



ANFÖRANDE

DATUM: 2009-01-20
TALARE: Vice riksbankschef Svante Öberg
PLATS: Carlson Investment Management

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

■ Sverige och finanskrisen

Inledning

När jag började på Riksbanken för tre år sedan hade jag inte under de föregående åtta åren följt den ekonomiska utvecklingen lika ingående som när jag var på Finansdepartementet och Konjunkturinstitutet. Jag fick rådet av Staffan Viotti, som är professor i finansiell ekonomi och rådgivare till direktionen, att sätta mig in i de nya finansiella instrument som hade utvecklats under senare år. Det var instrument som bankerna använde för att omvandla lån till värdepapper som kunde säljas på de finansiella marknaderna. Jag deltog i ett par konferenser och fick klart för mig fördelarna med de nya instrumenten, bland annat att de fördelade de risker bankerna tog till en större grupp investerare. Det fanns egentligen bara ett problem. Likviditeten på de nya marknaderna kunde "torka upp", dvs. det skulle kunna uppstå en situation där det bara fanns säljare men inga köpare, men det var mer ett hypotetiskt problem. Jag frågade också deltagande experter om hur nästa finansiella kris skulle komma att se ut. Ett typiskt svar var att den skulle utlösas av en händelse utanför USA och att hedgefonderna skulle vara inblandade.

Nu vet vi mer. Krisen utlöstes i USA på marknaden för bostadslån till hushåll med svag betalningsförmåga, så kallade subprime-lån. Hedgefonderna har haft en begränsad roll i utvecklingen av krisen. Istället är det högt belånade banker, som har varit centrala i händelseutvecklingen, där en del av belåningen har legat utanför bankernas balansräkningar.

Mina huvudbudskap idag är att Sverige hittills kunnat hantera de problem som den globala finanskrisen orsakat för det finansiella systemet. Men de negativa konsekvenserna för den svenska ekonomin kommer att bli betydande de närmaste två åren. Och det globala finansiella systemet behöver reformeras för att minska sannolikheten för nya finansiella kriser.

Jag har delat in mitt anförande i tre avsnitt. Jag börjar med den finansiella krisen i ett internationellt perspektiv: händelseförloppet, orsaker till krisen och hanteringen av krisen. Därefter tar jag upp hur Sverige påverkas av krisen: Sveriges beroende av omvärlden, åtgärder mot krisen och erfarenheter av tidigare finansiella kriser. Jag avslutar med ett avsnitt om det aktuella ekonomiska läget

och penningpolitiken där jag kommenterar ny statistik utan att göra någon ny bedömning av penningpolitiken.

Den finansiella krisen i ett internationellt perspektiv

Händelseförloppet – från ökade spreadar till bankkonkurser

Utvecklingen under finanskrisen kan illustreras på flera sätt, bland annat med de så kallade TED-spreadarna¹, det vill säga skillnaden mellan tremånaders interbankränta och statspappersränta.

De första tecknen på problem visade sig redan i början av 2007. Då började räntorna på vissa så kallade strukturerade produkter med koppling till den amerikanska bostadsmarknaden att stiga. De sjönk under våren men steg igen i mitten av juni 2007 när den amerikanska investmentbanken Bear Sterns tvingades likvidera en av sina hedgefonder på grund av stora förluster.

Men det var först i augusti som indikationerna på en ankommande finansiell kris blev tydligare och TED-spreadarna ökade påtagligt. En orsak till detta var att den franska banken BNP Paribas meddelade att man stoppat uttag ur tre av sina värdepappersfonder. Avsaknaden av likviditet inom vissa marknadssegment med finansiella instrument kopplade till den amerikanska bostadsmarknaden gjorde att det hade blivit omöjligt att värdera de underliggande tillgångarna. Bankerna började skydda den egna likviditeten och var ovilliga att låna till varandra. Gapet vidgades mellan den "osäkra" interbankräntan och den säkra statspappersräntan.

Graden av finansiell oro varierade därefter under det närmaste året. TED-spreadarna nådde en ny topp när bankerna ville säkra sin likviditet inför årsskiftet 2007-2008. Ytterligare en topp nåddes i mars 2008 när Bear Sterns ställde in betalningarna, men det lugnade ner sig igen efter det att Federal Reserve medverkat till att banken togs över av JP Morgan.

I mitten av september 2008 när Lehman Brothers tvingades lämna in sin ansökan om konkursskydd övergick den finansiella oron till en akut finansiell kris. TED-spreadarna drevs upp till mycket höga nivåer. Många banker, institut och fonder hade stora exponeringar mot Lehman Brothers. Få hade väntat sig att en så betydande bank skulle kunna falla. Tidigare hade de amerikanska myndigheterna låtit aktieägarna ta smällen. Nu fick även låntagarna ta en del av förlusterna. Oron blev stor för att fler aktörer skulle hamna i en liknande situation. Även de resterande stora investmentbankerna i USA försvann som självständiga investmentbanker.

TED-spreadarna har stigit och varierat över tiden även i Sverige men de har varit mindre än i USA och euroområdet.

Orsaker till krisen – bolån, obalanser och brister i tillsynen

Den utlösande faktorn till den finansiella krisen var alltså problem på den amerikanska bostadsmarknaden och bolånemarknaden. En viktig faktor bakom den långvariga uppgången av de amerikanska bostadspriserna var den snabba utlåningstillväxten för bostadsköp till hushåll med låga inkomster. Dessa hushåll hade sedan mitten av 1990-talet stimulerats till att äga sitt boende genom av

¹ TED-spreaden är skillnaden mellan en interbankränta och en statsränta. Eftersom bankerna lånar ut till varandra utan säkerhet (dvs. med kreditrisk) på interbankmarknaden medan statspappersräntan anses sakna kreditrisk kan TED-spreaden tolkas som ett mått på osäkerheten på de finansiella marknaderna.

politikerna kvantifierade mål för hur mycket utlåningen från bolåneinstituten skulle öka². Subprimelån hade blivit allt vanligare och många hushåll köpte hus med förvisningen att huspriserna skulle fortsätta uppåt. När sedan priserna på den övermättade bostadsmarknaden började sjunka under 2007 blev många amerikanska hushåll med subprimelån för högt belånade i förhållande till sina inkomster och bolåneinstitutens kreditförluster på subprimelånen steg följaktligen.

De bakomliggande orsakerna till den pågående krisen är emellertid fler än subprimelånen. En väsentlig orsak är de obalanser i det globala finansiella systemet som har byggts upp under lång tid. Åren 2002 till 2006 präglades av stark tillväxt i världsekonomin, kreditexpansion, historiskt låga räntenivåer och kraftigt stigande bostadspriser och andra tillgångspriser. USA byggde upp stora underskott i sin bytesbalans, vilka kunde finansieras genom att andra delar av världen, främst Kina och de oljeproducerande länderna, byggde upp stora överskott i sina bytesbalanser.

En annan bakomliggande orsak till krisen är de strukturerade kreditprodukterna som är en del av de finansiella innovationerna. Subprimelånen paketerades ofta tillsammans med andra lån. Resultatet blev komplicerade finansiella produkter som såldes vidare av de banker som stod för själva utlåningen till andra banker och finansiella aktörer. Produkterna var svåra att genomlysas och hamnade dessutom ofta hos köpare som hade svårt att bedöma vilka risker de hade köpt. När kreditförlusterna ökade uppstod en osäkerhet om var förlusterna slutligen skulle hamna. Detta ledde i sin tur till att banker och andra aktörer inte längre ville låna ut pengar till varandra. De strukturerade kreditprodukterna skapades för att effektivisera hanteringen av kreditrisker. Samtidigt bidrog de i praktiken alltså i stället till att bygga upp de risker som har gjort den finansiella krisen så allvarlig.

Det har också funnits problem med kreditvärderingsinstituten (såsom Standard & Poor's, Moody's och Fitch). Dessa institut använde liknande värderingsmetoder för de strukturerade produkterna som de har gjort för vanliga obligationer. Många investerare förutsatte att kreditbetygen inkluderade alla risker trots att de egentligen bara fokuserade på kreditrisken och bortsåg från likviditetsrisken, som ofta kan vara betydande för strukturerade produkter. Det medförde att kreditvärderingsbetygen ofta kom att underskatta de risker som investerarna utsatte sig för. Kreditvärderingsinstituten har tappat mycket i trovärdighet under krisen och de har ett tufft jobb framför sig att bygga upp detta förtroende igen.

Tillsynen över de finansiella marknaderna har inte heller varit tillräckligt effektiv. I USA är tillsynen uppdelad på ett stort antal myndigheter och i Europa på ett stort antal länder, vilket gör det svårt att ta det helhetsgrepp som krävs. Ett annat problem har varit att orsakerna till krisen till stor del handlar om makroekonomiska fenomen som uppbyggnaden av husprisbubblor medan tillsynen traditionellt är inriktad på mikroekonomiska frågor som hur enskilda institut hanterar sin kreditgivning. Tillsynen har heller inte reagerat på att bankerna har byggt upp betydande risker vid sidan av sina balansräkningar. Dessa risker har bankerna sedan via kreditlinor, dvs. tidigare ingångna avtal om lån, och på andra sätt fått tillbaka när finansieringsproblemen ökat.

Det finns ytterligare orsaker till krisen. Exempelvis har regelverken för de finansiella marknaderna varit "procykliska", dvs. de tenderar att förstärka konjunktursvängningarna. Det har också funnits en belöningsstruktur bland de

² Se t.ex. den s.k. Community Reinvestment Act.

■ privata aktörerna på de finansiella marknaderna som uppmuntrat till kortsiktighet och stort risktagande.

Hantering av krisen

Myndigheterna i Europa och USA har på flera sätt försökt att motverka krisen och återställa förtroendet på de finansiella marknaderna.

Centralbankerna har främst bidragit med stora tillskott av likviditet via lån mot säkerhet till bankerna. Detta har varit nödvändigt eftersom bankerna har haft problem med upplåningen på både kort och medellång sikt. För att lösa detta problem har centralbanker i många länder tillfört den finansiering som bankerna inte kunnat skaffa sig på marknaden. Flera centralbanker har också aktivt hanterat problemen i enskilda institut. Ett exempel är Bank of England som i september 2007 sköt till nödkrediter till den brittiska banken Northern Rock. Ett annat exempel är Federal Reserve som gav ett nödlån till den amerikanska investmentbanken Bear Sterns i mars 2008 när banken fick akut brist på kortsiktig finansiering. Bear Sterns kunde dock inte räddas och Federal Reserve medverkade till att banken kunde övertas av JP Morgan. Under hösten 2008 har centralbankerna dessutom sänkt styrräntorna snabbt och kraftigt, ibland i samordnade aktioner, för att dämpa den finansiella krisens effekter på den makroekonomiska utvecklingen.

Regeringar har erbjudit garantier och kapitalinjektioner för att minimera risken för fler konkurser i banksektorn. Oro för att banker och finansiella aktörer ska gå i konkurs har nämligen varit en central del i den finansiella turbulensen. I det sårbara läge som det globala finansiella systemet befinner sig i kan det vara oklokt att låta systemviktiga finansiella institut gå i konkurs. Flera länder har dessutom fattat beslut om en mer expansiv finanspolitik för att motverka konjunkturavmattningen. USA började under våren och sommaren förra året dela ut skatterabattcheckar. Sedan har fler beslut om stimulansåtgärder följt både i USA och i europeiska länder, men även i exempelvis Kina.

Trots åtgärderna fungerar de finansiella marknaderna fortfarande betydligt sämre än normalt. Det krävs därför fortsatta insatser för att förbättra det finansiella systemets funktionssätt.

Det globala finansiella systemet behöver reformeras för att minska sannolikheten för nya finansiella kriser. Det är sannolikt att problemen på de finansiella marknaderna har förvärrats av svagheter i reglering och tillsyn. Det finns därför utrymme för förbättringar. Samtidigt bör de förändringar som genomförs vara noga förberedda och väl motiverade så att man inte genomför regleringar som får mer negativa än positiva konsekvenser. Låt mig ge några exempel på möjliga förbättringar.

För det första behöver den finansiella tillsynen utvecklas. Grundproblemet är att de finansiella marknaderna är internationella samtidigt som tillsynen till största delen sker på nationell nivå. Inom Europa behöver därför samordningen mellan tillsynsmyndigheter i olika länder stärkas. Ett arbete med den inriktningen är redan på gång inom europeiska kommissionen och olika kommittéer. Tillsynen måste också i högre grad fokusera på makroekonomiska problem. För egen del tror jag att det på sikt bör inrättas en europeisk tillsynsmyndighet som ansvarar för tillsynen över de finansiella instituten och marknaderna i Europa. Denna måste sedan samarbeta med tillsynsmyndigheter både inom Europa och i andra delar av världen.

■ För det andra behöver hanteringen av gränsöverskridande kriser förbättras. Finansiella kriser tenderar att sprida sig från ett land till ett annat. Exempelvis har många finansinstitut verksamhet i mer än ett land. När ett sådant institut hamnar i svårigheter påverkar det därför flera länder. Ett exempel på sådana svårigheter är den belgiska banken Fortis och turerna i samband med att banken räddades av myndigheterna i Belgien, Nederländerna och Luxemburg. Om det redan finns etablerade kontakter och konkreta arrangemang länder emellan blir krishanteringen mer effektiv. Det blir också enklare att bestämma hur kostnaderna för krishanteringen ska fördelas mellan de berörda länderna. Gemensamma krisövningar och ett förbättrat informationsflöde mellan de berörda myndigheterna i länderna bidrar till att underlätta samarbetet vid en verklig kris.

För det tredje behöver värderingsinstitutens trovärdighet återuppbyggas. De har haft en central roll för händelseutvecklingen under den finansiella krisen och deras trovärdighet har urholkats väsentligt. Detta är dock ett område där regleringen lätt kan gå för långt. Jag tror att man i stor utsträckning kan och ska lita på värderingsinstitutens egen förmåga att utveckla sina metoder för värdering och att återställa förtroendet. Någon form av registrering och tillsyn kan också behövas, men utan att lägga sig i institutens självständiga värdering.

För det fjärde behöver insättningsgarantierna harmoniseras. Under en finansiell kris är det viktigt att det finns ett system med insättningsgarantier för att minska sannolikheten att en bank utsätts för en uttagsanstormning. Sedan ett antal år finns också insättningsgarantier i samtliga EU-länder med en miniminivå på 20 000 euro. Men de är olika utformade i olika länder. Riksbanken har därför i det europeiska samarbetet argumenterat för att man ska harmonisera insättningsgarantierna. Under finanskrisens tryck i höstas beslutades också att garantinivån skulle vara minst 50 000 euro i samtliga länder och på sikt 100 000 euro. Men finansieringen av garantierna och andra regler skiljer sig fortfarande. Dessa skillnader medför snedvridningar i konkurrensen mellan banker i olika länder. De medför också att en effektiv krishantering blir svårare.

Hur Sverige påverkas av den finansiella krisen

Sveriges beroende av omvärlden

Sverige är starkt beroende av vad som händer i omvärlden. Sverige är ju en liten öppen ekonomi med en omfattande utrikeshandel och en finansmarknad som är väl integrerad med omvärlden. Sveriges beroende av omvärlden har dessutom ökat över tiden. Det gör att en global finanskris kombinerad med en kraftig internationell konjunkturavmattning får betydande effekter på den svenska ekonomin.

Ett sätt att illustrera ett lands beroende av utvecklingen i omvärlden är att betrakta exportens och importens andel av försörjningsbalansens totala omslutning. Den svenska exportens andel har exempelvis ökat från strax över 20 procent 1990 till uppemot 40 procent 2007. Det gör att en konjunkturedgång i omvärlden och en minskad efterfrågan på svenska exportvaror får betydande effekter på produktion och sysselsättning i Sverige.

De finansiella länkarna mellan länder har också blivit allt starkare och gör de svenska bankerna beroende av omvärlden. Marknadsfinansieringen, dvs. finansiering som inte är inlåning, svarar för ca 60 procent av deras totala balansomslutning och sker på marknader som är internationellt beroende. Både

marknadsfinansieringen och bankernas utlandsverksamhet har ökat påtagligt de senaste tio åren. Det gör att vad som händer i vår omvärld får ett allt större genomslag även hos oss.

De långa räntorna på statsobligationer i olika länder följer normalt varandra rätt nära. Även aktiemarknader och framtidsförväntningar är högt korrelerade. Dessa samband kan vara en förklaring till att BNP-utvecklingen i olika länder i nuläget är mycket samstämmig. Traditionellt har det funnits en eftersläpning mellan konjunkturen i USA och Europa på så sätt att en konjunkturavmattning i USA något senare har följts av en avmattning även i Europa. En fråga som har diskuterats mycket de senaste två åren är om andra delar av världen skulle kunna klara sig undan en recession trots den svaga utvecklingen i USA, alltså om det skulle kunna bli en så kallad decoupling. Vi kan nu konstatera att resten av världen följer efter USA i konjunkturavmattningen och debatten om eventuell decoupling har försvunnit.

Åtgärder mot krisen

Sverige har hittills kunnat hantera de problem som den globala finanskrisen orsakat för det finansiella systemet. De svenska bankerna är lönsamma och har efter ett antal goda år betydande buffertar. De har inte lånat ut på det lättvindiga sätt som bankerna i USA och de har inte i någon nämnvärd utsträckning varit exponerade mot den typ av finansiella produkter som har varit en del av problemet. TED-spreadarna har inte varit så stora som i USA och euroområdet. Interbankmarknaden för dagslån har fungerat väl i Sverige under hela krisen till skillnad från i många andra länder. Men de svenska bankerna har ändå fått problem med finansieringen och det har krävt ett antal åtgärder från de svenska myndigheternas sida.

Riksbanken har genomfört en lång rad åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten och mildra de negativa effekterna av finanskrisen. Till stor del har åtgärderna handlat om att tillföra likviditet. Likviditet kan tillföras generellt till marknaden men också i form av riktat stöd till enskilda finansinstitut. Riksbanken har använt sig av båda dessa alternativ.

Det generella likviditetsstödet har konstruerats så att Riksbanken förser bankerna med krediter i kronor och dollar med längre löptid än vad marknaden kunnat erbjuda. Totalt har denna utlåning uppgått till över 450 miljarder kronor. Utlåningen i kronor har ökat med över 250 miljarder kronor och utlåningen i dollar med närmare 200 miljarder kronor. Det innebär att Riksbankens balansräkning under andra halvåret 2008 har ökat från ca 200 miljarder kronor i slutet av juni till 700 miljarder kronor vid årsskiftet.

Genom Riksbankens utlåning och Swedbanks upplåning inom det statliga garantiprogrammet har staten svarat för eller garanterat i stort sett hela banksektorns upplåning under de sista månaderna av 2008.

Riksbanken har även inrättat en tillfällig kreditfacilitet baserad på företagscertifikat för att förbättra kreditförsörjningen för icke-finansiella företag. De kan nu finansiera sig genom att emittera företagscertifikat och sälja dem till bankerna. Företagscertifikaten kan sedan användas av bankerna som säkerhet för lån i Riksbanken. Omfattningen av denna verksamhet har emellertid inte blivit så stor.

Den isländska banken Kaupthing drabbades av problemen i Island och Riksbanken gav det svenska dotterbolaget Kaupthing Bank Sverige AB

likviditetsstöd i oktober 2008. Även Carnegie Investment Bank AB fick likviditetsstöd i oktober när de fick problem med finansieringen. Mot bakgrund av oron på de finansiella marknaderna bedömde Riksbanken att en betalningsinställelse i någon av bankerna kunde utgöra en risk för en allvarlig störning i det finansiella systemet och undergräva förtroendet för betalningssystemet. Senare drog Finansinspektionen in Carnegies tillstånd att bedriva bankverksamhet. Riksgälden tog kontrollen över Carnegie och Finansinspektionen ändrade därmed sitt beslut om indraget tillstånd till en varning. Riksbankens likviditetsstöd har betalats tillbaka.

Riksbanken har också deltagit i det internationella samarbetet för att stärka den finansiella stabiliteten i Sveriges närområde. I maj 2008 ingick Riksbanken tillsammans med centralbankerna i Danmark och Norge ett så kallat swapavtal i euro mot isländska kronor med Islands centralbank. Swapavtalet syftar till att stötta centralbanken i dess uppgift att värna den makroekonomiska och finansiella stabiliteten. För Sveriges del avser swapavtalet upp till 500 miljoner euro. Avtalet förlängdes i december efter det att IMF hade utarbetat ett program för finansiell hjälp till Island.

Tillsammans med IMF och EU har Lettland förhandlat fram ett stödpaket som ska göra det möjligt för landet att behålla sin fasta växelkurs gentemot euron. I december ingick Riksbanken och centralbanken i Danmark ett swapavtal med Lettlands centralbank. Avtalet innebär att Lettland kan låna upp till 500 miljoner euro i utbyte mot lettiska lats. Avsikten var att avtalet skulle fungera som en tillfällig finansiering som stärkte Lettlands finansiella stabilitet till dess IMF beslutat om stödpaketet. Stödpaketet godkändes av IMF strax före jul.

Det är inte bara Riksbanken som aktivt har agerat för att motverka effekterna av den finansiella krisen. Riksgälden, Finansinspektionen och regeringen har också verkat för att värna det svenska finansiella systemets funktionssätt och mildra effekterna av krisen på den reala ekonomin.

Riksgälden har agerat genom att möta den kraftigt ökade efterfrågan på statsskuldväxlar. Extra auktioner har hållits för att kunna emittera större volymer av korta statsskuldväxlar än normalt. Vid årsskiftet hade Riksgälden emitterat mer än 190 miljarder kronor i statsskuldväxlar utöver det ordinarie låneprogrammet.

Finansinspektionen har under hösten beslutat att ändra reglerna för beräkning av diskonteringsräntan i livförsäkringsbolagen. Syftet var att få en rimligare beräkning av bolagens skulder och att mildra störningar på obligationsmarknaderna. Finansinspektionen har även ändrat kapitaltäckningsreglerna för kreditinstitut och värdepappersföretag. Avsikten med ändringen är att göra det möjligt för de finansiella företagen att stärka sin kapitalposition genom att kunna ha en större andel andra finansiella instrument än aktier i sin kapitalbas.

Regeringen beslutade i början av oktober att höja den statliga insättningsgarantin och utvidga den till att täcka alla slag av insättningar på konton. Under hösten presenterades också en plan för att ytterligare säkerställa stabiliteten i det finansiella systemet. Planen innefattar bland annat ett garantiprogram på högst 1500 miljarder kronor för att stödja bankers och bostadsinstituts medelfristiga finansiering. Dessutom skapas en stabilitetsfond för att hantera eventuella framtida solvensproblem i svenska institut. Liksom i flera andra länder är dessutom finanspolitiken expansiv för att motverka konjunkturedgången.

■ Erfarenheter av tidigare finansiella kriser

De negativa konsekvenserna för den svenska ekonomin kommer att bli betydande de närmaste två åren. Det finns två väsentliga skillnader mellan den nuvarande finansiella krisen och den svenska bankkrisen i början av 1990-talet. För det första är den nuvarande krisen en global kris spridd över ett stort antal marknader, tillgångar och institut medan bankkrisen i början av 1990-talet var begränsad till Sverige och andra nordiska länder. För det andra har det stora problemet hittills varit finansieringen av bankernas verksamhet, medan problemet förra gången var kreditförluster kopplade till fallande fastighetspriser. Det positiva i detta är att de nuvarande problemen inte beror på dålig lönsamhet eller stora kreditförluster. Det negativa är att även ett land med ett lönsamt banksystem med stora buffertar kan råka ut för problem. Island är ett exempel på hur ett litet land med en öppen ekonomi och en egen valuta kan drabbas vid en finanskris.

Vid de penningpolitiska mötena under förra året framhöll jag vid flera tillfällen att risken är stor att krisen blir både djupare och längre än vad vi räknar med i våra prognoser. Jag skulle här vilja utveckla skälen till detta.

Kenneth Rogoff är en annan av rådgivarna till Riksbankens direktion. Han har tillsammans med Carmen Reinhart gjort ett antal studier av finanskriser. Den svenska bankkrisen under 1990-talet räknar de som en av de fem mest allvarliga finansiella kriserna, "the big five"³. En av deras studier visar att de finansiella kriser som har inträffat i industriländerna under de senaste decennierna har åtföljts av längre perioder med svag tillväxt⁴. I genomsnitt för de 18 redovisade kriserna rör det sig om en period på tre år med låg tillväxt och för de fem stora i genomsnitt tre år med negativ tillväxt.

Den senaste studien inkluderar även finanskriser i tillväxtländer⁵. De pekar där på tre gemensamma drag. För det första faller huspriser och aktiepriser kraftigt och under en längre tid. För huspriser är det genomsnittliga fallet i reala termer 35 procent utsträckt över sex år och för aktier 55 procent över tre och ett halvt år. För det andra faller produktion och sysselsättning. I genomsnitt faller BNP per capita med 9 procent över två år och arbetslösheten stiger med i genomsnitt 7 procentenheter under fyra år. För det tredje nästan fördubblas statskulderna, inte till följd av kostnaderna föra att rekapitalisera det finansiella systemet utan på grund av fallande skatteinkomster och finanspolitiska stimulanser.

Hur relevanta är då dessa jämförelser för att analysera den pågående krisen? Reinhart och Rogoff pekar själva å ena sidan på att de penningpolitiska ramverken nu är mer flexibla och att centralbankerna har agerat mer aggressivt än tidigare. Å andra sidan är det nu frågan om en global finansiell kris, vilket gör det svårare att växa ur krisen genom exempelvis ökad export än när den är nationell eller regional som de flesta tidigare kriser har varit.

Min bedömning är att man inte ska fästa sig så mycket vid de exakta siffrorna. De är beroende av vilka länder som räknas med i genomsnitt. Men de tyder ändå på att det finns en påtaglig risk att den ekonomiska nedgången blir både djupare och mer långdragen än vad vi räknar med i vårt huvudscenario och att även 2010 blir ett år med svag eller negativ tillväxt i flera länder.

³ De länder som utsattes för dessa kriser är Finland, Japan, Norge, Spanien och Sverige.

⁴ Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. "Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison." *American Economic Review* Vol. 98 No. 2: 339-344. (2008).

⁵ Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. "The Aftermath of Financial Crises." Paper prepared for presentation at the American Economic Association meetings in San Francisco January 3, 2009.

■ Det aktuella ekonomiska läget och penningpolitiken

Att använda penningpolitiken för att bekämpa en finansiell kris är inte särskilt effektivt. Det går inte att hantera en finanskris med hjälp av förändringar i reporäntan. Därför har Riksbanken sedan Lehman-krisen koncentrerat sig på andra åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten. Däremot kan penningpolitiken användas för att mildra effekterna av finanskrisen på den makroekonomiska utvecklingen.

Vid det senaste penningpolitiska mötet den 3 december beslutade vi i direktionen att sänka reporäntan med 1,75 procentenheter. Det var den största sänkning som har genomförts sedan systemet med reporänta infördes 1994. Under hösten sänktes därmed reporäntan från 4,75 procent till 2,00 procent. ECB har också sänkt styrräntan under de senaste två månaderna till nuvarande 2 procent och i USA har den kommit ner till nära noll.

Det rådde enighet mellan oss i direktionen om att en kraftig nedjustering av reporäntan var nödvändig för att dämpa den snabba och tydliga konjunktunedgången. Inflationen hade redan börjat minska och förväntas under 2009 falla under Riksbankens mål på 2 procent. Den underliggande inflationen, när man räknar bort effekterna av våra egna räntesänkningar och av fallande energipriser, hamnar dock enligt prognoserna i den penningpolitiska uppföljningen nära 2 procent under 2009.

En komplicerande faktor är att relationen mellan reporäntan och marknadsräntorna inte har varit normal under de senaste månaderna. Marknadsräntorna föll mindre än vad man kunnat förvänta sig när reporäntan sänktes i oktober. Spreaden mellan reporäntan och bankernas utlåningsräntor ökade. Men mot slutet av året fick sänkningen av reporäntan bättre genomslag. Exempelvis har de korta bostadslåneräntorna sänkts i stort sett lika mycket som reporäntan fram till i januari. Men på andra områden är skillnaderna mellan reporäntan och marknadsräntorna större.

Finanskrisen har även påverkat den svenska kronan. Riksbankens bedömning är dock att försvagningen av kronan är tillfällig och i första hand förklaras av den finansiella krisen. Vid finansiell turbulens söker sig placerare till de stora valutorna eftersom dessa upplevs vara säkrare. Följden av denna "flight to quality" blir att mindre valutor såsom kronan försvagas. Exempelvis har även den norska kronan försvagats betydligt.

Men det finns en risk att försvagningen blir mer varaktig. Det skulle i så fall normalt leda till att exporten stärks och importen dämpas, och samtidigt ge en inflationsimpuls. Under en normal konjunktunedgång kan det vara en fördel att valutan på detta sätt deprecierar och därigenom dämpar nedgången. Under nuvarande förhållanden, med en allvarlig global finansiell kris som kan resultera i finansieringsproblem för hela länder, kan situationen utvecklas till något mer problematiskt. Flera länder i Europa utöver Island har fått se sina valutor depreciera kraftigt.

I december var prognosen att BNP kommer att minska med 0,5 procent under 2009, men att tillväxten återhämtar sig under 2010. Den information som har kommit in sedan dess indikerar att BNP-tillväxten fjärde kvartalet ifjol blev svagare än vi räknat med, vilket också kommer att påverka genomsnittet för 2009 nedåt. Industriproduktion, tjänsteproduktion och aktivitetsindex föll i november. Konjunkturinstitutets barometerindikator och inköpschefsindex fortsatte att sjunka i december till rekordlåga nivåer.

■ Inflationen har sjunkit från 4,0 procent i oktober till 0,9 procent i december. Inflationen i december blev betydligt lägre än vi räknat med på grund av att sänkningarna av reporäntan under hösten fick ett större genomslag på bolåneräntorna än beräknat och att bensinpriset blev lägre. Den underliggande inflationen exklusive räntor och energi (KPIF exklusive energi) sjönk något från ca 2 procent tidigare under året till 1,7 procent i december, helt i enlighet med prognosen vid det senaste penningpolitiska beslutet.

Kronan har försvagats ytterligare sedan början av december. Sedan den finansiella krisen övergick i en akut fas i mitten av september har kronan försvagats med ca 12 procent mätt med ett handelsvägt index. Det skulle kunna ge en något större inflationsimpuls än vi tidigare har räknat med.

Det finns en del tecken på att läget på de finansiella marknaderna har förbättrats något sedan början av december. TED-spreadarna har kommit ner till de nivåer som gällde innan september och det har i någon mån varit möjligt att emittera obligationer. De massiva åtgärder som har vidtagits i många länder har i alla fall medfört att ett sammanbrott av de finansiella marknaderna har kunnat undvikas. Men det finns andra tecken som är mer bekymmersamma. De finansiella marknaderna fungerar ännu långt ifrån normalt. Undersökningar tyder på att företagens svårigheter att få lån har ökat, även om det ännu inte finns några hårda data på att bankernas utlåning har börjat minska. Ett annat problem är att skillnaden mellan räntor på olika euroländers statsobligationer har ökat, samtidigt som man kan se framför sig kraftigt ökande statliga budgetunderskott och därmed ett ökat utbud av statsobligationer.

Avslutning

Mina huvudbudskap idag har alltså varit att Sverige hittills har kunnat hantera de problem som den globala finanskrisen orsakat för det svenska finansiella systemet. Men de negativa konsekvenserna för den svenska ekonomin kommer att bli betydande de närmaste två åren. Och det globala finansiella systemet behöver reformeras för att minska sannolikheten för nya finansiella kriser.

Den nya information som kommit sedan det senaste penningpolitiska mötet i början av december visar på en lägre tillväxt och inflation i slutet av förra året än vi räknat med. Å andra sidan har kronan försvagats ytterligare vilket kan leda till en viss inflationsimpuls. Men det hinner komma fram mer underlag innan vi ska fatta vårt nästa penningpolitiska beslut i början av februari. Först då tar jag på nytt ställning till penningpolitikens inriktning.