt lindrigare. Med den mer balanserade utvecklingen i fastighetspriserna följer också en mer stabil utveckling i den reala ekonomin och inflationen. Tillväxten kan visserligen bli något lägre i uppgångsfasen. Men å andra sidan minskar risken för att fastighetspriserna senare faller dramatiskt, vilket skulle kunna bidra till kraftig lågkonjunktur. Principen liknar på sätt och vis en försäkring: Genom att acceptera en aningen svagare utveckling på kort sikt minskar man risken för en betydligt värre utveckling längre fram.

Men strategin att "luta sig mot vinden" är inte problemfri även om den kanske låter ganska enkel. Många ekonomer har kritiserat strategin. De främsta kritikererna ansåg åtminstone innan krisen att, även om det trots allt skulle röra sig om en obalans är den bästa strategin att centralbanken nöjer sig med att "städa upp efteråt" när bubblan väl briserat. Att "luta sig mot vinden" skulle enligt deras synsätt ofta inte ge en mer stabil utveckling utan snarare riskera att öka svängningarna. Det är främst tre argument mot att "luta sig mot vinden" som dessa kritiker fört fram.

### ***Svårt att identifiera en bubbla och att göra det i tid?***

Till att börja med måste det gå att identifiera obalansen eller potentiella bubblan om man så vill, och att göra det i ett tillräckligt tidigt skede. Kritikerna menar att detta är mycket svårt och använder ofta begreppet "spräcka bubblor" när de talar om penningpolitik och tillgångspriser. Att spräcka en bubbla för ju tankarna till betydligt mer dramatiska konsekvenser än uttrycket "luta sig mot vinden". Om den utveckling som man bedömer vara obalanserad faktiskt är motiverad av grundläggande drivkrafter skulle en högre ränta hämma tillväxten i onödan. Det kan också ställa till problem om man misslyckas med att identifiera obalansen tillräckligt tidigt och försöker åtgärda den för sent. Då finns risk för större svängningar i både tillgångspriser och konjunkturen, tvärtemot vad som var syftet.

Är det här berättigad kritik? Ja, det är svårt att identifiera en obalans i ett tidigt skede. Att sådant som överdriven optimism och hög riskbenägenhet kan driva fastighetspriser och utlåning ställer exempelvis till problem. Sådana faktorer är svåra att fånga i de modeller som används för att analysera ekonomin eftersom

■ dessa oftast bygger på att alla, åtminstone i genomsnitt, agerar rationellt. Dessutom är det svårt att fånga risken för att en bubbla spricker och konsekvenserna en sådan händelse får. Tanken med att "luta sig mot vinden" är att själva sannolikheten för att störningen inträffar kan reduceras genom den politik som centralbanken för idag. Det är svårt att bygga in i den formella analysen.

Förutsättningarna att identifiera en obalans är dock sannolikt bättre för fastighetsmarknaden som går hand i hand med kredittillväxten, än för andra tillgångsmarknader. Finanskrisen har också bidragit till att centralbanker och andra myndigheter nu jobbar ännu hårdare för att bättre fånga finansiella variabler i sina modeller och sin övriga analys. Att konstruera varningssystem som tidigt ger signaler om obalanser på exempelvis fastighetsmarknaden ingår också i det arbetet. Hur långt vi till slut når på den fronten är dock svårt att säga idag.

Men även om kritiken är berättigad – räcker den till som argument för att inte "luta sig mot vinden"? Vad centralbanken rimligen vinner och förlorar på att agera måste man ställa mot vad effekterna av att inte göra något förrän efter att en eventuell bubbla spruckit kan bli. Jag återkommer till detta om en liten stund.

### *För klent och trubbigt vapen?*

Ett andra argument mot att "luta sig mot vinden" handlar om hur effektiv räntan egentligen är i det här sammanhanget. För att "luta sig mot vinden" måste man kunna räkna med att få bukt med den obalanserade utvecklingen med *rimliga* höjningar av styrräntan. En hypotes är att stämningläget som ofta råder vid en boom på fastighetsmarknaden gör att det krävs betydande höjningar av styrräntan för att få effekt. Annars skulle det bli ungefär som att försöka fälla en elefant genom att skjuta på den med ett ärtrör. Kritikerna menar att en så kraftig åtstramning av penningpolitiken som skulle behövas kan få allvarliga negativa effekter på resten av ekonomin. Här tillkommer även problemet med att räntan är ett trubbigt vapen som påverkar hela ekonomin och inte kan riktas mot en enskild marknad. Skjuter du med hagelbössa på en mygga mitt i en svärm lär du även träffa de myggor som flyger i närheten även om du inte siktar på dem. Risken är även ur den här aspekten att centralbanken kan göra mer skada än nytta.

Jag tycker att det ligger en del i den här kritiken. Som jag nämnde tidigare kan det vara som att försöka stoppa ett skenande tåg med bara händerna att försöka dämpa en spiral av överoptimism och stigande priser. Jag brukar lyfta fram ett exempel från 90-talskrisen när jag pratar om det fenomenet; 1989 var kravet på direktavkastning på den kommersiella fastighetsmarknaden ungefär 4 procent. En riskfri femårig statsobligation gav uppåt 12 procent i ränta. Men marknaden föredrog att investera i en osäker fastighetstillgång framför en säker obligation som avkastade 8 procent mer! Det ska förstås till mycket för att bryta en sådan framtidstro.

Men exakt hur stora höjningar av räntan som krävs är rimligen något som varierar från situation till situation. Under vissa omständigheter kan det kanske till och med räcka med mycket begränsade höjningar. I teorins värld ser alla till att hålla sig välinformerade exempelvis om räntans mest sannolika utveckling framöver. Men det behöver inte betyda att det alltid fungerar så i verkligheten. Mindre räntehöjningar i kombination med lyckad kommunikation kan fungera som en tydlig signal om att centralbanken anser att en utveckling är ohållbar. Det kan bidra till att rätta till eller åtminstone dämpa irrationellt beteende.

■ Om en centralbank skulle bedöma att en utveckling av fastighetspriser och utlåning börjar bli oroande vore det enligt min mening också lite märkligt att sätta sig med armarna i kors och ge upp på förhand med motiveringen att styrräntan sannolikt skulle behöva höjas väldigt mycket. Räntan är troligen inte det mest effektiva vapnet i det här sammanhanget men det är mer kraft i det än ett ärtrör.

Däremot håller liknelsen med hagelbössan och myggan ganska väl. Räntan är inte ett precisionsvapen utan påverkar hela ekonomin. Därför kan strategin att "luta mot vinden" få vissa negativa effekter i delar av ekonomin som centralbanken inte önskar påverka. Om man vill komma åt en överdriven utveckling på fastighetsmarknaden kan det mycket väl finnas instrument med bättre precision än styrräntan. Jag återkommer till detta om en liten stund.

### *Inte "tillräckligt" allvarliga konsekvenser?*

Ett tredje motargument var åtminstone tidigare att de negativa effekterna av att en bubbla spricker inte behöver bli så dramatiska, utan går att hantera ganska enkelt exempelvis med en lättare penningpolitik. Men jag vill minnas att det argumentet framfördes främst då IT-bubblan var den färskaste krisen i minnet. Sedan dess har en global kris haft dramatiska effekter – allvarigare och mer omfattande än jag tror någon förutsåg. Och just det sistnämnda är en nyans i debatten som jag vill lyfta fram. Det är inte bara svårt att skatta sannolikheten för att en bubbla ska uppstå och när den kan spricka vilket jag beskrev alldeles nyss. Det är också mycket svårt att bedöma hur allvarliga konsekvenserna *efter* att en bubbla spricker kan bli. Inslag av "irrationellt beteende" som överoptimism och spekulation är inte bara svåra att fånga i modeller och annan analys i uppgångsfasen utan även i nedgångsfasen.

Den svenska 90-talskrisen är ett mycket bra exempel på en sådan självförstärkande, neråtgående spiral som fick oant allvarliga följder – med ett våldsamt ras i fastighetspriserna, stora kreditförluster som hotade det finansiella systemet och en djup lågkonjunktur. Även under den senaste krisen spelade förtroende och stämningssläge en mycket viktig roll för utvecklingen. Vi underskattade nog alla krafterna i de mekanismer som skulle visa sig starka nog att driva ned världsekonomin i den värsta lågkonjunktursedan 30-talet.

Detta har förstås satt avtryck även i debatten om penningpolitik och tillgångspriser. Flera förespråkare för strategin att "städa upp efteråt" verkar ha nyanserat sin uppfattning, framförallt genom att de potentiella vinsterna med att begränsa bubblor verkar vara större än de tidigare räknade med. Den kände amerikanske professorn Alan Blinder konstaterar också i en uppsats i år att det verkar som om även anhängarna av att "städa upp efteråt" börjar samlas kring uppfattningen att centralbanker åtminstone bör *göra någonting* när de misstänker att en lånedriven obalans håller på att växa till sig. Det handlar dock inte nödvändigtvis om att höja räntan, även om det numera tycks finnas större acceptans även för detta om det kompletteras av andra åtgärder. Min tolkning är att anhängarna av att "luta sig mot vinden" menar att det centrala är att *någonting* görs – och det behöver inte nödvändigtvis innebära att man höjer styrräntan. Så det verkar som vi närmar oss någon form av konsensus. Åtminstone såtillvida att de flesta nu tycks anse att det är farligare att inte göra något än att göra något.

Med tanke på de proportioner debatten kring penningpolitik och tillgångspriser tagit vore det lätt att tro att det finns en hel rad praktiska exempel på att "luta sig

■ mot vinden". Men så är det inte – vare sig när det gäller lyckade eller misslyckade sådana. Ett av de få exempel som brukar lyftas fram är politiken som Reserve Bank of Australia (RBA) förde 2002-2004. RBA anpassade styrräntan i syfte att dämpa husprisutvecklingen som hade ganska uppenbara spekulativa inslag. Faktum är alltså att den här typen av strategi är ett ganska oprövat kort. Och vi kan inte hänvisa till praktiska erfarenheter där centralbanker på ett systematiskt sätt och under en längre tid försökt att tillämpa principen att "luta sig mot vinden".

### **Andra och bättre vapen?**

De flesta är nog överens om att räntan inte kan göra hela jobbet om vi skulle vilja försöka bromsa en utveckling på fastighets- och kreditmarknaderna som skulle kunna gå överstyr. Så i korthet – om räntan inte är det enda och bästa vapnet, vad finns det annars att tillgå i arsenalen? Och vilken myndighet bör hålla i bössan?

Ett av de problem som krisen dragit fram i ljuset är att det fanns för lite fokus på övergripande risker som kan hota det finansiella systemet i sin helhet – systemrisk. På många håll i världen arbetar man nu med att införa ett ramverk som syftar till att förebygga sådana risker. Det kan bidra till att förebygga obalanser som skulle ha konsekvenser "bara" ur ett penningpolitiskt perspektiv, även om detta inte är det direkta syftet.

Ett sätt att förebygga en överdriven uppgång av till exempel huspriserna och utlåningen är att sänka den tillåtna belåningsgraden – hur mycket det går att låna i förhållande till marknadsvärdet på den underliggande säkerheten. Ett annat sätt kan vara att införa amorteringskrav. Finansinspektionen kom för två veckor sedan med ett förslag om ett rekommenderat tak för belåningsgraden på bostäder till 85 procent av fastighetens marknadsvärde.

### ***Ansvarsfördelning och andra problem***

Jag frågade tidigare vem som ska "hålla i bössan". Det är inte helt uppenbart vem som bör ha befogenheten att införa den här typen av åtgärder. Det kan finnas goda skäl att delegera denna till centralbanken, i varje fall då det gäller åtgärder som påverkar makroekonomin och inte är inriktade mot enskilda banker. Å andra sidan kan myndigheter som Finansinspektionen ha behov av att vidta samma typ av åtgärder för sitt uppdrag att skydda konsumenten. Deras förslag om tak för belåningsgraden är exempelvis grundat på just konsumenthänsyn. Frågan om ansvars- och rollfördelning kommer att diskuteras en hel del i Sverige och i övriga världen framöver. Och det är viktigt att finna en ordning som fungerar effektivt.

En del av kritiken mot strategin att "luta sig mot vinden" med räntan gäller också alternativa åtgärder. Om centralbanken eller någon annan myndighet vidtar sådana åtgärder måste man på samma sätt som när det gäller styrräntan, ha en god uppfattning om att dessa verkligen sätts in vid en lämplig tidpunkt. Annars finns risk att svängningarna i bankernas kreditgivning blir större istället för mindre.

## ■ Penningpolitik och huspriser

Kreditvolym och bostadspriser är *inte* mål för penningpolitiken. De är indikatorer som bör påverka penningpolitiken om de väntas påverka inflationen och resursutnyttjandet i ekonomin. Men min bedömning är också att det kan finnas tillfällen då indikatorer som huspriser och kredittillväxt innehåller information om den ekonomiska utvecklingen framöver *utöver* vad vi förmår att fånga i våra sifferstatistiska prognoser. Hade vi kunnat beräkna sannolikheten för att en bubbla ska växa till sig och spricka vid något framtida tillfälle och hur stora effekter det skulle få på ett bra sätt, ja då hade vi förstås redan stoppat in den beräkningen i våra modeller. Men nu har vi tyvärr inte kommit så långt, även om det pågår ett intensivt arbete, inte minst på Riksbanken, för att bättre kunna fånga finansiella variabler i analyser och prognoser. Att nå ända fram på den fronten lär dock bli svårt.

### *Praktiska problem och viktiga avvägningar*

Anta exempelvis att vi skulle hamna i en situation där det är stor risk att en lånedriven bubbla på fastighetsmarknaden kollapsar längre fram och att det då kommer att bidra till att BNP faller kraftigt. Hur ska vi då agera? Visste vi med säkerhet att detta skulle inträffa skulle förmodligen de flesta modeller som de ser ut i dag indikera att vi borde *sänka* räntan för att lindra effekterna på inflation, produktion och sysselsättning. Men om vi skulle sänka i ett sådant läge riskerar vi samtidigt att blåsa upp bubblan ännu mer innan den spricker. Det skulle i sin tur bidra till att fallet efteråt sker från en än mer övervärderad nivå och att konsekvenserna blir ännu allvarigare än om vi hade låtit bli att sänka räntan. Den här typen av mekanismer är inte lätta att bygga in i våra modeller eller ens den del av analysen som grundar sig på bedömningar.

Låt mig vända lite på tidsperspektivet och anta att en lånedriven bubbla på fastighetsmarknaden spruckit och orsakat svåra konsekvenser för resten av ekonomin. Det finns några frågor som jag vill kunna ge "rätt" svar på om jag i ett sådant läge står och ser tillbaka på den utveckling som ägde rum, säg ett år tidigare. Kommer vi då med säkerhet kunna säga att räntepolitiken inte bidrog till att utvecklingen blev obalanserad och skenade iväg? Kommer vi med säkerhet kunna säga att vi inte anade att utvecklingen var ohållbar och skulle kollapsa inom en rimlig tid? Och kommer vi med säkerhet kunna säga att det inte hade hjälpt att föra en aningen stramare penningpolitik än prognoserna motiverade? Jag tycker att det angeläget för varje centralbanks trovärdighet att kunna ge goda svar på de frågorna. Och för mig är det naturligt att även ta hänsyn till den typ av faktorer jag nu talat om – som är svåra att sätta siffror på – när jag bedömer vad som är den bäst avvägda penningpolitiken.

Andra instrument än just räntan är sannolikt mer effektiva när det gäller att förhindra att lånefinansierade husprisbubblor byggs upp. Men jag utesluter inte räntan som vapen i det här sammanhanget. Och jag tror inte att det är en litet ärtrör vi skjuter med om vi försöker dämpa en ohållbar utveckling. Inte om betingelserna är de rätta. En mindre räntehöjning i förening med ett tydligt budskap om att Riksbanken betraktar utvecklingen som oroande kan fungera väl – som en väckarklocka för de med överoptimistiska förväntningar. Räntehöjningen förstärker budskapet om att något inte står rätt till.

Att vara tydlig i kommunikationen och agera på ett förutsägbart sätt när det handlar om de här frågorna är helt klart en utmaning. Möjligheten att göra det



■ går i viss utsträckning hand i hand med att vår analys på området blir bättre – så att vi kan siffersätta mer av de risker vi talar om här. Men ska vår omvärld förstå varför vi fattar våra räntebeslut måste vi klart och tydligt kunna förklara hur vi bedömer olika risker. Det gäller även risker för att en bubbla uppstår och vilka konsekvenser det kan få givet att vi väljer en viss räntepolitik. Lyckas vi kommunicera detta är det också mer sannolikt att vårt agerande får de effekter vi önskar.

### *När bör centralbanken "luta sig mot vinden"?*

En bra checklista för en beslutsfattare i penningpolitiska frågor är enligt min mening vad Donald L. Kohn vid Federal Reserve flera gånger fört fram. Han anser att tre villkor bör vara uppfyllda innan centralbanker "lutar sig mot vinden". Och det handlar om just de tre argumenten som jag tidigare talade om; Det första villkoret är att det måste det gå att identifiera en bubbla tillräckligt tidigt och tillräckligt säkert. För det andra måste bedömningen vara att det finns en god chans att en aningen högre ränta verkligen bromsar den ohållbara utvecklingen. Slutligen måste man räkna med att vinna "tillräckligt mycket" på att förhindra en bubbla i förhållande till vad en stramare penningpolitik kan kosta på kortare sikt. Jag tror de flesta håller med om att det här är sunda villkor att utgå ifrån. Däremot kan åsikterna om när villkoren faktiskt är uppfyllda variera.

I Kohns första villkor ligger den kanske största svårigheten. Våra prognosmetoder och modeller utvecklas visserligen hela tiden och kommer att bli allt mer sofistikerade. Men jag räknar inte med att vi inom överskådlig framtid på förhand kommer att kunna vara helt säkra på att en utveckling som vi bedömer vara en bubbla som håller på att växa till sig, faktiskt är just en bubbla. Till stor del hör det ju också till sakens, eller rättare sagt bubblans, natur.

Så när det gäller att göra bedömningar av vad som riskerar att bli en bubbla tror jag att vi även framöver måste ta hjälp av erfarenhet kombinerad med en dos av den sorts slutledning man på engelska ofta med glimten i ögat kallar ett "duck test"; If it looks like a duck, swims like a duck, and quacks like a duck, then it probably is a duck. Nu handlar ju det här om något som är betydligt svårare än att identifiera en anka som en anka när man ser den framför sig. Men finns det tillräckligt starka indikationer på att en utveckling är ohållbar, så är sannolikheten hög att det också är på det viset. Och om detta väntas påverka inflationen och den realekonomiska utvecklingen anser jag att räntan kan komma ifråga om andra instrument inte finns eller räcker till – om inte för att hindra, så åtminstone för att lindra, en bubbla och dess konsekvenser.

### **Huspriserna idag och den närmaste tiden framöver**

Så vad innebär den här tankeramen för min syn på utvecklingen av huspriser och utlåning idag? För det första så har krisen inneburit att reporäntan sedan en längre tid är anpassad för att försöka mildra effekterna av finanskrisen på inflation, produktion och sysselsättning och ge stöd åt den ekonomiska återhämtningen. Räntan ligger ännu kvar på historiskt låga 0,25 procent men i sommar eller under tidig höst räknar Riksbankens direktion med att det är dags att lämna krisräntan och bedriva en penningpolitik som är avpassad för en "vanlig" lågkonjunktur.

De låga räntorna har förmodligen bidragit till att hushållen lånat och investerat mer i bostäder än de annars hade gjort. Men det var också delvis mening och ett sätt att hålla uppe den allmänna efterfrågan. Vi har helt enkelt fört, och för,

den politik vi anser krävs för att klara inflationsmålet och ge tillräckligt stöd åt produktion och sysselsättning.

### *De svenska bostadspriserna har utvecklats förvånansvärt starkt*

De svenska bostadspriserna har utvecklats förvånansvärt starkt under krisen, och även under åren dessförinnan. Småhuspriserna har stigit ganska snabbt både i nominella och i reala termer. Och det är inte konstigt att det kanske höjs ett och annat ögonbryn när bostadspriserna stiger och bankernas utlåning till hushållen ökar ganska kraftigt, samtidigt som arbetslösheten fortfarande är hög och tillväxten ännu inte börjat ta fart. Men i en internationell jämförelse ser det kanske inte lika anmärkningsvärt ut. Under åren före krisen ökade de reala huspriserna i många länder mer än i Sverige. Under delar av 2006 ökade exempelvis de reala huspriserna i Danmark med en årstakt på över 20 procentenheter, vilket vi inte var i närheten av här hemma. I de länder där de reala huspriserna tidigare ökade snabbare än i Sverige har man i de flesta fall haft ganska ordentliga prisfall i samband med krisen. I Danmark har de reala huspriserna fallit med omkring 20 procent sedan toppnoteringarna som man nådde under 2007.

Så är utvecklingen på svensk kredit- och bostadsmarknad något att oroa sig över? Enligt min bedömning – inte i det korta perspektivet. Men jag tror inte heller att den tillväxt vi under det senaste decenniet sett i hushållens upplåning och i bostadspriserna är långsiktigt hållbar. Att jag inte tror att utvecklingen är ett problem just nu beror på att det trots allt finns rimliga förklaringar till prisökningarna. Under den senaste tiden har troligen faktorer som att det än så länge är billigt att låna, och att framtidstron hos hushåll och företag enligt olika indikatorer börjar komma tillbaka bidragit till den trots allt starka utvecklingen.

Det har också byggts förhållandevis lite nya bostäder under senare år, åtminstone i förhållande till efterfrågan. Bostadsmarknaden är vad man skulle kunna kalla "regionalt segregerad" och inflyttningen till storstäderna har satt press uppåt på huspriserna där. Priserna har också ökat i särklass mest i Stockholm, Göteborg och Malmö. Sedan har vi inte samma inslag av spekulation på svensk bostadsmarknad som i exempelvis Australien och i viss mån, Storbritannien. Jag tänker främst på fenomenet att hushållen köper bostäder som finansiella placeringar för att sedan hyra ut dem, vilket kan bidra till att obalanser växer fram. Sådan verksamhet lönar sig inte på samma sätt i Sverige. Det finns flera orsaker till det, men de viktigaste är förmodligen skattesystemet och hyreslagstiftningen. Här köper vi generellt sett hus för att bo i snarare än som en finansiell tillgång.

Med detta sagt vill jag ändå höja ett varningens finger. Det är berättigat att fråga sig om den utveckling vi sett på senare år faktiskt är hållbar. Hushållens skulder i förhållande till inkomsten toppade på ungefär 120 procent i samband med 90-talskrisen. Idag är den kvoten uppe i nästan 170 procent! Även i början av 90-talet tydde många modeller och grundläggande drivkrafter bakom husprisutvecklingen på att det faktiskt inte var en allvarlig övervärdering på fastighetsmarknaden. Ändå föll priserna på många håll med uppåt 30 procent! En sådan utveckling skulle påverka realekonomin och därmed också förutsättningarna för penningpolitiken.

## ■ *Inte hållbart i det långa loppet*

Även om jag inte ser problem just nu tror jag inte heller att de nominella huspriserna kan fortsätta att öka med i genomsnitt en bra bit över 7 procent per år som de gjort sedan 2000-talets början. Det är inte långsiktigt hållbart. Och när vi nu kommer att överväga när det är lämpligt att börja höja räntan, då är huspriser och utlåning några av de variabler jag och mina kollegor kommer att granska med stor noggrannhet. Som jag påpekade exempelvis i samband med det penningpolitiska mötet i februari tror jag att det under den räntehöjningsfas som nu väntar, kan bli aktuellt att "luta sig mot vinden" – att markera viss oro genom att höja räntan något tidigare än vad som annars skulle ha gjorts. Men som jag också sa vid det tillfället så är penningpolitiken inte det effektivaste medlet om man vill bromsa upp utvecklingen i exempelvis huspriserna en aning. Jag efterlyste då åtgärder som att Finansinspektionen skulle sätta en gräns för belåningsgraden för nya huslån. Nu har ju ett sådant förslag kommit och vi ska noga följa effekterna av det.

Att luta sig mot vinden handlar som jag ser det precis som vanligt om att undvika kraftiga svängningar i inflationen och den reala ekonomin – det som ger den bäst avvägda penningpolitiken. Det handlar alltså om penningpolitiken, inte om finansiell stabilitet. Som framkom av en undersökning som Finansinspektionen gjorde tidigare i år tyder mycket på att de hushåll som lånar också är de som har råd att låna. Den slutsatsen har även Riksbanken hittills dragit i sina rapporter om den finansiella stabiliteten. Jag har därför svårt att tro att utvecklingen på bostads- och kreditmarknaderna i dagsläget skulle utgöra en fara för bankerna och därmed för den finansiella stabiliteten.

## **Avslutning**

I samband med en så dramatisk händelse som den senaste finansiella krisen dyker det i debatten ofta upp förslag på radikala förändringar. Men det är faktiskt inte en radikalt annorlunda penningpolitik jag ser framför mig. Jag är fortfarande övertygad om att den så kallade flexibla inflationsmålpolitiken är det bästa sättet för oss att bedriva penningpolitik. Räntan är inte det mest effektiva vapnet för att försöka hindra eller lindra en obalanserad utveckling på exempelvis fastighetsmarknaden, men det betyder inte att den är verkningslös.

Vi måste bli bättre på att analysera finansiella förhållanden och på att fånga inte minst variabler som huspriser och kredittillväxt i våra prognoser. Och det är något vi arbetar intensivt med, både på Riksbanken och på många andra håll runt om i världen. Vi måste bli bättre på att tydligt och klart förklara hur vi givet en viss räntepolitik bedömer risker för en bubbla och vilka konsekvenser en bubbla kan få om den spricker. Och vi behöver, och kommer sannolikt också att få, ett bättre stöd från det ramverk för den finansiella stabiliteten som vi och andra nu arbetar med att utveckla både internationellt och i Sverige. När vi genomfört det projektet kommer det att bidra till att penningpolitiken alltmer sällan kommer att behöva ta hänsyn till en ohållbar utveckling på hus- och kreditmarknaden överhuvudtaget. Men en helt "bubbelfri" värld tror jag inte vi kan åstadkomma.