



ANFÖRANDE

DATUM: 2008-11-12
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak
PLATS: Bankföreningens årsmöte

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

■ Finanskrisen ur ett centralbanksperspektiv

Inledning

Rapporteringen kring Riksbanken domineras i normala tider av vad vi gör, eller inte gör, med räntan. Fokus brukar alltså vara riktad på en av Riksbankens två huvuduppgifter, nämligen den att upprätthålla prisstabilitet. Den andra huvuduppgiften, att värna den finansiella stabiliteten, brukar hamna i skymundan; hälsan tiger still. På senare tid har den finansiella stabiliteten av naturliga skäl fått en framträdande plats i rapporteringen.

Vi har nu levt med oron på de internationella finansiella marknaderna i lite mer än ett år och under de senaste två månaderna sett den leda till en storskalig global förtroendekris. Upprinnelsen till den nuvarande krisen, liksom för övrigt vår svenska bankkris i början på 1990-talet, står att finna i en vidlyftig långivning med fastighetsanknytning. Som vi nu alla känner till lånade amerikanska finansinstitut ut pengar till betalningssvaga hushåll och det var alltså där det hela startade. Medan den svenska bankkrisen förblev alltigenom svensk har den amerikanska spritt sig som en löpeld och påmint oss om hur globalt sammanlänkade finansmarknaderna är. Högriskkrediterna, de så kallade subprimelånen, såldes i hög utsträckning vidare genom att de paketerades tillsammans med lån med låg risk i så kallade strukturerade kreditprodukter. Användningen av dessa komplexa produkter växte snabbt och fick en bred geografisk spridning. Placerare hade svårt att göra egna riskbedömningar och förlitade sig i stor utsträckning på ratinginstitutens klassificeringar.

När så kreditförlusterna på subprimelånen blev oväntat stora uppstod en genuin osäkerhet om värdet på de strukturerade produkterna och var kreditförlusterna förknippade med dem skulle dyka upp. Bankerna och andra finansinstitut blev försiktiga med att låna ut pengar till varandra. Istället började de hamstra likviditet för att klara sina egna åtaganden och för att undvika förluster i utlåning till motparter vars status man i spåren på den allmänna krisen kände sig osäker på. Kostnaden för banker att låna på interbankmarknaden ökade och ledde till att andra marknadsräntor steg.

Finansoron fortplantade sig till Europa och resulterade i en generell motvilja att investera i bostadspapper. Banker och bostadsinstitut fick allt svårare att finansiera sig på värdepappersmarknaderna.

■ Krisen trappas upp efter Lehmanaffären

Efter att investmentbanken Lehman Brothers ansökt om konkursskydd utbröt en fullskalig förtroendekris. En stor finansiell aktör lämnades åt sitt öde och snabbt steg rädslan för att andra institut kunde gå samma väg. Kreditflödena ströps nästan helt och investerare vågade i stort sett bara placera i statspapper. Redan tidigare hade företagen fått känna av åtstramade kreditvillkor. Nu försvann i stort sett möjligheterna att få lånefinansiering.

I detta skede av krisen, vi talar om tiden kring mitten av september i år, blev effekterna på det svenska finansiella systemet tydliga. Bankernas tillgång till likviditet torkade upp på alla marknader och det drabbade alla banker oavsett om de, som de svenska bankerna, är finansiellt starka. Medan många centralbanker ute i världen under ett års tid vidtagit åtgärder för att stärka likviditeten i banksystemen hade Riksbanken inte behövt agera. Interbankmarknaden och övriga korta räntemarknader hade fungerat även om räntorna dragits kraftigt uppåt. När krisen på ett mer påtagligt sätt slog in också över Sverige föranledde detta en serie åtgärder även från Riksbankens sida. Samtidigt har centralbanker i omvärlden fortsatt med sina åtgärder och regeringar har antagit krispaket för att garantera den finansiella stabiliteten.

Mot bakgrund av den här kortfattade beskrivningen av händelserna på det finansiella området under det senaste året tänkte jag idag tala om hur denna finanskris påverkat Riksbankens arbete med att upprätthålla ett säkert och effektivt betalningssystem. Men först kan det vara lämpligt att kort beskriva hur detta arbete bedrivs i normala fall. Vad krisen haft för konsekvenser på penningpolitiken behandlar jag kortfattat i slutet av detta tal.

Arbetet med finansiell stabilitet under normala förhållanden

I uppgiften att upprätthålla ett säkert och effektivt betalningssystem ingår att Riksbanken är bankernas bank. Detta uppdrag innefattar bl.a. att tillhandahålla ett betalningssystem, RIX, för betalningar i svenska kronor. I systemet kan deltagarna få lån över dagen och över natten för att täcka tillfälliga underskott.

Uppgiften består också i att löpande övervaka det finansiella systemet. Riksbanken har sedan länge en väl utvecklad analysapparat för att så tidigt som möjligt upptäcka förändringar och sårbarheter som skulle kunna utvecklas till en allvarlig systemkris. Framförallt handlar det om att i tid upptäcka sårbarheter hos bankerna som har en central plats i betalningssystemet. Det kräver en kunskap om de olika institutens status och marknadens funktionssätt. Det i sin tur förutsätter en löpande uppföljning där täta kontakter med finansmarknadens aktörer spelar en viktig roll. Dessa utvecklade kontakter är av stor vikt i en krisituation bland annat för att kunna avgöra vilken typ av åtgärd som behövs och att de kommer rätt i tiden.

För tio år sedan började vi publicera stabilitetsrapporter två gånger per år. Där görs en grundläggande analys av den finansiella stabiliteten med huvudvikt på de fyra stora bankerna. Rapporten leder fram till en sammanfattande stabilitetsbedömning där olika risker mot stabiliteten lyfts fram.

■ Finansiell stabilitet och implementering av penningpolitiken

Penningpolitiken och den finansiella stabiliteten har en viktig beröringspunkt i betalningssystemet. Genom besluten om reporäntan och genom att bestämma villkoren för bankernas in- och utlåning i betalningssystemet RIX bestämmer Riksbanken i praktiken dagslåneräntan, det vill säga räntan på dagslån mellan bankerna. Via räntestyrningssystemet siktar Riksbanken på att hålla denna kortaste marknadsränta nära reporäntan. Dagslåneräntan påverkar i sin tur de räntor allmänheten möter och därmed aktiviteten och prisutvecklingen i ekonomin. Reporäntan, som bestämts utifrån penningpolitiska överväganden, anger vilken nivå Riksbanken vill att dagslåneräntan ska ligga på.

Räntor med lite längre löptid bestäms på de finansiella marknaderna och förhåller sig normalt i en viss ganska stabil relation till existerande reporänta och förväntningarna om densamma. Under perioder av finansiell oro och kris stiger dock olika riskpremier och de korta marknadsräntorna kan kopplas loss från sin normala relation till reporäntan. Då försämras penningpolitikens genomslagskraft.

Finansiell stabilitet i termer av fungerande betalningssystem och finansiella marknader utgör därmed förutsättningen för att Riksbanken ska kunna bedriva en effektiv penningpolitik.

Som framgått har Riksbanken länge arbetat intensivt med frågor kring den finansiella stabiliteten. Detta enträgna arbete, som knappast röner större uppmärksamhet under normala förhållanden, är en god grund att stå på när krisen ska hanteras. Och det för mig till en beskrivning av alla de åtgärder som vidtagits under de senaste två månaderna.

Dåligt fungerande marknader kräver särskilda åtgärder

Den kris vi nu upplever har alltså inte sitt ursprung i det svenska finansiella systemet. Men den globala finansiella oron har importerats till Sverige och fått återverkningar på det svenska finansiella systemet. Som jag redan nämnt blev dessa följder tydliga efter att krisen trappats upp i spåren på Lehmans konkursansökan.

Flera delar av räntemarknaden har fungerat sämre än normalt. Osäkerheten på räntemarknaden tar sig bland annat uttryck i att bankerna har svårt att få lån på längre löptider och att investerare föredrar säkra statspapper framför sådana som de anser vara mer riskfyllda värdepapper som exempelvis bostadsobligationer. Även den korta räntan på interbankmarknaden har stigit rejält till följd av ömsesidig misstro mellan bankerna, vilket gör att de drar sig för att låna ut pengar till varandra.

Detta leder till att bankernas upplåningskostnader ökar, att tillgången på krediter minskar och att lånekostnader för företag och hushåll blir högre. Tidvis har dessutom handeln på vissa delar av räntemarknaden helt upphört. När dessa störningar uppstår har Riksbanken bedömt att det krävs särskilda åtgärder för att återupprätta marknadernas funktions sätt så att kreditförsörjningen inte äventyras och att de finansiella marknaderna och därmed även penningpolitiken kan fungera mer normalt.

■ ***Brist på statsskuldväxlar första känningen...***

Den allra första mycket konkreta känningen av finanskrisen i Sverige blev en akut brist på statsskuldväxlar. Den höga efterfrågan på säkra placeringar framförallt i USA ledde till att räntorna på amerikanska statsskuldväxlar föll till nära noll. Även utländska placerare riktade då blickarna mot europeiska länder, däribland Sverige, för att få tag på växlar som gav högre avkastning. Riksgälden beslutade då att genomföra extraemissioner av växlar. Likviden används för omvända repotransaktioner med bostadsobligationer (köp av bostadsobligationer med avtal om återförsäljning inom en viss tid). Bostadsobligationer som var svåra att avyttra kunde omvandlas till en likvid tillgång och på så vis hjälpte man alltså samtidigt upp situationen på marknaden för bostadsobligationer.

Ungefär samtidigt underlättade också Riksbanken för bankerna att låna hos Riksbanken genom att acceptera fler typer av värdepapper som säkerhet för krediterna. Säkerställda bostadsobligationer emitterade av närstående institut får nu användas som säkerhet i större utsträckning än tidigare. Även det bidrar till att hjälpa upp situationen för bostadsobligationer.

...dollarbrist den andra

Nästa problem att hantera var en generell brist på finansieringsmöjligheter i amerikanska dollar. Eftersom de svenska bankerna inte är motparter till den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) kan de inte vara säkra på att de likviditetsinjektioner som Fed gör kommer dem till del. Riksbanken och flera andra centralbanker inrättade i slutet av september ömsesidiga valutaarrangemang med Fed. Med dessa så kallade swapfaciliteter kan Riksbanken låna US-dollar mot kronor. Riksbanken har sedan gått in och erbjudit sina motparter stora lån i US-dollar. Lånen ges mot säkerheter och till en ränta som bestäms i ett auktionsförfarande, dock lägst till en minimiränta som relateras till den förväntade styrräntan i USA.

Generella likviditetsstödjande åtgärder vidtas

Sedan början av oktober genomför Riksbanken löpande likviditetsstödjande åtgärder i kronor som syftar till att säkra bankernas finansiering, underlätta kreditförsörjningen och förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt.

Bristen på förtroende mellan bankerna har försvårat deras långsiktiga finansiering och då även den som bara sträcker sig några månader framåt. Bankerna har därför tvingats göra sin marknadsupplåning till allt kortare löptider. Även om det varit möjligt att få tag på finansiering har det blivit mycket svårare för bankerna att hantera likviditeten samtidigt som riskerna också ökat. För att möjliggöra för bankerna att återställa situationen till mer normala förhållanden har Riksbanken genom att låna ut svenska kronor på tre och sex månader erbjudit finansiering till längre löptider än vad marknaderna för närvarande kan tillhandahålla och längre än vad Riksbanken normalt erbjuder. Denna utlåning kommer att fortgå så länge behov finns.

Det Riksbanken gör är att erbjuda bankerna en möjlighet att ersätta sin korta finansiering med mer långsiktig finansiering som normalt tillhandahålls på

marknaden. Åtgärderna är tydligt riktade mot att de korta räntemarknaderna ska fungera bättre. Men de borde också bidra till att de korta marknadsräntorna återgår till en mer normal relation till reporäntan. Därigenom förstärks penningpolitikens genomslagskraft.

Två institut får särskilt likviditetsstöd

Riksbanken har också möjlighet att ge likviditet till enskilda institut om särskilda skäl föreligger. Sådant stöd har getts till Kaupthing Bank Sverige och Carnegie Investment Bank AB. Utlåningen sker mot säkerhet och till en ränta utöver normal upplåningskostnad (penal rate). Båda bankerna bedömdes vara solida av både Riksbanken och Finansinspektionen. Likviditetsstödet till Kaupthing motiverades av att Riksbanken ville förhindra att den kris som drabbat det isländska banksystemet skulle spridas till det svenska finansiella systemet. Gemensamt för likviditetsstöden är att de sker i en situation där hela det globala finansiella systemet är präglad av stor osäkerhet. Mot den bakgrunden har Riksbanken bedömt att det är nödvändigt att ge stöd till dessa institut som under normala förhållanden inte skulle få det. I rådande situation skulle betalningsinställelser i dessa finansiella institut riskera att ge allvarliga störningar i det övriga finansiella systemet och därmed leda till att förtroendet för betalningssystemet undergrävs. Det är dessa bedömningar, och inte omsorgen om enskilda institut, som motiverat att Riksbanken beviljat stöd efter att de ifrågavarande bankerna ansökt om det. När det gäller Carnegie har, som bekant, dess verksamhet för ett par dagar sedan övertagits av Riksgälden som beviljat ett lån som ersätter det likviditetsstöd som Riksbanken tidigare beviljat.

Företagens finansiering underlättas

Ytterligare ett problem som pockat på en lösning är icke-finansiella företags finansieringssituation. I takt med att den finansiella krisen eskalerat har även kreditförsörjningen till dessa företag försvårats vilket kan få starka återverkningar på den ekonomiska aktiviteten. För att mildra dessa problem har Riksbanken infört en tillfällig möjlighet för bankerna att låna på tre månader mot säkerhet i form av fler företagscertifikat än normalt. I praktiken innebär det att icke-finansiella företag kan få finansiering genom att emittera och sälja sina certifikat till bankerna som i sin tur använder dessa som säkerhet för lånen i Riksbanken. Också denna kreditfacilitet erbjuds genom auktionsförfarande där minimiräntan är rådande reporänta med ett påslag. Eftersom det främst är de stora företagen som emitterar certifikat är det också de som kan dra direkt nytta av facilitetens fördelar. Men eftersom bankerna kan öka sin likviditet genom att använda certifikaten för lån i Riksbanken så minskar risken att de ska dra ner sina lån till mindre och medelstora företag som är direkt beroende av bankfinansiering.

Vägen framåt?

När väl dammet efter krisen lagt sig ligger en stor uppgift framför oss. Vi måste noggrant analysera krisen och komma fram till på vilka områden tillsyn, regleringar etc. behöver skärpas och på vilka områden problem bäst löses av finansbranschens aktörer. Krissituationer skapar utrymme och mottaglighet för att genomföra nödvändiga reformer. Samtidigt framkallar sådana extrema situationer

■ alltid krav på extrema åtgärder. Därför är det viktigt att tänka sig noga för innan nya regleringar införs. Det är lätt hänt att man tar i för mycket och inför regleringar som blir allt för långtgående och omfattande. Sådana regleringar kan styra och konservera marknadens strukturer för lång tid framöver eller betyda stora kostnader som hämmar effektiviteten.

Krisen kommer att behöva en eftervård och låt mig avslutningsvis mycket kort lyfta fram några aspekter som förmodligen kommer att behöva diskuteras noggrant, både i Sverige och på det internationella planet.

En lärdom som man kan dra redan på det här stadiet är att det finns ett behov av att utveckla och förbättra reglerna för tillsyn och hantering av likviditetsrisker. Genom att ställa större krav på transparens inom finanssektorn kan kunder och placerare ges bättre möjligheter att överblicka riskerna i företagen.

Likaså behöver transparensen i de strukturerade kreditinstrumenten förbättras så att riskerna förknippade med dem kan bedömas. Det är också av vikt att handeln med dessa produkter effektiviseras; den finansiella infrastrukturen behöver alltså stärkas. Den diskussion och de regeländringar den kan leda fram till ska syfta till att denna del av kreditmarknaden kan fungera effektivt igen.

Inte minst utvecklingen i de amerikanska investmentbankerna har gjort oss uppmärksamma på att även finansiella företag som inte tar emot inlåning från allmänheten, och som därför står under svagare tillsyn och reglering, kan ha avgörande betydelse för den finansiella stabiliteten. Därför bör man fundera kring hur reglering och tillsyn av finansiella företag som inte tar emot inlåning från allmänheten ska utformas.

Krisens globala omfattning innebär att det är viktigt att åtgärder för att lösa denna koordineras mellan länder. Nationella sårlosningar riskerar resultera i att kostnaderna för att hantera krisen blir större än vad de annars skulle ha varit. På alla dessa områden där tillsyn och reglering behöver förbättras så behöver de med nödvändighet koordineras och harmoniseras internationellt.

Den internationella dimensionen gör sig särskilt gällande genom att flertalet banker idag bedriver betydande verksamhet i flera EU-länder. Samtidigt vilar ansvaret för tillsyn och krishantering på nationell nivå. Detta innebär uppenbara risker för att samordningsproblem och intressekonflikter uppstår mellan länder, vilket naturligtvis inte främjar den finansiella stabiliteten. Därför är det nödvändigt att organisationen för tillsyn och krishantering samordnas inom EU.

Sänkt reporänta i krisens spår

Den förvärrade krisen fördjupar den nedgång i den svenska ekonomin som var uppenbar redan tidigare. Som framgår av den penningpolitiska rapporten från den 23 oktober har vi kraftigt reviderat ner tillväxtprognosen för nästa år då vi förväntar oss nolltillväxt. För att mildra effekterna på den reala ekonomin av den finansiella krisen har reporäntan sänkts med en procentenhet på kort tid till dagens nivå på 3,75 procent. Vår prognos för reporäntan framöver visar att den kan behöva sänkas med ytterligare en halv procentenhet inom loppet av det närmaste halvåret.

Vi kan göra det utan att riskera inflationsmålet. Inflationen har framför allt drivits uppåt av stigande råvarupriser på världsmarknaden, som till exempel priser på olja och livsmedel. När pristrenden för dessa nu brutits och vänt nedåt faller

inflationstakten snabbt tillbaka. Samtidigt innebär den svagare ekonomiska utvecklingen att det inhemska inflationstrycket dämpas. Vi är i en situation där det knappast råder något motsatsförhållande mellan inflations- och realekonomiska överväganden i penningpolitiken. Vårt beslut att sänka räntan styrs alltså av normala penningpolitiska överväganden - "business as usual" med andra ord.

Samtidigt som vi sänkte räntan hade vi anledning att poängtera att effekterna av den sänkta räntan troligtvis skulle bli mindre än normalt. Skälet till det är att förtroendekrisen i det finansiella systemet lett till höga riskpremier så att korta marknadsräntor kopplats loss från sin normala relation till reporäntan som jag tidigare talade om. Den sänkning som vi vidtog den 8 oktober ledde inte till att interbankräntorna omedelbart sjönk. Därför föll till exempel inte heller bostadsinstitutens upplåningskostnader och därmed inte räntan på lån till slutkund. Det illustrerar på ett tydligt sätt hur penningpolitikens genomslagskraft är beroende av den finansiella stabiliteten.

Några avslutande reflektioner

Riksbanken har under den pågående krisen arbetat på två plan. Dels har räntesänkningar vidtagits för att mildra den finansiella krisens effekter på den reala ekonomin. Dels har åtgärder löpande vidtagits för att förbättra finansmarknadernas funktionssätt och stödja den finansiella stabiliteten.

Räntebesluten har baserats på i princip samma typ av avvägningar som penningpolitiken i normala fall ställs inför. Det handlar om att undvika onödigt stora svängningar i produktion och resursutnyttjande samtidigt som inflationen ska närma sig målet inom en rimlig tidshorisont.

Riksbankens övriga åtgärder, som till exempel utlåningen både i svenska kronor och i amerikanska dollar, leder till generellt förbättrad funktion på i första hand de svenska räntemarknaderna. Därigenom skapas förutsättningar för att marknaderna ska återgå till mer normala förhållanden och att den finansiella stabiliteten kan upprätthållas. Det är i sin tur förutsättningen för att penningpolitiken kan bedrivas effektivt.

Under rådande kris samarbetar Riksbanken mycket nära med övriga myndigheter för att på bästa sätt hantera situationer som uppstår. Kontakterna med Finansinspektionen, Riksgälden och Regeringskansliet är täta och det spelar en viktig roll i krishanteringen. Riksbanken, liksom övriga myndigheter, har även täta kontakter med sina utländska kolleger.

Även i vår omvärld arbetar centralbankerna med att få de finansiella marknaderna att fungera bättre. Dessutom har regeringarna i USA och inom EU antagit åtgärdspaket som ska stötta det finansiella systemet. I Sverige har regeringen sjösatt ett statligt garantiprogram och ett regelverk som ökar möjligheterna att i ordnade former hantera banker i kris. Det är mycket viktigt att sådana regelverk finns på plats.

Det är ännu för tidigt att uttala sig om hur snabbt alla de åtgärder som vidtagits får effekt så att situationen på finansmarknaden kan återgå till mer normala förhållanden. Även om Riksbankens bedömning är att det mest akuta skedet av krisen kan klinga av de närmaste månaderna kommer det förmodligen ta tid innan normala förhållanden återställs fullt ut. Förtroendet måste återställas på flera plan och det tar tid.