



# ANFÖRANDE

DATUM: 2009-03-31  
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves  
PLATS: Nationalekonomiska föreningen, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

## ■ Det penningpolitiska landskapet i en finansiell kris

### Inledning

"Det penningpolitiska landskapet i en finansiell kris" är temat för mitt anförande den här gången. Jag tänkte för ovanlighetens skull börja med en bild. (Bild 1)

Det är en bild på en oljemålning som är gjord 1842 av engelsmannen William Turner.<sup>1</sup> Den heter "*Snow Storm – Steam-Boat off a Harbour's Mouth*". Det blir i översättning ungefär "*Snöstorm – ångbåt utanför en hamns mynning*". Målningen ingår i Tate Gallery's samlingar i London.

Det enda ni just nu behöver veta om målningen är att Turner hade en speciell teknik när han målade. Han byggde upp bilden successivt med flera tunna, halvt genomskinliga lager ovanpå varandra. Det här kompletterades med några lite tjockare, mer pastosa partier. Som ni ser gav den här lager-på-lager-tekniken hans målningar en speciell lyster och en speciell stämning. Dramatisk, skulle man nog kunna säga om stämningen i den här målningen. Turners teknik kan också vara en utgångspunkt för att beskriva situationen i dag. Verkligheten består av olika lager. Varje lager som förs på eller skalas av uppenbarar ett delvis nytt landskap.

Vi kan se på finanskrisen som snöstormen i Turners målning. För att måla upp bilden av den fulla stormen behöver man börja med ett lager som beskriver de makroekonomiska förutsättningarna, *det makroekonomiska landskapet*. Sedan finns det ytterligare ett lager som beskriver *det finansiella landskapet*. Det består av finansiella aktörer, institutioner, marknader och instrument. Ovanpå det finns ytterligare ett lager som beskriver *regleringslandskapet*, det vill säga de speciella lagar, regler och tillsynsarrangemang som finns för finansiella företag.

Någonstans ganska centralt i bilden, symboliserad av ångbåten som försöker navigera rätt i snöyran, har vi Riksbanken som kämpar för att både uppfylla inflationsmålet och värna stabiliteten i betalningsväsendet. För Riksbanken, liksom för ångbåtar på havet, beror manövreringen på förhållandena i det omgivande landskapet. Det gäller att förstå hur väder, sikt och andra omgivande faktorer påverkar förutsättningarna att styra skutan rätt. Det blir särskilt viktigt när förhållandena är besvärliga; när det råder snöstorm på havet. Det är – i ett

---

<sup>1</sup> Joseph Mallord William Turner (1775–1851), brittisk konstnär mest känd för sina romantiska landskapsmålningar, vars stil kan sägas ha lagt grunden för impressionismen.

■ nötskal – om detta mitt anförande här idag kommer att handla. Men först kan det vara av intresse att titta på hur vi hamnade i det här ovädet.

## **Från vackert väder till den perfekta stormen – vad var det som gick snett?**

Metaforen med de olika lagren i Turners målning kan vara användbar för att beskriva orsakerna till dagens kris.

### ***Globala obalanser byggdes upp***

För att förstå upprinnelsen till krisen går det inte att bortse från vissa faktorer i det makroekonomiska landskapet. Det gäller speciellt de stora globala obalanser som byggdes upp under en längre tid. I de snabbt växande ekonomierna i de oljeproducerande länderna och Asien, särskilt Kina, blev det inhemska sparandet större än vad som behövdes för att finansiera investeringar på hemmaplan. Det ledde till stora överskott i bytesbalansen. Stora kapitalbelopp byggdes upp och sökte sig ut på de globala finansmarknaderna. De användes bland annat för att köpa finansiella tillgångar i väst.

Samtidigt upplevde ekonomierna i väst, och särskilt USA, en osedvanligt lång period av obrutet gynnsamma förhållanden, med stark tillväxt och låg inflation. Politiken gick till stor del ut på att vidmakthålla dessa goda förhållanden. Man kunde stimulera den inhemska efterfrågan till priset av ett successivt växande bytesbalansunderskott. De stora kapitalflödena på finansmarknaderna bidrog till att trycka ner räntenivåerna. Med konsumentpriserna i schack, såg man heller ingen större anledning att föra en stramare penningpolitik. Resultatet blev att det uppstod betydande globala obalanser – varaktiga sparandeöverskott i vissa länder och underskott i andra. (Bild 2)

### ***Marknaderna prissatte risken fel***

Det här lade också grunden till förändringar i det finansiella landskapet. Den goda tillgången på investeringsvilligt kapital och låga räntor på riskfria tillgångar gjorde att efterfrågan på tillgångar med högre avkastning ökade; det uppstod en "jakt på avkastning", eller "search for yield" på engelska. Men investerare världen över, inklusive många stora banker, bortsåg i stor utsträckning från att man på sikt kan åstadkomma högre avkastning bara genom att ta större risker. Det här bidrog till att priserna på tillgångar ökade kraftigt. De mycket gynnsamma förhållandena som rådde på de globala finansiella marknaderna gjorde att premierna för kreditrisk under en lång tid *generellt* var extremt låga. (Bild 3)

Explosionen i tillgångspriserna underblåstes av en snabb kreditexpansion. Pengar lånades ut mer lättvindigt än tidigare. Bostadsbubblor byggdes upp på flera håll runt om i världen. I USA förstärktes bubbeltendenserna av bristande reglering av bolånemarknaden och en politisk agenda som gick ut på att främja husägande bland låginkomsttagare.

Jakten på avkastning drev investerare till att låna mer för att uppnå större hävstång i investeringarna. Finansiella innovationer bidrog till utvecklingen. En strid ström av nya och allt mer komplexa instrument skapades för att tillfredsställa

■ efterfrågan på investeringar med högre avkastning. Det uppstod avancerade tekniker för att värdepapperisera krediter av olika slag, däribland bolån till låntagare med sämre kreditvärdighet. Många banker världen över – dock inte svenska banker i samma utsträckning – kom därmed att byta affärsmodell. Från att tidigare ha specialiserat sig på att utveckla långsiktiga kundrelationer samt värdera och övervaka kreditrisker, gick bankerna i allt högre grad över till att så snabbt som möjligt förpacka om och sälja vidare sina kreditrisker. Man kan tro att bankerna genom värdepapperiseringen samtidigt gjort sig av med en stor del av kreditriskerna. Tyvärr var det till stor del en illusion. Bankerna skapade särskilda mellanhänder utanför sina balansräkningar för att härbärgera och strukturera de värdepapperiserade krediterna. Det gav för övrigt möjlighet för bankerna att öka skuldsättningsgraden både på och utanför balansräkningen. Men explicita och implicita garantier från bankerna till dessa specialbolag gjorde att riskerna i praktiken ledde direkt tillbaks in i bankernas balansräkningar.

Resultatet av alla dessa nya instrument och artificiella mellanhänder blev en brokig och svårgenomtränglig struktur. Det uppstod mängder av tillgångsslag med speciella egenheter i prissättningen. Det gjorde också att de var svåra att värdera. Och de komplicerade länkarna mellan bankerna och deras specialbolag gjorde att bankernas faktiska exponeringar blev svåra att genomskåda. Ingen visste till slut var riskerna fanns. Den ökade mängden krediter gjorde inte bara investerare högt belånade i förhållande till sitt egna kapital, även många banker hade i grunden för lite kapital i förhållande till de risker de tog.

När konjunkturen började vända i USA och priserna på den amerikanska bostadsmarknaden föll, drabbades många institut av stora förluster. Men framför allt uppstod det stor osäkerhet. Det visade sig helt enkelt omöjligt att veta vem som eventuellt var exponerad mot "giftigt avfall" i form av tillgångar som riskerade falla i värde till följd av stora förluster. Och insikten att många institut också kunde vara mer skuldsatta än vad som framgick av balansräkningen spädde på osäkerheten. Rädslan gjorde att handeln på ett antal finansiella marknader tynade bort. Eftersom bankerna blivit allt mer beroende av de finansiella marknaderna för sin finansiering, fick många banker det nu svårt att refinansiera sig. De fick det helt enkelt svårt att låna för att täcka sin utlåning.

När den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers i september förra året tvingades ansöka om konkursskydd, fick det omfattande återverkningar över stora delar av världen. Den globala finanskrisen eskalerade, och även de svenska bankerna påverkades i allt större utsträckning. När förhållandena på de globala finansmarknaderna försämrades, ökade kreditriskpremierna generellt. För de låntagare – banker eller länder – som bedömdes vara mest riskfyllda, ökade premierna mer än för andra. En process för att dra ner exponeringarna och minska skuldsättningsgraden startade bland banker och andra finansiella institut världen över. Den snabbt minskande utlåningen förstärkte tillbakagången i den globala konjunkturen. Nedgången i den ekonomiska aktiviteten spädde i sin tur på utvecklingen med kraftiga fall i tillgångsvärden och ökade förluster för bankerna. Det uppstod vad vi kan kalla en ond spiral i världsekonomin, där den finansiella oron förstärkte den realekonomiska försvagningen och vice versa.

Det som hände i finanssektorn avspeglar fundamentala misslyckanden i finansaktörernas riskhantering. Genom värdepapperisering försvann delvis bankernas incitament att övervaka kreditriskerna. Ratinginstituterna fick till stora delar ta över den rollen. Men ratinginstitutens modeller var i många avseenden otillräckliga och kreditbetygen tolkades fel. Korrelationen mellan kreditrisker

underskattades liksom likviditetsriskerna. Marknaden satte därmed fel pris på riskerna. Det innebär dock inte att alla aktörer agerade irrationellt. Många aktörer kunde tjäna mycket pengar i uppgångsfasen medan andra fick bära förlusterna i nedgången. Därmed uppmuntrade belöningsystemen i många fall ett överdrivet risktagande genom att premiera kortsiktiga vinster.

I grunden fanns det således brister i den grundläggande ägarstyrningen. De bristerna förbättrades inte av att många institut vuxit sig mycket stora och komplexa – ibland för stora för att man skulle tillåta dem gå omkull.

### ***Luckor i regelverk och tillsyn***

I bakgrunden till den här utvecklingen låg givetvis det landskap av regleringar och tillsynsarrangemang som omger det finansiella systemet. Ett generellt problem vid alla former av finansiell reglering är att, om reglerna är bindande, så söker sig en allt större del av aktiviteterna utanför den reglerade sektorn. Det fanns utan tvekan stora luckor i det omgivande regelverket som möjliggjorde så kallat regelarbitrage. Vissa institut – till exempel många investmentbanker – omfattades inte av samma insyn och restriktioner som vanliga banker. Vissa marknader – till exempel OTC-marknaden för kreditderivat – tilläts explodera utan att myndigheterna hade någon större överblick. Ramverken för kapitaltäckning gjorde det också på många håll billigare för bankerna att expandera utanför balansräkningen. Och man kan med facit i hand konstatera att regelverken haft för svagt fokus på likviditetsrisker. Många av de här hålen i regelverken är nu på väg att täppas till. Men det eviga problemet är naturligtvis att marknaderna alltid är mycket snabbare på att hitta nya sätt att kringgå regelverken än vad myndigheterna är på att täppa till luckorna.

Ett kanske mer grundläggande problem var att det fanns en för liten koppling mellan den finansiella tillsynen och makrofaktorer och andra faktorer som påverkar risken för störningar i det finansiella systemet som helhet. Det var helt enkelt för starkt fokus på enskilda företag och för lite fokus på bredare utvecklingstendenser. Tillsynsarrangemangen avspeglade inte heller i tillräckligt hög grad finanssektorns ökade internationalisering. De senaste decennierna har de finansiella marknaderna blivit allt mer sammanlänkade och mycket stora belopp flyttas varje dag över jordklotet. Och stora komplexa banker och andra finansiella institut har kommit att bedriva omfattande verksamhet i flera länder. Samtidigt bedrevs tillsynen huvudsakligen utifrån nationella mandat och fokuserade på företagen inom den egna jurisdiktionen. Tillsynen saknade därför den överblick som behövdes.

### ***Många faktorer samverkade***

En rad faktorer samverkade alltså till den situation som uppstod. Globala makroekonomiska obalanser, fundamentala brister i de finansiella aktörernas riskhantering, och brister i regelverk och tillsyn bildade tillsammans de underliggande lagren i den finansiella och ekonomiska kris vi nu upplever, en kris som många betraktar som den största sedan 1930-talet. För att undvika ett totalt sammanbrott i det finansiella systemet har regeringar, centralbanker och andra myndigheter världen över tvingats vidta en rad massiva och ovanliga åtgärder.

## ■ **Massiva och ovanliga åtgärder från myndigheterna**

Vad har då myndigheterna gjort? Centralbankerna har lånat ut stora mängder pengar till bankerna på längre löptider och mot andra säkerheter än vad som varit vanligt. På så vis har man förbättrat bankernas kortfristiga finansieringssituation. Flera centralbanker har också gett nödkrediter till enskilda institut. Federal Reserve, Europeiska centralbanken och andra centralbanker har dessutom upprättat avtal om att låna ut den egna valutan till andra centralbanker för att mildra krisen i andra länder. Centralbankerna har också sänkt styrräntorna snabbt och kraftigt, ibland i samordnade aktioner, för att mildra finanskrisens återverkningar på produktion, sysselsättning och inflation. Regeringarna har erbjudit garantier och kapitalinjektioner för att minska risken för fler konkurser i banksektorn. Insättningsgarantin har utvidgats. Flera länder har också beslutat om finanspolitiska stimulanspaket för att mildra de realekonomiska konsekvenserna.

Även i Sverige har myndigheter som Riksbanken, Riksgälden och Finansinspektionen agerat för att mildra finanskrisen. På liknande sätt som i många andra länder har regeringen höjt taket på den statliga insättningsgarantin och utvidgat den till att täcka alla slag av insättningar på konton. Den har också infört ett garantiprogram, inrättat en garantifond och beslutat om möjligheter till kapitaltillskott till banker. Regeringen för samtidigt en mer expansiv finanspolitik än tidigare för att mildra effekterna i den reala ekonomin.

Riksbanken har genomfört en lång rad åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten och mildra de negativa effekterna av finanskrisen. Vi har ändrat våra säkerhetskrav så att bankerna får lämna fler typer av värdepapper som säkerheter när de lånar i Riksbanken. Vi har bland annat nyligen börjat låna ut mot säkerhet i företagscertifikat för att underlätta företagets finansiering. Vi har också börjat låna ut på längre löptider, med rörlig ränta och med mindre påslag. Vi har gett särskilt likviditetsstöd till Kaupthing och Carnegie. Vi har dessutom slutit låneavtal med Island, Lettland och Estland för att underlätta situationen i dessa länder. Allt det här har inneburit att Riksbanken under andra halvåret 2008 ökade sin utlåning till bankerna med totalt över 450 miljarder kronor. Jag återkommer strax till vad detta innebär.

Riksbanken har också sänkt styrräntan till den lägsta nivån sedan vi införde ett inflationsmål. Hur man kan bedriva penningpolitik under rådande förhållanden är en fråga som jag kommer att utveckla ytterligare. Den finansiella krisen har ju ändrat förutsättningarna en hel del. Men innan vi går närmare in på detta kan det vara på sin plats att säga några ord om hur penningpolitiken är tänkt att fungera under normala förhållanden.

## **Så fungerar penningpolitiken normalt**

I normala fall går penningpolitiken ut på att försöka både hålla inflationen på en låg och stabil nivå och stabilisera realekonomin. För att uppnå detta styr Riksbanken den kortaste marknadsräntan, det vill säga dagslåneräntan som är räntan på lån mellan bankerna från en dag till nästa. Dagslåneräntan påverkar i sin tur räntor mot allmänheten, och därmed aktiviteten och prisutvecklingen i ekonomin. Vi har ett system där vi genom att bestämma villkoren för bankernas in- och utlåning i Riksbanken påverkar dagslåneräntan så att den hamnar i närheten av vår styrränta, den så kallade reporäntan. Reporäntan anger alltså vilken nivå som Riksbanken vill att dagslåneräntan ska ligga på.

■ Sättet på vilket den förda penningpolitiken får genomslag på exempelvis bankernas utlåningsräntor, den realekonomiska utvecklingen och inflationen brukar lite svävande kallas *transmissionsmekanismen*. Den här mekanismen beskrivs ofta i termer av tre olika kanaler: *räntekanal*, *kreditkanal*, och *växelkurskanal*. De här kanalerna är invävda i varandra och uppdelningen görs mest av pedagogiska skäl.

Genom *räntekanal* kan man påverka kostnaden för att spara och låna. En lägre ränta innebär att det blir billigare för företag att finansiera investeringar, och för hushållen att låna till konsumtion. Lägre räntor leder normalt också till att det blir mindre attraktivt att spara.

Ränteförändringar påverkar också ekonomin genom *kreditkanal*. Ett lägre ränteläge ökar i allmänhet nuvärdet, alltså värdet idag, av de kassaflöden som finansiella tillgångar förväntas generera i framtiden. Lägre räntor ökar också efterfrågan på reala tillgångar, exempelvis på bostäder. På så sätt stiger priserna på både reala och finansiella tillgångar. Eftersom dessa tillgångar används som säkerhet vid lån, ökar företagets och hushållens kreditvärdighet. Det gör att banker och andra finansiella institut blir mindre restriktiva i sin utlåning och kan alltså låna ut mer. Därigenom stimuleras investeringar och konsumtion och därmed växer inflationstrycket i ekonomin.

Genom *växelkurskanal* kan penningpolitiken påverka värdet på valutan. Normalt sett leder en sänkning av reporäntan till att kronan försvagas. Det följer bland annat av att svenska tillgångar framstår som mindre attraktiva än placeringar i andra valutor. En svagare växelkurs påverkar inflationen direkt genom att importerade varor blir dyrare. Samtidigt blir inhemska producerade varor billigare jämfört med utländska varor. Detta betyder att importen minskar och exporten ökar. Högre efterfrågan på inhemska varor bidrar till att öka resursutnyttjandet och inflationstrycket.

Även *inflationförväntningarna* är viktiga för hur företag sätter sina priser och för hur lönebildningen fungerar och därmed för hur inflationen utvecklas. Om alla litar på att inflationen ska förbli låg behöver inte företagen ändra sina priser så ofta, eller arbetstagaren öka sina lönekrav. Detta underlättar för Riksbanken att uppnå inflationsmålet.

Så här är det alltså i huvudsak tänkt att penningpolitiken ska fungera i normala fall. Men när de finansiella marknaderna inte fungerar normalt påverkas också transmissionsmekanismen. De olika kanalerna fungerar helt enkelt inte lika effektivt som i vanliga fall. Då blir också sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet särskilt betydelsefullt.

## Penningpolitik och finansiell stabilitet hänger ihop

Riksbanken har som bekant inte bara ett penningpolitiskt uppdrag. Förutom att upprätthålla ett fast penningvärde ska Riksbanken också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det här ger oss alltså två huvuduppgifter: penningpolitik och finansiell stabilitet. Dessa uppgifter hänger givetvis ihop med varandra även under normala förhållanden. Utan stabilitet i det finansiella systemet blir det svårare att bedriva penningpolitik. Och prisstabilitet är en del av ett väl fungerande betalningsväsende. Praktiskt och organisatoriskt är det dock två skilda arbetsområden. Man kan säga att vi i normala fall använder oss av två olika verktygslådor för att utföra de här båda uppgifterna.

■ Vi har för det första en penningpolitisk verktygslåda, som jag till viss del redan beskrivit. De penningpolitikiska åtgärderna, till exempel fastställandet av styrräntan, har ett tydligt mål: att påverka den ekonomiska aktiviteten med syfte att upprätthålla ett stabilt penningvärde. Detta är i sin tur en viktig komponent i våra strävanden att uppnå en stabil realekonomisk utveckling.

För det andra har vi en låda med verktyg för att främja stabiliteten i det finansiella systemet. Finansiell stabilitet är en grundläggande förutsättning för ett säkert och effektivt betalningsväsende. För att främja den finansiella stabiliteten använder Riksbanken normalt andra verktyg än styrräntan. Det främsta verktyget i den här verktygslådan är normalt de analyser av riskerna i det finansiella systemet som vi gör och publicerar halvårsvis i rapporten Finansiell stabilitet. Detta och annan återkoppling vi gör till bankerna resulterar, om inte annat, i att de blir medvetna om potentiella sårbarheter och i bästa fall gör något åt dem. Det här brukar ibland gå under benämningen "moral suasion". Men i lådan ingår också mer handfasta verktyg. Till dem hör olika möjligheter att snabbt tillföra likviditet till banksystemet.

De sätt på vilka vi angriper de här båda huvuduppgifterna skiljer sig alltså normalt en del från varandra, och vi betraktar ofta penningpolitik och finansiell stabilitet som två separata delar av Riksbankens uppdrag. På senare tid har det dock blivit allt mer tydligt hur sammanlänkade de båda uppgifterna är.

När interbankmarknaderna har fungerat dåligt och räntorna i viss utsträckning styrts av brist på förtroende, har genomslaget för penningpolitiken försämrats. Det har inneburit att vi under krisen behövt använda oss av verktyg ur båda lådorna. Omständigheterna har krävt en del verktyg som vi annars inte brukar behöva plocka fram så ofta. Vissa verktyg har vi behövt återuppfinna och snickra på under resans gång. Åtgärderna har i första hand syftat till att stärka den finansiella stabiliteten; att upprätthålla funktionaliteten på de finansiella marknaderna så att betalnings- och kreditväsendet ska fungera. Detta är en förutsättning för att ekonomin som helhet ska fungera.

Många åtgärder som vidtas för att värna den finansiella stabiliteten har samtidigt indirekt penningpolitiska effekter. Åtgärder som leder till ökat förtroende på marknaderna bidrar exempelvis till lägre räntor och ökad tillgång till krediter. Därmed ökar också genomslaget för penningpolitiken. På motsvarande sätt bidrar Riksbankens räntesänkningar till den finansiella stabiliteten genom att kreditförsörjningen fungerar bättre. De normalt penningpolitiska åtgärderna och åtgärderna för att stärka den finansiella stabiliteten har alltså kommit att fungera som komplement som ömsesidigt förstärker varandra. För att illustrera det vi gör idag kan vi ta till hjälp en enkel ekvation som beskriver bankernas utlåningsränta – det vill säga den ränta som hushåll och företag möter – som Riksbankens styrränta plus en premie. (Bild 4)

Premiens storlek beror på bankens krav på kompensation för exempelvis kreditrisker, eventuella skillnader i löptider och behov av kapitaltäckning för utlåningen. Det vi nu gör är ju *dels* att styra den första termen, det vill säga styrräntan, *dels* att försöka påverka den andra termen, det vill säga de riskpremier som idag avspeglas i stora kreditspreadar till följd av den finansiella oron. För att göra det här måste vi använda verktyg från båda lådorna. Det är mot den bakgrunden man nu kan se på de penningpolitiska åtgärder av mer eller mindre okonventionellt slag som nu bedrivs på olika håll runt om i världen. Jag ska här försöka utveckla mitt resonemang om detta lite mer.

## ■ Okonventionell penningpolitik

Som jag tidigare nämnt har centralbankerna sänkt styrräntorna snabbt och kraftigt för att mildra effekterna av finanskrisen. I slutet av förra året sänkte den amerikanska centralbanken målet för sin styrränta till ett intervall på 0–0,25 procent. Bank of England sänkte sin styrränta till 0,5 procent i början av mars, och är därmed också nära botten. Många andra centralbanker, inklusive Riksbanken, har dragit ner sina styrräntor till rekordlåga nivåer.

När centralbankerna inte längre kan använda sina traditionella verktyg för att påverka efterfrågan i ekonomin – när styrräntan sänkts så långt det går – gäller det att hitta andra vägar. I både USA och Storbritannien, liksom på en del andra håll, har centralbankerna börjat bedriva penningpolitik med ovanliga, och till en del även oprövade, metoder. Det kan dock vara värt att påpeka att mycket av det som centralbankerna har gjort kan det finnas skäl att genomföra oavsett om styrräntan är nära noll eller ej. Det handlar om olika typer av åtgärder för att få de finansiella marknaderna att fungera bättre och underlätta kreditförsörjningen.

Ett sätt att försöka illustrera händelseutvecklingen är att studera centralbankernas balansräkningar. Exakt hur dessa balansräkningar ser ut varierar mellan länder, men de har en del gemensamma drag. Låt mig för enkelhets skull, och utan att göra anspråk på att återge verkligheten exakt, anta en stiliserad balansräkning. På tillgångssidan finns utländska och inhemska tillgångar samt utlåning till bankerna. På skuldsidan finns sedlar och mynt, inlåning från bankerna samt eget kapital. (Bild 5)

Omslutningen i centralbankernas balansräkningar ökade dramatiskt under hösten förra året och har blivit kvar på ungefär de nivåerna sedan dess. Mycket av ökningen beror på att utlåningen till bankerna expanderat. (Bild 6)

Som jag konstaterat ökade Riksbanken under andra halvåret 2008 sin utlåning till bankerna med över 450 miljarder kronor. Genom den ökade utlåningen växte Riksbankens balansräkning under andra halvåret 2008 från cirka 200 till cirka 700 miljarder kronor, det vill säga mer än tre gånger. Det som hände var i korthet att när interbank- och värdepappersmarknaderna slutade fungera normalt uppstod en ökad efterfrågan från bankerna på lån och på likviditetsreserver i Riksbanken. Man kan säga att Riksbanken fungerat som intermediär såtillvida att banksystemet kunnat låna på längre löptid för att placera i en säker och likvid tillgång i Riksbanken. (Bild 7a och bild 7b)

Jämför vi balansräkningarna i slutet av juni och slutet av december 2008 – det vill säga före och efter Lehman Brothers ansökan om konkursskydd – ser vi att utlåningen i svenska kronor har ökat med cirka 260 miljarder kronor. Det här återspeglar sig på skuldsidan i ökningen av Riksbankens finjusteringsfacilitet, där bankerna placerar sin överskottslikviditet över natten, och i ökningen av riksbankcertifikat med en veckas löptid. Bankerna har alltså ökat sina reserver i Riksbanken.

Riksbanken har också lånat ut närmare 200 miljarder kronor i amerikanska dollar. Det här har vi finansierat dels genom att belåna vår valutareserv, dels genom ett låneavtal med Federal Reserve. Att valutareserven förefaller ha ökat beror framför allt på växelkurseffekter.

I skuldposten "Övrigt" ingår bland annat Riksbankens resultat och värdepapperskontron. Att den har ökat beror främst på valutakurseffekter, men också på att vi ju tjänat en del pengar på de här transaktionerna.



■ En del andra centralbanker, som Federal Reserve och Bank of England, har gått ett steg längre. Utöver att öka utlåningen till bankerna har de dessutom köpt olika typer av inhemska finansiella tillgångar. När centralbanken lånar ut pengar till bankerna eller köper olika typer av tillgångar ökar bankernas tillgång till betalningsmedel. Då ökar även den så kallade monetära basen på balansräkningens skuldsida, det vill säga summan av utestående sedlar och mynt samt bankernas inlåning i centralbanken.

Centralbankernas åtgärder har alltså det gemensamt att de blåst upp balansräkningarna och ökat den monetära basen. Men det finns ändå vissa skillnader och olika centralbanker har också beskrivit sina åtgärder på lite olika sätt. Exempelvis har huvuddelen av de åtgärder Federal Reserve vidtagit syftat till att underlätta för hushåll och företag att få tillgång till krediter och minska riskspreadar. Strategin har därför kallats för "credit easing". Man har då fokuserat på balansräkningens tillgångssida och exempelvis köpt olika typer av inhemska privata finansiella tillgångar. Vad som hänt med den monetära basen på balansräkningens skuldsida har i det här sammanhanget inte varit det centrala, även om givetvis allt som sker på tillgångssidan i en balansräkning har en direkt återspeglning på skuldsidan och vice versa. Rent tekniskt har den monetära basen även ökat i Sverige på grund av att Riksbanken har ökat sin utlåning till bankerna. Men detta har inte varit huvudsaken med den ökade utlåningen och är heller inte något som under rådande omständigheter kan förväntas automatiskt leda till ökad kreditgivning till låntagare utanför banksystemet. Däremot har Riksbankens utlåning underlättat handeln på interbankmarknaden.

Men att öka den monetära basen kan ibland också vara en uttalad strategi. Man brukar då tala om "quantitative easing". Vad man har i åtanke med den termen är att centralbanken övergått från penningpolitiska lättnader i form av minskningar i *priset* på bankernas inlåning i centralbanken, det vill säga styrräntan, till att öka *kvantiteten* på bankernas inlåning – och den monetära basen – direkt. Det råder delade meningar om hur "quantitative easing" exakt fungerar och hur det förhåller sig till "credit easing". De flesta ekonomer brukar uttrycka en viss ödmjukhet när det gäller att beskriva de konkreta kanalerna. Kraftigt förenklat kan man illustrera det man vill åstadkomma med hjälp av en klassisk kvantitetsekvation. (Bild 8)

Den här välkända ekvationen säger att penningmängden gånger omsättningshastigheten för pengar är lika med prisnivån gånger produktionen. I djupa kriser minskar omsättningshastigheten på pengar,  $V$ . För att hålla uppe priserna,  $P$ , och produktionen,  $Y$ , behöver då penningmängden,  $M$ , öka.

Genom att köpa statspapper och därmed öka utbudet av pengar, önskar centralbankerna uppnå ett ökat utbud av krediter och därmed bättre likviditet hos privata aktörer och i förlängningen ökad konsumtion. Det här förutsätter dock att bankerna inte bara hamstrar de här extra reserverna utan också faktiskt ökar utlåningen. Om centralbanken köper statsobligationer kan också riskfria räntor med lite längre löptid gå ner. När man tillämpar "quantitative easing" kan man alltså förenklat säga att man fokuserar på balansräkningens skuldsida, medan utseendet på tillgångssidan blir mindre centralt även om också det avspeglas i balansräkningen. Det uttalade skälet för detta skift från pris till kvantitet brukar vara att "priset" inte längre kan påverkas eftersom styrräntan är noll. Man skulle därför kunna säga att "quantitative easing" är en mer renodlad "penningpolitik vid nollränta" än "credit easing". Den senare inriktar sig mer direkt på att reducera spreadarna och förbättra kreditförsörjningen i ekonomin. Det ska dock

■ understrykas att nollränta inte nödvändigtvis är en förutsättning vare sig för "quantitative easing" eller "credit easing" och man kan ibland finna användning för båda metoderna även när styrräntan är positiv.

De åtgärder som Bank of England började genomföra i början av mars kan beskrivas som "quantitative easing". I sin kommunikation har man talat om att injicera pengar direkt i ekonomin. Detta sker genom köp av statspapper och i viss mån även av värdepapper utgivna av privata aktörer, till exempel företagsobligationer. Det senare kan sägas innebära att det i strategin också finns inslag av "credit easing", så tillvida att kreditförsörjningen till företagen underlättas. Federal Reserve har ett mera uttalat fokus på att minska spreadarna på de marknader som anses viktiga för det finansiella systemet, men har nyligen också börjat köpa statspapper i större skala.

Både "quantitative easing" och "credit easing" är exempel på en typ av politik som bara tas till under speciella och ovanliga omständigheter, och vars effekter vi därför helt enkelt än så länge inte vet speciellt mycket om. Jag tror att det är viktigt att ha det klart för sig – den situation som uppstått är ny för i princip alla centralbanker i länder med väl utvecklade finansiella marknader. Hur den bäst bör hanteras är en fråga som man nog gör klokt i att nalkas med en god portion ödmjukhet.

Hur ser det då ut här hemma – kommer vi att behöva ta till lika långtgående åtgärder som exempelvis Bank of England eller Federal Reserve nu vidtar? Svaret på den frågan är att vi helt enkelt inte vet det än. Vad vi kan säga är att vi är beredda att göra vad som behövs, när det behövs, inom de ramar vi har. Vi har ju dessutom förmånen att vara i ett läge där vi kan få en indikation på hur väl de okonventionella åtgärder andra centralbanker har vidtagit fungerar, även om olikheter mellan länder förstås gör att man inte kan dra alltför långtgående slutsatser. I den meningen är det en fördel att krisen för vår del inte är hemmagjord och att vi ligger senare i den här besvärliga cykeln.

En nyckel till vilka åtgärder som kan komma att behövas i Sverige är om den traditionella penningpolitiken – att hålla räntan låg – kommer att vara tillräcklig. Det som har betydelse för efterfrågan i ekonomin är realräntan, det vill säga den nominella räntan minus förväntad inflation. Inflationsförväntningarna hos hushåll och företag är alltså viktiga. Det gäller framförallt att undvika ett läge där trovärdigheten för inflationsmålet rubbas och ekonomins aktörer ställer in sig på långvarig deflation, det vill säga att priserna kommer att falla under överskådlig tid. Även om den nominella räntan pressats ner så långt det går kan då den reala räntan vara för hög för att stimulera efterfrågan.

Riksbankens penningpolitiska ramverk är en styrka i det här sammanhanget. Att vi har ett etablerat, sifferfäst mål för inflationen gör det rimligen lättare att hålla inflationsförväntningarna väl förankrade på den positiva sidan av nollstrecket. Enligt enkätundersökningar är också förväntningarna väl i linje med målet på några års sikt. På kortare sikt ligger de lägre, men det är å andra sidan inte speciellt konstigt – det gör ju också inflationen i våra egna prognoser.

Vi får nu inte heller glömma att Riksbanken inte är den enda myndighet som påverkar räntorna i ekonomin. Förutom Riksbankens åtgärder, påverkar naturligtvis krisåtgärder från Finansdepartementet och Riksgälden kostnaderna (spreadarna) på kreditmarknaden. Finanspolitiska stimulanser påverkar också kostnaderna för kreditrisk och därmed priset på krediter. Man ska inte heller glömma bort att tillsyn och reglering som sätter upp restriktioner av olika slag,

■ exempelvis kapitaltäckningskrav på bankerna, indirekt kan påverka priset på krediter.

En fråga vi brottas med just nu är hur allvarlig kreditåtstramningen är, och om den riskerar att drabba den icke-finansiella sektorn i en sådan utsträckning att det får stora återverkningar på realekonomin utöver den kreditåtstramning som normalt följer på en lågkonjunktur som försämrar företagens och hushållens kreditvärdighet. Å ena sida minskar utbudet av krediter när bankerna vill krympa sina balansräkningar. Många företag i Riksbankens företagsundersökning uppger till exempel att de har svårt att få lån med längre löptider. Å andra sidan bör efterfrågan på krediter samtidigt falla som en konsekvens av den svaga konjunkturen. Vad gör man då åt detta och vad är centralbankernas roll i att avhjälpa en kreditåtstramning?

Riksbankens utgångspunkt är att det är det finansiella systemet som så långt som möjligt ska stärkas för att klara uppgiften med att försörja marknaden med krediter. Det är främst bland affärsbankerna som kunskapen om krediter till icke-finansiella företag finns. I första hand behöver bankerna mer kapital för att öka motståndskraften mot eventuellt kommande förluster. Det här kan indirekt förväntas öka bankernas kreditkapacitet. Många banker har redan stärkt sin kapitalbas. Regeringens kapitalprogram gör det dessutom möjligt för staten att ytterligare skjuta till kapital om det skulle behövas.

I värsta fall kan det givetvis bli nödvändigt att den svenska staten på något sätt ger lån eller garantier direkt till den icke-finansiella sektorn. Men det är inte i första hand en uppgift för Riksbanken. Samtidigt är det viktigare än någonsin att myndigheter samarbetar på ett effektivt sätt och drar åt samma håll. Olika faser och beståndsdelar av krisen kräver insatser av varierande slag både från centralbanken och från andra myndigheter. Det är oerhört viktigt att de här insatserna samordnas väl och att arbetsfördelningen är klar.

## **Hur förhindrar vi kriser i framtiden?**

Jag har nu bland annat talat om vad myndigheter gör för att mildra den finansiella krisen, hur penningpolitiken bedrivs både i normala fall och i den rådande situationen, och om det allt tydligare sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. En mycket viktig fråga är givetvis vilka lärdomar vi kan dra för framtiden. Hur kan vi från myndigheternas sida undvika att det finansiella systemet hamnar i en liknande situation igen? Kan vi på något sätt få bättre genomslag för makrofaktorer och systemriskfaktorer i våra policyåtgärder och tillsynsarrangemang?

## ***Spräcka bubblor med räntepolitik?***

Många bedömare anser att en viktig faktor bakom den aktuella finanskrisen är att räntorna har hållits på en låg nivå för länge, särskilt i USA. Bakom den politik som förts låg synsättet att centralbanker inte är speciellt bra på att bedöma om det verkligen rör sig om en tillgångsbubbla eller inte. Därför bör penningpolitiken endast svara på en snabb ökning av huspriser och skuldsättning om detta enligt prognoserna riskerar att leda till en överhettning i ekonomin och därmed en alltför hög inflation. Om så inte är fallet ska centralbanken vänta och se, men vara beredd att snabbt lätta på penningpolitiken om huspriserna rasar och efterfrågan i ekonomin sjunker kraftigt.

■ Det synsättet har kommit att ifrågasättas alltmer, inte minst eftersom arbetet med att "städa upp i efterhand" har visat sig kunna bli ganska omfattande om centralbankerna under uppbyggnadsfasen varit alltför passiva. Detta gäller speciellt om prisbubblan kan kopplas samman med en kreditexpansion. I de flesta fall är det en sådan kreditexpansion – och inte priserna i sig själva – som är det mest oroande.

Borde inte då penningpolitiken kunna användas mer aktivt för att dämpa en uppgång i tillgångspriserna? Det är en svår fråga som kräver fördjupad analys, men där det knappast blir lätt att finna en generell policyslutsats. Däremot är jag övertygad om att många centralbanker kommer att se över sina makroekonomiska modeller och precisera tillgångsprisernas roll för transmissionsmekanismen. Jag tror dock inte att vi ska överdriva penningpolitikens förmåga att förhindra att kriser uppstår. Även om en alltför expansiv penningpolitik kan bidra till uppbyggnaden av en bubbla är det mindre klart i vilken utsträckning penningpolitiken helt och hållet kan förhindra att det sker. Det troliga är att det skulle krävas ganska avsevärda räntehöjningar, något som nog kan vara svårt för centralbankerna att få gehör för när motiven för räntehöjningen inte är glasklara. Men mer måttliga räntehöjningar skulle naturligtvis kunna bidra på marginalen. Om inte annat skulle det ge en signal från centralbanken att man ser vissa problem med utvecklingen. Jag tror också att riskscenarier med en längre prognoshorisont kan vara en väg att gå för att tydliggöra vilka riskerna kan vara på längre sikt. Det kan tänkas att priset på bostäder eller någon annan tillgång kan komma att drivas av faktorer som är svåra att förklara eller kan förmodas ge upphov till ineffektiv riskallokering och stora fluktuationer i den ekonomiska aktiviteten och inflationen. Då kommer detta på ett eller annat sätt att leta sig in i vårt sätt att tänka kring penningpolitiken.<sup>2</sup> Trots det är det troligen så att det största bidraget till en effektivare strategi är att se till att lämpliga regler och tillsynsarrangemang finns på plats.

### ***Nya tillsynsarrangemang***

Som jag tidigare nämnt var ett av problemen att den finansiella tillsynen inte tog tillräcklig hänsyn till makrofaktorer och systemrisk. På svensk nivå är det givetvis viktigt att se till så att samordningen mellan Riksbanken och Finansinspektionen fungerar så bra som möjligt.

Dessutom krävs det samordning på internationell nivå. I november 2008 gav EU-kommissionen fransmannen Jacques de Larosière i uppdrag att leda en grupp för att utforma förslag på hur tillsynsarrangemangen inom EU ska kunna förbättras. Förslagen presenterades den 25 februari i år.<sup>3</sup> Till förslagen hör bland annat att inrätta ett särskilt råd, *European Systemic Risk Council*, med ansvar för den övergripande stabilitetstillsynen, "macro-prudential supervision", i EU. Tanken är att de tjugoosju centralbankerna i EU ska ingå i rådet och att rådet ska hämta resurser från ECB. Uppgiften blir bland annat att samla in och analysera information, exempelvis om makroekonomiska förhållanden, som kan ha betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet.

<sup>2</sup> Se Ingves, S. (2007), "Housing and Monetary Policy – a View from a Inflation Targeting Central Bank", tal vid ett symposium, Housing, Housing Finance and Monetary Policy, anordnat av the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, USA, 1 september 2007.

<sup>3</sup> The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, 25 februari 2009.

■ Till problemen hörde också att tillsynen har haft ett allt för nationellt fokus. de Larosière-gruppen föreslår därför förstärkt samordning av de nationella tillsynsmyndigheterna. Idag finns redan ett samarbete inom EU rörande finansiell tillsyn. Det sker bland annat i särskilda kommittéer för tillsyn på bank-, värdepappers- och försäkringsområdet. Nu föreslår man att dessa tillsynskommittéer får myndighetsstatus. Det gör att det blir tydligare att gemensamma tillsynsstandarder blir bindande och inte som idag rekommendationer.

Även om jag gissar att vi på sikt behöver gå längre än så här, är det ett steg i rätt riktning, och inte en dag för tidigt!

Krishanteringsarrangemangen behöver också stärkas. Tillsyn, reglering och krishantering hänger ihop. Det kan verka självklart. Men här har samma psykologiska fenomen som drivit privata aktörer till för högt risktagande funnits bland politiker och andra ansvariga. Så länge som allt går bra vill man inte gärna se riskerna. Jag konstaterar att Sverige och Riksbanken legat långt framme i de här diskussionerna. Det är bra att många andra länder nu fått upp ögonen för detta.

### ***En Taylor-regel för kapitaltäckning?***

Låt mig så här mot slutet av mitt anförande få pröva en idé på er. Det som är så trevligt med den här församlingen är att man kan tillåta sig sådana friheter utan att detta ges någon missriktad penningpolitisk tolkning. Alla i den här församlingen är bekanta med den så kallade Taylor-regeln, som förekommer i olika varianter. Det här är, kort uttryckt, enkla reaktiva regler för att justera styrräntan som svar på förändringar i både inflationen och den ekonomiska aktiviteten. Sådana här Taylor-regler har blivit ett behändigt verktyg för att studera och utvärdera penningpolitik utan att behöva ta till mer detaljerad analys av utbud och efterfrågan på pengar. Som en parentes kan det i sammanhanget vara värt att påminna om Knut Wicksells på många sätt banbrytande penningteori, som han presenterade just vid Nationalekonomiska föreningens sammanträde den 14 april 1898, det vill säga nästan på dagen för 111 år sedan.<sup>4, 5</sup> I sin teori om den naturliga räntan föreslog Wicksell den kanske enklaste av enkla reaktiva penningpolitiska regler någonsin: "*Om priset går upp, så ska räntan höjas; och om priset faller, så ska räntan sänkas...*".<sup>6, 7</sup>

Idag brukar vanligen en Taylor-regel uttrycka styrräntan som en funktion av inflationstakten och dess avvikelser från den önskade inflationstakten, outputgapet uttryckt som logaritmen av real BNP och logaritmen av dess avvikelser från potentiell BNP, samt realräntan. (Bild 9)

Den här typen av regler är ett av många kompletterande verktyg som de flesta centralbanker idag använder i sin penningpolitiska analys, även om de inte ersätter andra och mer ingående analyser och kvalitativa bedömningar.

<sup>4</sup> Samma år publicerade Knut Wicksell en bok i ämnet, *Geldzins und Güterpreise* (Gustaf Fischers förlag, Jena 1898; översatt 1936 *Interest and Prices*, MacMillan, London).

<sup>5</sup> Se också Siven, C.-H.(1998), "Penningteori utan pengar – hundra år med Knut Wicksell", *Ekonomisk Debatt* 1998, årg 26, nr 6.

<sup>6</sup> Wicksell, 1898 [1936], s. 189.

<sup>7</sup> Se också Orphanides, A. (2007) "Taylor Rules", Board of Governors of the Federal Reserve System, January 2007.

■ Borde inte liknande enkla regler kunna användas för att få till stånd en mer balanserad kreditillväxt i ekonomin och en stabilare finanssektor? Här skulle tillsynsregler kunna kombineras med makrofaktorer till en enkel regel för att dämpa svängningar och göra bankerna mer motståndskraftiga. Kostnaden för bankernas utlåning beror bland annat på marknadens kapitalkrav som i sin tur beror på de krav som regelverket ställer upp. Principen är att bankerna måste hålla en viss mängd eget kapital på sina balansräkningar som står i proportion till mängden riskfyllda tillgångar i form av främst utlåning. På samma sätt som man kan uttrycka styrräntan som en Taylor-regel, borde man kunna uttrycka bankernas kapitalkrav som en funktion av exempelvis utlåningsgapet eller utlåningstillväxten i ekonomin och outputgapet. (Bild 10)

Här blir alltså det kapitalkrav som bankerna möter avhängigt den totala utlåningens utveckling i förhållande till någon långsiktig trend och den ekonomiska aktiviteten. Idén är att kapitalkraven ökar när utlåningen tilltar för kraftigt, och minskar när utlåningen avtar. På det sättet tvingas banksystemet bygga upp kapitalreserver i goda tider, som i sin tur kan användas för att täcka förluster i sämre tider. Man skapar en modell som jämnar ut cykler snarare än förstärker dem. Dagens kapitaltäckningsregler brukar ju ibland beskyllas för att vara procykliska. I bästa fall får man alltså en mer balanserad utveckling, både när det gäller kreditillväxten och bankernas motståndskraft mot chocker. Det är alltså en lite mer generell ansats än exempelvis det system med dynamiska förlustreserveringar som finns i Spanien.<sup>8</sup> Det fina i kråksången är också att vi genom att använda aggregerade mått på utlåningstillväxten fångar även sådant som annars skulle hamna utanför bankernas balansräkningar.

Notera att man kan göra en koppling mellan Taylor-regeln för styrräntan och en motsvarande regel för kapitaltäckning. Låt mig återknyta till en ekvation som jag visat tidigare idag, nämligen bankernas utlåningsränta uttryckt som en funktion av centralbankens styrränta och en riskpremie. (Bild 11)

Premien beror som sagt bland annat på bankens krav på kompensation för behovet av kapitaltäckning för utlåningen. Om kapitaltäckningskravet styrs med hjälp av vår speciella regel, kommer inte bara bankspecifika risker att prisas in i utlåningsräntan, utan även systemriskfaktorer.

Bankernas utlåningsränta beror alltså på både styrräntan och en premie som i sin tur beror av bland annat regeln för kapitaltäckningskravet. Dessutom beror både Taylor-regeln för styrräntan och regeln för kapitaltäckning på outputgapet. Det gör att man i princip kan koppla ihop de här ekvationerna i ett system. På så sätt kan vi få en modell som sammanlänkar penningpolitik och finansiell stabilitet.

Jag vill understryka att det här bara är högst preliminära tankegångar, som jag först lanserade i samband med en konferens i Genève i januari i år. Från den här konferensen gavs det för övrigt ut en utmärkt rapport, som jag kan rekommendera till läsning.<sup>9</sup> Mer arbete behövs givetvis för att specificera och skatta en modell av det här slaget. Och mätproblemen för de ingående variablerna är förstås stora. Det skulle dessutom givetvis kräva en del insatser för att kommunicera en sådan här regel. Men som en utgångspunkt för att tänka kring de här frågorna tycker jag att sådana här stiliserade modeller kan vara till hjälp. Dessutom tror jag att handfasta kvantitativa regler av det här slaget kan

<sup>8</sup> <http://www.bde.es/provesta/proestae.htm>

<sup>9</sup> Brunnermeier, M. et al. (2009). The Fundamental Principles of Financial Regulation. Geneva Report on the World Economy. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2796>.

■ vara ett värdefullt stöd för de myndigheter som utövar tillsyn över bankerna. Jag hoppas att den här utvecklingen ska inspirera någon att tänka vidare. Det borde ge både enskilda länder och det blivande *European Systemic Risk Council* något att bita i.

## Några avslutande reflektioner

Låt mig till sist få göra några reflektioner. Till stora delar liknar dagens finanskris många tidigare finanskriser. Perioder av stark optimism med snabbt stigande tillgångspriser och snabb kreditexpansion som plötsligt bryts och övergår i djupaste pessimism är inget nytt. Sådana scenarier med "boom and bust" har vi sett många gånger förr. Det tycks höra till den mänskliga naturen att dras med i en överoptimistisk yra och att underskatta riskerna så länge allting bara går upp.

Det som skiljer den här krisen från tidigare är givetvis den globala omfattningen och den stora komplexiteten. Det innebär att vi kan lägga på ytterligare ett par lager i grunden på Turners målarduk. De senaste decenniernas globalisering och utveckling av den finansiella ingenjörskonsten hör så att säga till grundmålningen på kanvasen. Omfattningen och komplexiteten gör situationen på många sätt betydligt allvarligare än tidigare. Det som händer ställer oss också mer konfunderade än vi var vid tidigare kriser.

Samtidigt ser vi nu i spåren av krisen en tilltagande avglobalisering. Den gränsöverskridande integrationen av den finansiella sektorn har avstannat abrupt. Och i den globala konjunkturedgången frestas många länder att ta till protektionistiska åtgärder. Det är en utveckling som oroar.

Både globaliseringen och utvecklingen av den finansiella tjänstesektorn bär med sig stora potentiella välfärdsvinster. Under de senaste decennierna har en allt större del av världens befolkning fått dräglig levnadsstandard, och en allt mindre del lever i fattigdom. Finansiell integration och nya tjänster leder till effektivitetsvinster som på sikt gynnar hushåll och företag i alla länder. Det gäller att vi nu inte kastar ut de här välfärdsvinsterna genom fönstret.

Samtidigt har vi ju med all önskvärd tydlighet sett utvecklingens risker. Flödena i det finansiella systemet har ökat kraftigt samtidigt som systemet har blivit allt mer komplext och svårt att överblicka. Det ömsesidiga beroendet mellan olika marknader har ökat. Det innebär att kriser mycket snabbare och med större kraft än tidigare kan drabba allt fler ekonomier samtidigt.

Vad det nu handlar om är att finna de rätta redskapen för att hantera dessa nya risker; att hitta instrument för en mer balanserad utveckling. Det behövs en bättre översyn av uppbyggnaden av globala risker. För det behövs ökat samarbete mellan myndigheter världen över. Det behövs större harmonisering av regelverk och tillsynspraxis. Det behövs en bättre beredskap för att hantera gränsöverskridande kriser. Och för att hitta medel för att motverka uppbyggnaden av stora obalanser måste vi börja tänka i delvis nya banor.

För närvarande upprätthålls funktionsförmågan i det finansiella systemet med hjälp av de åtgärder som myndigheterna vidtar. Ett tecken på att krisen inte längre är lika akut är att skillnaden mellan räntan på interbanklån och räntan på korta statspapper har fallit tillbaka i såväl Sverige som i USA och euroområdet. De här ränteskillnaderna är nu tillbaka på ungefär samma nivåer som rådde strax innan krisen förvärrades hösten 2008. Men de finansiella marknaderna fungerar

- fortfarande betydligt sämre än normalt. Det är också fortfarande svårt för företag att finansiera sig på kapitalmarknaden.

Den stora frågan är nu hur vi ska få förtroendet att återvända till de finansiella marknaderna så att de klarar sig själva. Det här är en uppgift som myndigheter runt om i världen brottats med ett tag nu.

Enligt min uppfattning krävs det ett reningsbad i det internationella banksystemet. De problem som tynger bankernas balansräkningar måste lyftas fram i dagsljuset. Bara när vi ser botten på förlusterna kan förtroendet återvända. Den stora komplexiteten i dagens finansiella system gör att detta är en betydligt svårare process än vid 1990-talets svenska bankkras. Hur lång tid det kommer att dröja innan de åtgärdsprogram som för närvarande genomförs i Europa och i andra delar av världen får avsedd effekt är svårt att säga. Under tiden står Riksbanken beredd att göra vad som behövs för att upprätthålla funktionaliteten i det svenska finansiella systemet. Tack för ordet!