

Hur bör penningpolitiken förhålla sig till bubblor i bostadspriser? En litteraturöversikt

PÅR HOLMBÄCK

har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm. Artikeln är en omarbetad version av hans examensuppsats om penningpolitikens förhållningssätt till bostadspriser (Holmbäck 2011). Han arbetar i Europaparlamentet där han är sakkunnig hos Gunnar Hökmark (m) i ekonomi- och finansmarknadsfrågor. Åsikterna i artikeln är dock hans egna. par.holmback@alumni.hhs.se

Utgångspunkten för de senaste decenniernas penningpolitik har varit att genom styrräntan försöka hålla inflationsförväntningarna på en låg nivå. I regel har det inneburit att bostadsprisförändringar och eventuella bubblor getts ringa betydelse. Efter finanskrisen har den utgångspunkten ifrågasatts och den här artikeln syftar till att gå igenom forskningsläget. Slutsatsen är att rådande inställning om att bostadspriser enbart ska beaktas i den mån de påverkar inflationsprognosen varit otillräcklig men att styrräntan samtidigt är fel verktyg för att hindra bostadsbubblor. I stället bör regleringar och skattelagstiftning utformas så att skuldsättningsbenägenheten och därmed risknivån successivt minskas, för svenskt vidkommande i första hand genom reformerade ränteavdrag.

Drygt fyra år har passerat sedan den nuvarande finanskrisen bröt ut. Vad som började som en finansiell kris med den amerikanska bolåne marknaden som epicentrum har övergått i en statsfinansiell och politisk kris, främst i Europa. Fokus har därmed flyttats från den ursprungliga frågeställningen om skenande bostadspriser till en diskussion om den vidare skuldkrisen men det finns all anledning att fortsatt debattera vilken roll bostadspriserna bör spela i den framtida utformningen av våra ekonomiska ramverk, inte minst inom penningpolitiken. Det kan därför vara värdefullt att med några års distans till krisens mest intensiva fas nu se över vad den ekonomiska litteraturen har att säga om bubblor i bostadspriser och penningpolitik. Vad innebar egentligen den ”benign neglect” som centralbanker typiskt sett visat bostadspriser och tillgångspriser mer generellt, dvs att medvetet inte ta särskilt stor hänsyn till dem? Vilka problem finns eventuellt med det resonemanget? Och vad är i så fall alternativet? Det är frågor som kommer att belysas nedan genom en bred genomgång av den akademiska litteraturen. Först presenteras det förhållningssätt som var rådande fram till den senaste finanskrisen. Därefter följer en översyn av de olika alternativ som i vid bemärkelse kan sammanfattas under begreppet *leaning-against-the-wind* (”luta sig mot vinden”), vilket innebär att centralbanken mer aktivt försöker motverka kraftiga svängningar i tillgångspriser även *ex ante*. Slutligen sammanställs också några av de makroprudentiella alternativ som på senare år dykt som en möjlig tredje väg i gränslandet mellan makroekonomisk övervakning och tillsynen av enskilda finansiella institut. Artikeln följer därmed en tematisk snarare än strikt kronologisk indelning med utgångspunkt i vilket ”paradigm” som varit det vägledande under den senaste tjuvårsperioden.

1. ”Jackson Hole Consensus”

Det rådande ramverket för de flesta industrialiserade länders centralbanker är någon form av explicit eller implicit flexibel inflationsmålspolitik, där utrymme ges för att också stödja ekonomins allmänna utveckling så länge inflationsförväntningarna ligger runt två procent på årsbasis. För att operationalisera inflationsbekämpningen använder sig centralbankerna av olika typer av prisindex vars utveckling utgör den huvudsakliga grunden för beslut kring räntenivåer, kassakrav och andra penningpolitiska styrmedel.

I detta ramverk, som växte fram under 1990-talet, fanns dock ingen särskild plats för bostadspriser och inte heller tillgångspriser mer generellt. En diskussion kring detta har dock förts sedan lång tid tillbaka, men som Borio och Lowe (2002) påpekat har det mest handlat om priserna på aktier och inte på bostäder, trots fastighetsmarknadens ofta centrala roll i olika finansiella kriser.¹ Ett av de tidiga inläggen om penningpolitik och tillgångspriser gjordes av Alchian och Klein (1973) som menade att de bör tas med i beräkningen av inflationen eftersom förändringar i dessa värden får en förmögenhetseffekt som i sin tur påverkar det framtida konsumtionsutrymmet. Goodhart (2001) framhöll för ett drygt decennium sedan att Alchian och Kleins ansats fortfarande är relevant men att det visat sig vara mycket svårt att implementera sådan hänsyn i praktiska modeller, inte minst vad gäller viktningen mellan konsument- och tillgångspriser. Han ansåg dock att fortsätta försök måste göras men då med fokus på fastighetspriser. Goodhart menar nämligen att slutsatsen från de empiriska studier som gjorts är att bostadspriser har ett starkare samband med produktion och inflation än vad aktie- och växelkurser kan uppvisa, varför det är angeläget att hitta en metodologi för att inkorporera dessa i de olika inflationsmåten.

Goodhart var inte ensam om uppfattningen att bostadspriser borde ha getts en större betydelse men den huvudsakliga inriktningen under 1990-talet blev en annan. Issing (2009) kallar denna inriktning ”Jackson Hole Consensus” (JHC) efter de årliga diskussionerna i Wyomingorten med samma namn och nämner f.d Fed-chefen Alan Greenspan och professorerna Alan Blinder, Ricardo Reis och Fredric Mishkin som dess främsta företrädare.² Kärnan i deras resonemang är att centralbanker bör avstå ifrån att försöka påverka tillgångspriser och inte agera för att spräcka eventuella bubblor. I stället ska de vara redo att ”moppa upp” efteråt genom att tillföra likviditet till det finansiella systemet för att på så vis undvika att ett fall i aktie- eller bostadspriser påverkar andra delar av ekonomin.

För att förstå resonemanget måste man dock gå djupare och en lämplig start är att se till vad Greenspan (2002) sade om det sena nittio-talet då IT-sektorn fick börser världen över att rusa. Han skriver att Fed började titta

¹ Se exempelvis Reinhart och Rogoff (2009) eller Kindleberger och Aliber (2005).

² Issing avser med JHC-termen främst tre publikationer: Greenspan (2002), Blinder och Reis (2005) samt Mishkin (2007). Issing är inte ensam om att anse deras uppfattning som den allmänt vedertagna ansatsen på det här området. Dillén and Sellin (2003) noterar som ett annat exempel att: ”Detta har varit den dominerande synen i centralbanksvärlden fram till dags dato” (s 134).

på vad som eventuellt kunde vara en bubbla, men kommer till slutsatsen:

Allteftersom utvecklingen fortskred kom vi, trots våra misstankar, fram till slutsatsen att det är mycket svårt att identifiera en bubbla innan den blivit uppenbar, dvs när dess kollaps bekräftat dess existens. Dessutom är det inte alls säkert att bubblor, även om de identifieras på ett tidigt stadium, kan hindras utan att centralbanken förorsakar en substantiell åtstramning i ekonomin – precis vad den försökte undvika. Långa perioder av uppgång föder en *rationell* vilja att ta risk vilket är svårt att förhindra med modesta korrigeringar av penningpolitiken. Faktum är att erfarenheten från de senaste femton åren är att penningpolitiska åtstramningar som deflaterar aktiekurser utan att strypa den ekonomiska aktiviteten ofta följts av *ökningar* i nivån på aktiekurserna. (s 4–5)

Förutom problemen att upptäcka bubblan som sådan menade Greenspan att detta även gällde bubblans omfattning: det finns inget sätt för penningpolitiken att med låg risk och till en låg kostnad begränsa dess storlek och därmed göra en eventuell följande kris mindre skadlig.

Blinder och Reis (2005), å sin sida, nämner fem punkter som implicit antagna om man tar sig för att försöka spräcka en tillgångsprisbubbla:

1. Bubblor – definierade som skillnader mellan faktiska och fundamentala priser – existerar;
2. När bubblor bildas och sedan brister kan de snedvrیدا resursallokeringen, påverka centralbankens målvariabler och hota den finansiella stabiliteten;
3. Centralbanker har ansvar för finansiell stabilitet;
4. Bubblor kan identifieras tidigt nog för att man ska kunna göra någonting åt dem – utan att försöka spräcka vad som i själva verket inte är någon bubbla;
5. Centralbanker har de nödvändiga instrumenten för att deflatera en bubbla utan att missa sina andra mål.

De accepterar de tre första punkterna men anser inte att nummer fyra eller fem håller:

Argumentet för att spräcka en bubbla innebär att centralbanken kan förutse dem – med en rimlig grad av precision – långt innan marknaden gör det. Sanningen är att detta är mycket svårt, för att inte säga omöjligt. Exempelvis var verkliga köpare beredda att betala verkliga pengar för ”löjligt övervärderade” NASDAQ-aktier vid toppen av den största (och därmed mest uppenbara?) bubblan i historien – och volymerna var höga. (s 66)

De citerar vidare Greenspans välkända uttalande från 1996 om att marknaden var ”irrationellt översvallande” (*irrationally exuberant*) när Dow Jones Industrial Average (DIJA) passerade 6 400 – en nivå som sedan dess aldrig återsetts. Vad Blinder och Reis menar är att Greenspan som sittande

Fed-chef skulle ha intervenerat 1996 för att kyla av utvecklingen om detta hade varit hans mandat, men med vetskap om att DIJA i dag ligger runt 13 000 skulle det ha varit ett felaktigt ingripande. Blinder och Reis motsätter sig också punkt fem ovan eftersom centralbanken enbart är utrustad med ”en smedsslägga (nivån på den korta räntan) och inte en skalpell som med kirurgisk precision skulle kunna sättas in specifikt och selektivt mot bubblan” (s 68). Magnituden på de räntehöjningar som skulle krävas för att spräcka en bubbla skulle vidare vara så stor att den skulle medföra omfattande skadeverkningar på ekonomin i övrigt.³ Greenspan (2008) pekar därutöver på den politiska svårigheten i detta givet det motstånd som skulle väckas om centralbanken medvetet förorsakade en recession för att förhindra ett problem som ingen med säkerhet kan säga annars skulle inträffa. Gällande styrräntans otillräcklighet pekar Greenspan (2010) också på vad han ser som en de-couplingtrend mellan långa och korta räntor på senare år. Han hävdar att korrelationen mellan den amerikanska styrräntan och den 30-åriga bolåneräntan minskat från 0,83 under perioden 1963–2002 till 0,17 under perioden 2002–05. Eftersom amerikanska bostäder typiskt sett finansieras med långa lån menar Greenspan att ”[...] styrräntan uppvisade litet, om ens något, inflytande på bostadspriser” (s 40).⁴

Tio år tidigare myntade Greenspan (1999) i en kongressutfrågning vad som skulle bli den vägledande frasen i de här sammanhangen gällande ekonomiska beslutsfattaress roll: ”[...] att dämpa fallet när det inträffar och, förhoppningsvis, stödja övergången till nästa uppgång” (s N/A). Vad Greenspan i praktiken avser med denna strategi är att förse marknaden med likviditet, såsom gjordes efter att IT-bubblan sprack 2000-01 när Fed sänkte räntan från 6,5 procent vid slutet av 2000 ned till 1,75 procent ett år senare. Avsikten var då att hindra fallet på börserna från att sprida sig till den övriga ekonomin. Blinder och Reis (2005) påpekar i detta sammanhang att trots det faktum att 8 000 miljarder dollar i värde försvann under kraschen blev den efterföljande recessionen jämförelsevis mild och utan bankkonkurser. De menar därför att denna strategi, också mot bakgrund av tidigare episoder, varit framgångsrik.

När Issing myntade JHC-begreppet pekade han inte primärt ut Ben Bernanke eller Mark Gertler men givet den betydelse deras insatser haft för att formalisera den ovan angivna ansatsen bör även deras arbete presenteras. Bernanke och Gertler (2000) tog fram en modell där de inkorporerar den linje som Fed följde under Alan Greenspan i det generella inflationsmålskonceptet. De utgick från den makroekonomiska modell som utvecklades i Bernanke m fl (1999) och simulerade olika bubbelscenarier med olika policy svar för att se vad som är det mest effektiva alternativet och kom till den generella slutsatsen:

³ Detta är ett argument som flera såväl empiriska som teoretiska studier slår fast, exempelvis Assenmacher-Wechse och Gerlach (2010).

⁴ För svenskt vidkommande är korrelationsargumentet sannolikt mindre starkt eftersom drygt hälften av bolånestocken är finansierad på rörlig basis och därmed mer känslig för styrränteförändringar.

I korthet gäller att den flexibla inflationsmålspolitiken tillhandahåller ett effektivt och enhetligt ramverk för att uppnå både generell makroekonomisk stabilitet och finansiell stabilitet. Mot bakgrund av ett starkt åtagande om att stabilisera inflationsförväntningarna är det varken nödvändigt eller önskvärt att penningpolitiken korrigeras med hänsyn till tillgångspriser, förutom i den mån de ger information om inflations- och deflationstendenser. (s 45–46)

Denna studie utgick från scenarier med breda ekonomiska nedgångar. Senare gjorde de en ny studie som utgick ifrån ett mer normalt ekonomiskt läge och även denna, Bernanke och Gertler (2001), kommer fram till samma slutsats: om penningpolitiken har till uppgift att stabilisera inflation och produktion bör en tillgångsprisbubbla mötas med en aggressiv inflationsbekämpning som enbart tar tillgångspriser i beaktande till den del de har en effekt på inflationsprognosen.

JHCs banérförare anser i stället att tillgångsprisbubblor bör mötas med andra medel som generellt sett ligger utanför penningpolitikens område. Bernanke (2002) exemplifierar med att det är finansiella övervakningsmyndigheter som bör kontrollera sådant som kapitalnivåer i bankerna, stresstesta balansräkningar och se till att redovisningen är transparent. Slutligen måste centralbanken också vara redo att skydda betalningssystemet i händelse av en allvarlig finansiell kris.⁵

2. Ifrågasatt ”konsensus”

Även om den huvudsakliga uppfattningen bland världens centralbankirer varit den som presenterats ovan har det aldrig rått fullständigt konsensus. Tvärtom har det funnits många som ifrågasatt den rådande doktrinen och i spåren av den djupa finanskrisen 2008-09 har även de som bekant sig till JHC medgivit brister. Ett exempel är Donald Kohn (2009), tidigare viceordförande i Feds Board of Governors, som också pekar på flera problem med Greenspans ”moppa upp”-strategi:

[...] att moppa upp efter denna tillgångsprisbubbla har visat sig mycket svårare pga dess större omfattning, bostadsmarknadens betydelse för ekonomin och det förvånande sätt på vilket obskyra och komplexa finansiella transaktioner har exponerat banker och andra finansiella institutioner för stora förluster. [...] Det kraftiga fallet kan vittna om större potentiell vinning i att agera mot överdriven optimism på tillgångsmarknaden än vad jag trott. (s 34)

⁵ I en senare studie, Bernanke (2010), vidmakthåller han denna uppfattning också mot bakgrund av de senaste årens kris. Han ser den markant ökade volymen av exotiska bolåneprodukter som den huvudsakliga förklaringen till USAs fastighetsbubbla. Han avvisar Taylors (2009) kritik om att Fed bedrev en för expansiv penningpolitik 2002-04 med att hänvisa till en studie av Shiller (2007) som visar att ökningen i bostadspriserna tilltar redan från 1998, dvs långt innan Fed sänkte räntorna till historiskt låga nivåer.

Det är just detta som har varit den huvudsakliga invändningen mot JHC: att låta bubblor blåsas upp och sedan brista medför stor skada för ekonomin och hotar den finansiella stabiliteten. Och, som bland andra Borio och Lowe (2002) tidigare påpekat, prisstabilitet har inte varit tillräckligt för att förhindra ackumulering av obalanser som sedermera lett till finansiell instabilitet.

Även om den senaste krisen gett denna debatt ny kraft har flera av de argument som nu framförs flera decennier på nacken. Alchian och Kleins (1973) resonemang om att ta med tillgångsprisförändringar när man mäter inflationen nämndes tidigare men redan tre år tidigare argumenterade Poole (1970) för att penningpolitiken skulle "luta sig mot vinden" (*lean against the wind*) ifall stora rörelser i tillgångspriser uppstod utan att fundamenta förändrats. Sett till alla de argument som kan sammanföras under denna *leaning*-ansats kan en skala urskiljas av hur omfattande interventioner olika ekonomer förespråkar. Bernanke (2002) skriver om två "läger" där det ena primärt vill se justeringar av styrrentan för att mildra en bubbla medan det andra lägret vill se direkta försök att aktivt spräcka bubblor.

Det mindre långtgående alternativet handlar i grund och botten om att centralbanken bör vara redo att höja räntan lite mer än vad en strikt inflationsmålpolitik inriktad på konsumentpriser skulle medge i de fall tillgångspriserna ökar på ett sätt som inte anses vara motiverat av fundamentala faktorer. Bäckström (2010) ger en god sammanfattning av det generella resonemanget:

Jag menar inte att en centralbank bör rikta in sig på tillgångspriser i sig. Aktiekurser och fastighetspriser kan stiga och falla av många skäl. Snarare handlar det om att en centralbank måste vara observant när kraftiga ökningar i tillgångspriser är tecken på att flera obalanser håller på att byggas upp, även om inflationen på varor och tjänster inte visar några tecken på att tillta. Sådana obalanser kan vara en kombination av en kraftigt kreditexpansion, snabbt ökande investeringar och en markant försämring av den privata sektorns finansiella sparande. Jag menar inte att det är särskilt enkelt att avgöra när en sådan situation föreligger. Min poäng är att penningpolitiken inte bör uteslutas i en situation som denna. Det finns många andra svåra bedömningar som centralbanker har att göra. Jag tänker här på variabler som ekonomins potentiella tillväxttakt, produktionsgap och NAIRU etc. Varför skulle det vara svårare att identifiera avvikelser på tillgångsmarknader, överdriven kredittillväxt och en snabb nedgång i den privata sektorns finansiella sparande än variabler som dessa? (s 21–22)⁶

Som observeras av Allen och Rogoff (2011) finns dock bara två exempel

⁶ Svårigheten att mäta variabler som NAIRU eller resursutnyttjandet åskådliggörs exempelvis av Wadhvani (2008) som citerar en studie av Orphanides (1998) vilken påvisade att den genomsnittliga realtidsuppskattningen av gapet i resursutnyttjandet mellan 1980 och 1992 var 3,99 procent. Efterkalkyler visade dock att den verkliga siffran var 1,64 procent vilket, enligt Wadhvani, skulle ha implicerat en skillnad för styrrentan om 100 punkter.

på när den här ansatsen använts i praktiken. Sveriges riksbank utgör ett av dessa och Lars Heikensten (2008, 2010) skriver själv om hur stigande bostadspriser hade en inverkan på flera räntebeslut under hans tid som riksbankschef 2003–05. Men även efter att Heikensten lämnat över till Stefan Ingves fortsatte Riksbanken under stundom på den vägen, såsom noteras i Ingves (2007).⁷

Från ett mer formaliserat perspektiv ses Cecchetti m fl (2000) som det samlande teoretiska fundamentet för *leaning*-ansatsen. De adresserar flera av de argument som JHC anför men når motsatta eller annorlunda slutsatser i flera avseenden. Generellt sett rör det sig om fyra centrala punkter:

1. En inflationsmålorienterad centralbank som strävar efter att minimera variationen i inflation och produktion kommer sannolikt att uppnå ett bättre resultat om den justerar sina räntesatser inte enbart efter inflationsprognosen och resursutnyttjandet utan också utifrån tillgångsprisutvecklingen;
2. Även om det är svårt att mäta ickefundamentala tillgångsprisförändringar är det ingen anledning att ignorera dem;
3. Bostadspriser bör ges en signifikant roll vid beräkningen av inflationen samt inkorporeras i inflationsprognosen;
4. Det finns bara svaga belägg för att förändringar i kassakrav eller andra former av i sammanhanget mer okonventionella instrument skulle vara framgångsrika i att minska volatiliteten i tillgångspriser.

Cecchetti m fl använder sig av Bernanke och Gertlers (2000) modell i vilken de gör ett antal modifieringar, såsom att lägga till en variabel för resursutnyttjandet och en för laggad räntenivå. De ändrar också allmänhetens benägenhet av att vara "backward-looking" liksom viljan att belåna sig. Slutsatsen från deras olika simuleringar är tvärtemot vad Bernanke och Gertler säger att det är svårt att hitta ett läge där centralbanken inte bör agera mot tillgångspriser som karaktäriseras av bubbeltendenser. Den överväldigande majoriteten av deras utfall ger ett tydligt stöd för att prisförändringarna bör mötas med justeringar av räntan.

Om det därmed finns anledning för centralbanken att intervensera följer med nödvändighet frågan *när* så bör ske, dvs hur avgörs vad som är en bubbla? Och *vilka* indikatorer bör användas för att göra den bedömningen? Antalet studier som ger raka svar på dessa frågor är få men några försök har gjorts.

En sådan är IMF (2009) vilken bygger på en modell presenterad i Bordo och Jeanne (2002) där ett tillgångsprisfall, dvs en sprucken bubbla, definieras som perioder då det rullande medelvärdet under fyra kvartal faller mer än olika tröskelnivåer (fem procent för bostäder och 20 procent för aktier). Baserat på data för 21 länder från 1970 till 2008 finner de 47 husprisfall och 98 aktiekursfall över tröskelvärdena. Då bostadsprisfallen har större nega-

⁷ Allen och Rogoffs (2011) andra exempel är Reserve Bank of Australias användning av räntan 2002–04.

tiv inverkan på BNP väljer IMF att fokusera på bostadspriser. Ser man till prisfallen från 1985 och framåt kan tre generella trender spåras vid upprinnelsen till de kraftiga prisfallen: onormalt hög skuldtillväxt relativt BNP, signifikant försämring i bytesbalansen och onormalt hög investeringsaktivitet. IMF använder sedan en modell av Kaminsky m fl (1998) för att testa respektive variablers prediktionsförmåga men inte ens den tydligaste variabeln, kreditgivning i relation till BNP, lyckas förutspå mer än varannan kris när den testas på verkliga data, vilket föranleder IMF att konkludera att det är mycket svårt att upptäcka bubblor.

En något tidigare studie är Borio och Lowe (2002) som använde sig av Kaminsky och Reinharts (1999) modell för en liknande övning men där de företar sig att testa om förekomsten av en boom i tillgångspriser, kreditgivning eller investeringar kan tjäna som larmklocka för finansiell instabilitet. De definierar en boom som perioder då variabeln överstiger sin historiska trend och även om de understryker att resultaten är osäkra kommer de fram till att perioder då kreditvolymstillväxten ligger fyra-fem procent över normalt och tillgångspriserna 40–50 procent över trenden ”vanligen är mer utsatta för problem i det finansiella systemet” (s 17), varför de menar att det i alla fall är möjligt att identifiera en ”serie förutsättningar som sannolikt föranleder signifikanta spänningar i det finansiella systemet” (s 26).

Det finns således idéer kring hur en bubbla skulle kunna upptäckas. Men det är självfallet inte tillräckligt för att ge ett fullödigt alternativ utan insikten måste också kunna operationaliseras i praktiskt agerande. Litteraturen ger här exempel på några olika förslag. Cecchetti m fl (2000) nämner exempelvis en utökad taylorregel eller ett justerat inflationsmått, där det förstnämnda bygger på Taylors välkända regel till vilken en tillgångspriskomponent skulle adderas (utöver jämviktsräntan, inflationens avvikelse från målet och resursutnyttjandet). En viktig empirisk uppgift kvarstår likväl i att skatta betavärdena för de respektive variablerna, inte minst för tillgångspriskomponenten, vilket Cecchetti m fl dock inte ger sig in på. Avseende ett justerat inflationsmått tar de sin utgångspunkt i Alchian och Kleins (1973) förmögenhetseffektresonemang och dess påverkan på framtida konsumtion men avvisar det av samma praktiska anledning som Goodhart (2001). De undersöker i stället olika sätt att inkludera tillgångspriser i mätningen av nuvarande inflation och drar slutsatsen att det i så fall bara kan vara aktuellt för bostadspriser eftersom aktiekurser är alltför volatila.

Bean (2003) anlägger en lite annorlunda ansats på samma tema när han menar att flexibel inflationsmålspolitik snarare bör ses som en objektiv funktion för centralbanken och inte som en specifik reaktionsformel. Snabbt fallande tillgångspriser kommer att ha en effekt på den makroekonomiska stabiliteten och därmed är de ett problem för centralbanken, enligt hans resonemang. Tillgångspriserna bör därför införas som en variabel i inflationsprognosen vilket medför att centralbankens uppgift, i korta ordalag, blir att hitta de värden på koefficienterna som minimerar dess förlust-

funktion, dvs inflationens och produktionens avvikelse från sina respektive målvärden. Goodhart m fl (2010) summerar:

[...] vi anser att centralbanker som opererar inom en inflationsmålsregim bör ta hänsyn till bostadspriser genom att inkludera dem i det målsatta prisindexet. Det skulle möjliggöra för dem att enklare kunna hantera trade-offen mellan pris- och finansiell stabilitet utan att äventyra sin trovärdighet. (s 228)

Om ovanstående kan sägas falla inom ramen för *leaning*-ansatsen finns några få exempel som spänner bågen ytterligare något. Roubini (2006) är ett sådant även om hans slutsatser inte alls är så långtgående som titeln på hans studie ("Why Central Bankers Should Burst Bubbles"). Han argumenterar konsekvent för intervention via styrräntan, men modererar ändå sin slutsats med att slå fast att han inte förfäktar någon "aggressiv" penningpolitisk ansats visavi tillgångsbubblor. I stället medger han att de osäkerhetsmoment som omger bubblor medför att "penningpolitiken bör agera på ett försiktigt och moderat vis" (s 105) och att vissa av de argument som Fed historiskt sett har anfört är legitima.

Ett något skarpare exempel, även om termen "spräcka bubblan" inte förekommer explicit, gavs i den svenska debatten av Anders Åslund (2010) när han kritiserade Riksbanken för att den inte agerade mot de då hett debatterade svenska bostadspriserna:

I stället för att låta denna bubbla växa ännu större bör Riksbanken å det snaraste höja räntan med rimligt snabba steg upp mot 5 procent, medan investeringsbanken JP Morgan nu förutspår att Sverige kommer att ha en styrränta om 2,75 procent i slutet av nästa år. Det är alldeles för lite och kommer att göra fastighetskraschen än värre. (s N/A)

Att å det snaraste höja räntan från då rådande nivå om 1,25 procent upp till fem får nog anses vara ett mer eller mindre direkt sätt att försöka spräcka den bubbla Åslund – och många andra – var rädda för. Men förutom detta exempel är det svårt att i litteraturen hitta andra så direkta "bubbelspräckningsförespråkare", Bernankes (2002) uttalade klassificering till trots.

Avslutningsvis i denna del kan det konstateras att det finns en stor spridning bland de som motsätter sig JHC vad gäller alternativets exakta formulering. Gemensam är dock avvisningen av Greenspans "moppa upp"-strategi som framför allt mot bakgrund av den senaste krisen anses vara alltför kostsam samt medföra betydande *moral hazard*-problematik.

3. Makroprudentiella alternativ – en tredje väg?

Vid sidan av de synsätt som JHC respektive *leaning*-ansatsen stått för när det gäller centralbankens förhållningssätt till tillgångspriser och eventuella bubblor har det på senare år framkommit en rad mer eller mindre nya idéer kring hur andra instrument än traditionell penningpolitik skulle kunna

användas. Dessa kan sammanfattas i begreppet ”makroprudentiella alternativ”. Makroprudentiell är ett tämligen nytt och vitt begrepp som ännu inte fått en klar definition men som Bäckström (2010) noterar handlar det mycket om samspelet mellan övervakning av enskilda finansiella institut och upprätthållandet av makroekonomisk stabilitet. Fler och fler ekonomer menar att detta skulle kunna vara ett sätt att hantera snabbt stigande bostadspriser, utan att drabbas av de problem som den traditionella penningpolitiken kan föra med sig.

Andersson m fl (2011) gör en bred klassificering av de olika instrument som presenterats i debatten. För det första bör en åtskillnad göras mellan statiska och dynamiska instrument, dvs huruvida de ändras över tid eller ej. För det andra ifall de baseras på en regel eller diskretionära beslut. För det tredje huruvida de är kvantitativa instrument som sätter specifika gränser eller ifall de enbart syftar till att vara prisstyrande och för det fjärde skiljs det mellan åtgärder som är adresserade mot de finansiella instituten respektive enskilda bostadsinvesterare.

Gällande instrument som i första hand riktar in sig på finansiella institut berör Allen och Rogoff (2011) liksom IMF (2009) dynamiska kapitaltäckningskrav som ett sätt. I de nya förslag till regler som presenterats av Baselkommittén finns en kontracyklisk komponent som syftar till att öka utlåningen i dåliga tider och minska den i goda, vilken skulle kunna användas även för att påverka utvecklingen på bostadsmarknaden (givet att en mycket stor del av alla bostäder lånefinansieras). En sådan metod skulle dock givetvis påverka också andra delar av ekonomin och ett alternativ skulle i så fall kunna vara att över tid justera riskvikterna för bostadslån för att på så vis få en mer specifik effekt på just bostadspriserna. Andersson m fl (2011) tar upp ett snarlikt alternativ i form av centralbankens rätt att införa kassakrav. Användningen liksom utformningen av kassakrav skiljer sig mellan olika länder men generellt sett kan centralbanken tvinga bankerna att, utöver kapitaltäckningskraven, hålla kapital i relation till vissa delar av balansräkningen, exempelvis bolån. Det vore också ett mer finkalibrerat sätt att komma åt bostadspriserna utan att justera de generella kapitaltäckningsnivåerna.

Vad beträffar instrument som snarare vänder sig mot de enskilda bolånetagarna återfinns i litteraturen ytterligare exempel. Andersson m fl (2011) diskuterar införandet av bolånetak, antingen såsom skett i Sverige genom Finansinspektionens 85-procentsregel eller genom att sätta en kvantitativ gräns på en bostadsinvesterares totala belåning (för att undvika att kontantinsatsen täcks med blacolån eller dylikt). Ett annat sätt som de tar upp är att sätta lånebegränsningen i relation till inkomsten med argumentet att inkomsten i regel är mer stabil och därmed bättre återspeglar investerarens återbetalningsförmåga. Å andra sidan konstaterar Andersson m fl att en viktig fråga då blir hur inkomsten definieras (huruvida enbart permanenta eller också tillfälliga inkomster ska tas med). Amorteringskrav utgör ett tredje alternativ på investerarsidan för att säkerställa en successiv förbättring av nettoförmögenheten.

Utöver dessa instrument kan det även finnas anledning att se över skat-
telagstiftningen och hur den påverkar bostadsinvesteringarnas beteende. Såväl
Allen och Rogoff (2011) som Svensson (2010) pekar på möjligheten att öka
fastighetsskatten och/eller tillämpa en stämpelskatt vid försäljning. I de
länder som tillämpar ränteavdrag skulle även dessa kunna reduceras för att
minska investeringarnas benägenhet att belåna sig.

Slutligen på temat makroprudentiella alternativ utgör också ansvarsför-
delningen en viktig fråga: vem ska sätta dessa regler och fatta beslut kring
påverkan av bostadsprisernas utveckling? Blanchard m fl (2010) liksom
Goodhart (2009) menar att det vore problematiskt att ge centralbanken
mandat att vid sidan av generell prisstabilitet också verka för stabila till-
gångspriser, då det blir svårare att utvärdera dess arbete ju fler variabler som
involveras i ekvationen. Givet att centralbanken i många fall är den mest
inflytelserika teknokratiska maktutövaren är den demokratiska kontrollen
central och de frågar sig hur en utvärdering av en centralbank som hållit
inflationen i schack men som missat en bostadsbubbla skulle utföras? Vre-
din m fl (2012) menar å andra sidan att den täta sammankopplingen mellan
penningpolitiken och den vidare frågan om finansiell stabilitet talar för att
ansvaret bör förläggas inom centralbanken men med bas i två separata kom-
mittéer.

4. Avslutande kommentar

Huruvida det var penningpolitiken som skapade den amerikanska bolåne-
bubblan är alltjämt en öppen fråga, men givet att bostadspriserna började
avvika från trenden redan runt 1998, dvs fyra år innan Fed sänkte räntorna
till historiskt låga nivåer, finns god anledning att ta sig an problematiken
utifrån en bredare utgångspunkt. Icke desto mindre påvisar genomgången
ovan en rad problem med JHC-ansatsen, inte minst i termer av *moral hazard*
bland finansmarknadens parter. Och även om vi ännu inte har tillräcklig
kunskap om hur bubblor kan förhindras visar den senaste krisen med dess
stora samhällsekonomiska kostnad att Greenspans strategi om att ”moppa
upp” ter sig väl svårsmält.

Vad som skulle vara alternativet är dock inte självklart; även om det finns
många idéer kring hur kraftigt stigande bostadspriser kan motverkas saknas
som IMF fastslår svar på många av de avgörande detaljfrågorna såsom vilka
variabler och nivåer som i så fall ska tas som utgångspunkt. Litteraturen ger
dock vid handen att det traditionella vapnet i form av direkt användning av
styrrentan är för trubbigt. Flera vill se en justering av inflationsmålet men
innan det kan bli aktuellt behöver ett svar på frågan om bostadsprisernas
viktning redovisas. Men trots att frågan debatterats i nära 40 år finns ännu
ingen etablerad syn på hur så bör ske. Mot bakgrund av den gamla diskus-
sionen om behovet av en regelstyrd penningpolitik, som exempelvis Vredin
m fl (2012) förtjänstfullt redogör för, är det dock sannolikt bättre att gå via
inflationsmålet i de fall styrrentan trots allt ska användas eftersom det då

blir en mer transparent och förutsägbar tillämpning jämfört med en mer ad hoc-baserad ansats, såsom skulle vara fallet med strikt diskretionära rän-tebeslut eller ändrade kassakrav och riskviktsjusteringar. Men ytterligare kunskap om viktningen är som sagt en förutsättning för en sådan ansats.

Mot bakgrund av det bristande kunskapsläget om *leaning*-ansatsen och givet att det ofta varit belåningen av bostäder som orsakat de stora problemen kan en möjlig väg framåt i stället vara att reducera risknivån mer generellt genom att strukturellt söka minska hushållens belåning. Då ligger makroprudentiella åtgärder såsom amorteringskrav, bolånetak och, där så är aktuellt, slopad eller minskad avdragsrätt för ränteutgifter nära till hands. För svenskt vidkommande, där bolånetak och vissa amorteringskrav redan införts, bör den fortsatta diskussionen därför fokusera på ränteavdragens utformning, trots alla politiska hinder som den vägen sannolikt är belagd med.

Alchian, A och B Klein, (1973), "On a Correct Measure of Inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 5, s 173-191.

Allen, F och K Rogoff (2011), "Tillgångspriser, finansiell stabilitet och penningpolitik", i Sveriges riksbank, *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, Sveriges riksbank, Stockholm.

Andersson, T, C Clausen, B Lagerwall och P Torstensson (2011), "Verktyg och institutioner för att påverka bostadspriser och hushållens skuldsättning", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, Sveriges riksbank, Stockholm.

Assenmacher-Wesche, K och S Gerlach (2010), "Credit and Bubbles", *Economic Policy*, vol 25, s 437-482.

Bean, C (2003), "Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?", BIS Working Paper 140, Basel.

Bernanke, B (2002), "Asset-Price 'Bubbles' and Monetary Policy", anförande vid New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, 15 oktober 2002.

Bernanke, B (2010), "Monetary Policy and the Housing Bubble", anförande vid Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, 3 januari 2010.

Bernanke, B och M Gertler (2000), "Monetary Policy and Asset Price Volatility", NBER Working Paper 7559.

Bernanke, B och M Gertler (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", *American Economic Review*, vol 91, s 253-257.

Bernanke, B, M Gertler och S Gilchrist (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", i Taylor, J och M Woodford (red), *Handbook of Macroeconomics*, vol 1C, Elsevier, Amsterdam.

Blanchard, O, G Dell'Ariccia och P Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Note SPN/10/03, Washington DC.

Blinder, A och R Reis (2005), "Understanding the Greenspan Standard", studie presenterad vid Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, 25-27 augusti 2005.

Bordo, M och O Jeanne (2002), "Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy", NBER Working Paper 8966.

Borio, C och P Lowe (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", BIS Working Papers 114, Basel.

Bäckström, U (2010), "Kan framtida finanskriser förhindras?", föreläsning vid Handelshögskolan, Stockholm, 11 februari 2010.

Cecchetti, S, H Genberg, J Lipsky och S Wadhvani (2000), "Asset Prices and Central Bank Policy", The Geneva Report on the World Economy, nr 2, rapport presenterad vid konferensen Central Banks and Asset Prices, Genève, 5 maj 2000.

Dillén, H och P Sellin (2003), "Financial Bubbles and Monetary Policy", *Sveriges Riksbank Economic Review*, nr 3, s 119-144.

Goodhart, C (2001), "What Weight Should be Given to Asset Prices in the Measurement of Inflation?", *Economic Journal*, vol 111, s F335-356.

REFERENSER

- Goodhart, C (2009), "Monetary Policy Reactions and Central Bank Independence", anförande vid Sixth Norges Bank Monetary Policy Conference, Oslo, 11 juni 2009.
- Goodhart, C, C Osorio och D Tsomocos (2010), "The Optimal Monetary Policy Instrument, Inflation versus Asset Price Targeting, and Financial Stability", i Cobham, D, Ø Eitrheim, S Gerlach och J Qvigstad (red), *Twenty Years of Inflation Targeting – Lessons Learned and Future Prospects*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Greenspan, A (1999), "Testimony of Chairman Alan Greenspan – The Federal Reserve's Semiannual Report on Monetary Policy", inför Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington DC, 22 juli 1999.
- Greenspan, A (2002), "Economic Volatility", anförande vid Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, 30 augusti 2002.
- Greenspan, A (2008), *The Age of Turbulence*, andra upplagan, Penguin Books Ltd, London.
- Greenspan, A (2010), "The Crisis", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, s 201-246.
- Heikensten, L (2008), "More To It than Just 'Leaning Against the Wind'", *Financial Times*, 5 juni 2008.
- Heikensten, L (2010), "'Leaning against the Wind' is Fine, But Will often Not Be Enough", i Cobham, D, Ø Eitrheim, S Gerlach och J Qvigstad (red), *Twenty Years of Inflation Targeting – Lessons Learned and Future Prospects*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Holmbäck, P (2011), "What to Pour in the Punch Bowl? Monetary Policy and Asset Prices", examensuppsats, Nationalekonomiska institutionen, Handelshögskolan i Stockholm.
- IMF (2009), "Chapter 3: Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations", *World Economic Outlook October 2009 – Sustaining the Recovery*, Internationella valutafonden, Washington DC.
- Ingves, S (2007), "Housing and Monetary Policy: A View from an Inflation-Targeting Central Bank", anförande vid Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, 1 september 2007.
- Issing, O (2009), "Asset Prices and Monetary Policy", *Cato Journal*, vol 29, s 45-51.
- Kaminsky, G, S Lizondo och C Reinhart (1998), "Leading Indicators of Currency Crisis", IMF Staff Papers 45, s 1-48.
- Kaminsky, G och C Reinhart, (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, vol 89, s 473-500.
- Kindleberger, C och R Aliber (2005), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, femte upplagan, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.
- Kohn, D (2009), "Monetary Policy and Asset Prices Revisited", *Cato Journal*, vol 29, s 31-44.
- Mishkin, F (2007), "Will Monetary Policy Become More of a Science?", NBER Working Paper 13566.
- Orphanides, A (1998), "Monetary Policy Evaluation with Noisy Information", Finance and Economics Discussion Paper 1998-50, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC.
- Poole, W (1970), "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", *Quarterly Journal of Economics*, vol 88, s 197-216.
- Reinhart, C och K Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Roubini, N (2006), "Why Central Banks Should Burst Bubbles", *International Finance*, vol 9, s 87-107.
- Shiller, R (2007), "Understanding Recent Trends in Housing Prices and Homeownership", i *Proceedings of the Symposium 'Housing, Housing Finance, and Monetary Policy'*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City.
- Svensson, L (2010), "Some Problems with Swedish Monetary Policy and Possible Solutions", anförande vid Fastighetsvärdens konferens, Stockholm, 24 november 2010.
- Taylor, J (2009), *Getting Off Track – How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, Stanford CA.
- Vredin, A, M Flodén, A Larsson och M Ravn (2012), *Konjunkturrådets rapport 2012 – Enkla regler, svåra val*, Studieförbundet Näringsliv och Samhälle, Stockholm.
- Wadhvani, S (2008), "Should Monetary Policy Respond to Asset Prices? Revisiting the Debate", *National Institute Economic Review*, vol 206, s 25-34.
- Åslund, A (2010), "Riksbanken upprepar de misstag som US Fed gjort", *Dagens Nyheter*, 22 december 2010.