



ANFÖRANDE

DATUM: 2009-05-06
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Avanza Bank, 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 aktuella ekonomiska läget

I det penningpolitiska protokollet som publicerades i går redogörs för hur vi i direktionen resonerade när reporäntan sänktes till 0,5 procent vid det penningpolitiska mötet den 20 april. Jag tänker i dag ge min syn på konjunkturen och penningpolitiken. De centrala frågorna jag vill ta upp är:

- Orsakerna till den globala finansiella krisen och den efterföljande recessionen globalt och i Sverige.
- De ekonomisk-politiska åtgärder som vidtagits globalt och i Sverige för att stimulera kreditgivningen och hejda den ekonomiska nedgången.
- Den senaste ekonomiska utvecklingen i Sverige och i omvärlden.
- Mina argument för att sänka reporäntan till 0,5 procent, räntebanan och tänkbara nya okonventionella penningpolitiska åtgärder.

Den finansiella krisen är en följd av ett flertal faktorer

Högt sparande i Kina och oljeproducerande länder har bidragit till låga räntor och kreditexpansion i ett antal länder

Från början av 1990-talet till 2005 steg det amerikanska bytesbalansunderskottet markant. Den huvudsakliga förklaringen till att underskottet steg var ett minskat sparande bland hushållen. Det amerikanska bytesbalansunderskottet motsvaras av överskott i framför allt Kina och ett antal oljeproducerande länder där sparandet är högt. Dessa länder har sökt avkastning på sitt finansiella kapital utomlands genom att bland annat investera i amerikanska statspapper. Den ökade efterfrågan på amerikanska statsobligationer har under en längre tid pressat ned långa räntor i USA. Därtill förde den amerikanska centralbanken en expansiv penningpolitik i samband med recessionen i början av 2000-talet och under åren därefter. De låga räntorna har stimulerat konsumtion och investeringar i USA. De bidrog inte minst till att bostadspriserna steg snabbare än hushållens inkomster. Stigande börs- och bostadspriser bidrog till ett minskat hushållssparande, vilket huvudsakligen förklarar det stigande bytesbalansunderskottet fram till att bubblan sprack på bostadsmarknaden. Problemen med en tidigare överhettad bostadsmarknad är dock inte begränsade till USA utan finns även i ett antal andra länder.

■ ***Nya belåningsformer, bland annat så kallade subprimelån, bidrog till överhettningen på den amerikanska bostadsmarknaden***

Under åren 2004 och 2005 blev nya låneformer på bostadsmarknaden i USA allt vanligare, inte minst så kallade subprimelån. Subprimelånen är lån som riktar sig till hushåll med låga inkomster. Ofta lockade långivarna med mycket låga räntor under de två första åren av lånet. Räntorna steg dock sedan kraftigt efter denna period. Förmodligen var kreditprövningen av hushållen ofta inte allt för omfattande. Långivarna förväntade sig att fortsatt stigande bostadspriser skulle höja värdet på säkerheten, ett antagande som innebar att risken för långivarna bedömdes som liten. Den starka ökningen av de nya bolåneformerna bidrog till överhettningen på bostadsmarknaden.

En annan faktor som också kan antas ha bidragit till bubblan på bostadsmarknaden i USA är den amerikanska bostadspolitiken som sedan mitten av 1990-talet blev allt mer inriktad på att öka bostadsägandet bland hushållen. Exempelvis skulle de halvstatliga bostadslåneinstituten Freddie Mac och Fannie Mae låna ut en viss del av sin totala utlåning till låginkomsttagare. Detta bidrog till att många hushåll fick lån trots att deras återbetalningsförmåga var osäker. Exempel som liknar den kreditexpansion som funnits i USA finns även i ett antal andra länder.

Hösten 2005 sprack bubblan på bostadsmarknaden i USA och bostadspriserna började sjunka. Eftersom värdet på hushållens viktigaste säkerhet sjönk kunde allt fler hushåll inte längre lägga om sina subprimelån till fortsatt låg ränta. Långivarna hade stramat åt kreditvillkoren. Räntechocken som följde innebar att allt fler hushåll fick betalningsproblem, vilket i sin tur pressade ned bostadspriserna ytterligare. Detta skedde då allt fler hushåll och banker var tvungna att sälja husen på exekutiv aktion till ett lägre pris än tidigare.

Problemen med subprimelånen spred sig till andra delar av världsekonomin

Subprimelånen paketerades om till nya investeringsinstrument som sedan såldes till investerare i andra länder. När det blev allt mer uppenbart att dessa papper sannolikt var avsevärt övervärderade uppdagades att till exempel banker gjort stora förluster. Osäkerheten om vilka banker som gjort de största förlusterna bidrog till att bankerna inte längre ville låna ut till varandra. Den finansiella krisen eskalerade när den amerikanska regeringen hösten 2008 beslutade sig för tillåta den amerikanska investeringsbanken Lehman Brothers att gå under. Oron på de globala finansmarknaderna steg och den finansiella krisen som startade i USA utvecklades till en global kris.

Tillsynen på de finansiella marknaderna har inte varit tillräcklig

I efterhand kan vi konstatera att många placerare tog allt för stora risker. Det pris på risk som man hade räknat med var för lågt. Det kan också konstateras att ratinginstituten satte för höga betyg på de nya finansiella produkterna i och med att de inte hade tagit tillräcklig hänsyn till risken att dessa produkter inte skulle kunna omsättas på marknaden. Tillsynen av de finansiella marknaderna tog samtidigt inte tillräcklig hänsyn till de problem som kan följa av en husprisbubbla som spricker. Belöningsstrukturerna bland de privata aktörerna har dessutom uppmuntrat till kortsiktighet och stort risktagande. Alla dessa problem hör dock delvis samman med den goda tillgång på riskvilligt kapital som skapats genom högt sparande i vissa delar av världen.

■ ***Kreditgivningen har dämpats i ett antal länder och den finansiella krisen har bidragit till recession i världsekonomin***

Problemen på bostadsmarknaden och den finansiella kris som uppstod har lett till att kreditvillkoren stramats upp i några av de stora ekonomierna i världen. Svårigheterna att få lån har där bidragit till att en del företag har svårt att finansiera sina investeringar och det har dämpat hushållens konsumtion.

Sjunkande börser och bostadspriser har bidragit till att hushållens förmögenhet snabbt har minskat i många länder. Även detta dämpar konsumtion och investeringar. Den finansiella krisen har bidragit till att BNP i världen som helhet minskar i år och att arbetslösheten i de flesta länder stiger. Riksbanken bedömer att recessionen i den globala ekonomin 2008–2009 blir den värsta under efterkrigstiden.

Omfattande ekonomisk-politiska åtgärder har vidtagits

Till skillnad mot hur den ekonomiska politiken fördes i slutet av 1920-talet och början av 1930-talet har myndigheterna denna gång agerat snabbt och kraftfullt.

Centralbanker har agerat snabbt

I USA har styrräntan sänkts från 5,25 procent hösten 2007 till 0,25 procent. Den europeiska centralbanken har sänkt sin styrränta från 4,25 procent hösten 2008 till 1,25 procent och Riksbanken har sänkt reporäntan från 4,75 procent till 0,5 procent. Ett antal andra centralbanker har gjort liknande lättnader i penningpolitiken i syfte att stimulera efterfrågan och mildra finanskrisens återverkningar på produktion och sysselsättning.

Utöver räntesänkningarna har några centralbanker vidtagit så kallade okonventionella åtgärder. Syftet har varit att trygga kreditförsörjningen och motverka hoten mot den finansiella och makroekonomiska stabiliteten. Centralbankerna har bidragit med stora tillskott av likviditet, det vill säga lånat ut pengar till bankerna mot säkerhet. Flera centralbanker har också gett nödkrediter till enskilda institut. Federal Reserve, Europeiska centralbanken och en del andra centralbanker har dessutom genom så kallade swapavtal lånat ut pengar till andra centralbanker för att öka tillgången på utländsk valuta i vissa andra länder. Regeringarna har erbjudit garantier och kapitalinjektioner för att minska risken för fler konkurser i den inhemska banksektorn.

En annan viktig åtgärd för att stärka förtroendet i världsekonomin är beslutet på det så kallade G20-mötet i London i början av april att förstärka IMF:s resurser för att bistå de tillväxtländer som har problem.

De åtgärder som har vidtagits av centralbanker och regeringar världen över har bidragit till att minska trycket på interbankmarknaderna. Utan dessa åtgärder hade vi sannolikt stått inför en finansiell härdsmläta. Ett tecken på att krisen inte är lika akut längre är att de så kallade TED-spreadarna har fallit tillbaka såväl i Sverige som i USA och euroområdet. TED-spreaden är skillnaden mellan en tremånaders interbankränta och en tremånaders statskuldsväxel. Spreadarna är nu tillbaka på ungefär de 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. Dessutom löser inte likviditetstillförseln från centralbankerna bankernas kapitalproblem. Av det skälet är det inte överraskande att man i internationella sammanhang i dag inriktar diskussionen mer på solvens än likviditet. Det skulle

■ vara mycket välkommet om många länder på ett effektivt och transparent sätt började skilja dåliga banker från goda.

Även i Sverige har vi genomfört en lång rad okonventionella åtgärder för att värna den finansiella stabiliteten och mildra de negativa effekterna av finanskrisen. Under andra halvåret 2008 ökade Riksbanken sin utlåning till bankerna med över 450 miljarder kronor. Av detta belopp avsåg närmare 200 miljarder kronor utlåning i dollar. Den har vi till största delen finansierat genom ett swapavtal med Federal Reserve i USA. Vår egen valutareserv var inte tillräckligt stor för att klara av en så omfattande utlåning i dollar. Genom den ökade utlåningen har Riksbankens balansräkning sedan sommaren 2008 växt från cirka 200 till drygt 600 miljarder kronor.

Vi har också ändrat våra säkerhetskrav vid utlåningen till bankerna så att bankerna i dag får lämna fler typer av värdepapper som säkerheter och på så sätt lättare kan upprätthålla sina funktioner på marknaden. Vi har gett särskilt likviditetsstöd till Kaupthing och Carnegie för att värna den finansiella stabiliteten och säkerställa funktionssättet på de finansiella marknaderna. Vi har beslutat om utlåning på längre löptider, med rörlig ränta och med mindre påslag. Vi har även utökat antalet motparter i vår utlåning. Därutöver har vi slutit swapavtal med Island, Estland och Lettland för att stödja krishanteringen i dessa länder.

Utvecklingen i Baltikum är viktig för den svenska finanssektorn. Här har den ekonomiska nedgången varit särskilt stark och den anpassning som måste till är inte alls genomförd. Riskerna i vårt närområde är med andra ord stora och om det går riktigt illa får det negativa effekter för den svenska finanssektorn. De åtgärder som Riksbanken och statliga myndigheter vidtagit har dock haft en positiv inverkan på kreditgivningen i Sverige. Det finns än så länge få tecken på att företagen drabbats av kreditåstramning utöver den som den djupa lågkonjunkturen fört med sig. Eftersom banksektorn är en mycket viktig del av hur penningpolitiken påverkar ekonomin, är det av stor vikt att följa utvecklingen på kreditmarknaden noga. Indirekt innebär det här också att det är viktigt att de svenska bankerna tar sig an sina problem i Baltikum med både kraft och snabbhet. Detta för att undvika att den inhemska transmissionsmekanismen störs av osäkerheten i vår omvärld. Här flyter penningpolitik och finansiell stabilitet ihop.

Även Riksgälden och Finansinspektionen har vidtagit åtgärder för att mildra finanskrisen. Regeringen har höjt den statliga insättningsgarantin och utvidgat den till att täcka alla slag av insättningar på konton, infört ett garantiprogram, inrättat en stabilitetsfond och beslutat om möjligheter till att ge kapitaltillskott till banker.

Stora finanspolitiska stimulanspaket

I många länder har betydande finanspolitiska stimulanspaket presenterats av regeringarna och fått stöd i parlamenten. Stora paket har presenterats i Kina, Japan och USA, men den finanspolitiska expansionen är stor även i ett antal europeiska länder. Detta inkluderar Sverige där utrymmet i form av starka offentliga finanser i utgångsläget är större än i de flesta andra länder. Det är emellertid svårt att exakt bedöma vilka effekter de finanspolitiska åtgärderna får på enskilda länder och på den globala ekonomin. Utöver de positiva effekterna från nyligen beslutade åtgärder stimuleras tillväxten av de så kallade automatiska stabilisatorerna. Det handlar om offentliga utgifter som är koppade till det ekonomiska läget, till exempel utgifter för stöd till arbetslösa som automatiskt stiger när konjunkturen försämras. Generellt sett är dessa stabilisatorer betydligt viktigare i Europa än i till

■ exempel USA, eftersom den offentliga sektorns andel av ekonomin är större än i USA.

Konjunkturen i världsekonomin och i Sverige har försämrats snabbt sedan det penningpolitiska mötet i februari

Snabbt försämrad global konjunktur i slutet av förra året

Den globala konjunkturen försämrades snabbt i slutet av förra året. I såväl USA som euroområdet föll BNP med omkring 1,5 procent mellan det tredje och det fjärde kvartalet förra året. BNP föll med omkring 3 procent i Japan och med drygt 5 procent i Korea. I Sverige föll BNP med drygt 2 procent. Världshandeln har samtidigt mer eller mindre kollapsat. Utöver minskad efterfrågan drabbas världshandeln också av utbudsstörningar relaterade till finansieringsproblem i form av färre handelskrediter. En snabbt fallande världshandel drabbar naturligtvis en liten handelsberoende ekonomi som den svenska.

Det finns dock vissa positiva tecken i omvärlden den allra senaste tiden

För någon månad sedan var det svårt att se några positiva tendenser i världsekonomin överhuvudtaget. Sedan i slutet av mars har dock läget ljusnat en aning då negativa nyheter följts av en del positiva. I USA har ett antal förtroendeindikatorer vänt uppåt, det finns vissa tecken på en stabilisering på bostadsmarknaden och i hushållens konsumtion. Det är ännu för tidigt att tala om en stabilisering i den amerikanska ekonomin, inte minst mot bakgrund av att arbetsmarknaden fortsätter att försvagas snabbt. Tecknen tyder dock på att hastigheten i nedgång-
en kan ha dämpats.

Riksbanken sänkte reporäntan ytterligare i april för att klara inflationsmålet och motverka fallet i produktion och sysselsättning

En svagare tillväxt förutses framöver

Den ekonomiska nedgången i världen och i Sverige i slutet av förra året blev större än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i februari. Indikatorer tyder på att utvecklingen var fortsatt svag även i början av innevarande år. Det finns fortfarande risker för att den globala ekonomin kommer att utvecklas sämre än vad Riksbanken förutser till följd av självförstärkande spridningseffekter mellan den svaga reala ekonomin och underkapitaliserade finansiella system. Det är också viktigt att komma ihåg att olika länder har olika förmåga och vilja att lösa problemen i den finansiella sektorn. De har också drabbats olika hårt av nedgången i världshandeln. De länder som snabbt vidtagit konkreta åtgärder kommer sannolikt först ur recessionen. Detta tyder på att återhämtningen inte kommer att ske på ett synkroniserat sätt.

I Sverige räknar vi nu med att BNP kommer att falla nästan lika mycket som under 1990-talskrisen. Då var det främst en inhemskt genererad kris med finansiella obalanser, höga nominella räntor och en övervärderad valuta. Denna gång kommer mycket av störningen utifrån. De offentliga finanserna är i gott skick i utgångsläget, räntorna är låga och vi kommer sannolikt att ha ett fortsatt bytesbalansöverskott framöver. Samtidigt minskar exporten snabbt, vilket får negativa återverkningar på investeringarna. Hushållens konsumtion dämpas av att arbets-

marknaden försämras och försiktighetsparandet ökar. De senaste månadernas utfall och förtroendeindikatorer understryker den svaga utvecklingen.

Lågkonjunkturen bedöms bli ovanligt djup, vilket drabbar kreditgivningen. Även om företagens upplåning fortfarande ökar har lånevillkoren skärpts för företagen. Det finns också tecken på att det skett en viss substitution från marknadsupplåning till bankupplåning. Det är de större företagen som upplever störst problem med finansieringen på marknaden och upptar en stigande andel av bankupplåningen, vilket bidrar till att småföretagen ser sig vara missgynnade. Det finns nu uppenbara risker för att ökade kreditförluster kommer att dämpa bankernas utlåning till företagen. Det finns också en risk för att små och medelstora företag trängs undan.

Finansieringssvårigheterna och en svag internationell efterfrågan har lett till att företagen reviderat ned sina investeringsplaner.

Sammantaget pekar detta på att den svenska ekonomin kommer att utvecklas svagare än vad som förväntades i februari. Det innebär att resursutnyttjandet blir lägre än normalt under 2009–2011. Detta medför en risk för att inflationen skulle kunna bli lägre än det penningpolitiska målet. Dessutom har inflationsförväntningarna fallit och ligger något under 2 procent på två års sikt.

För att motverka det svaga resursutnyttjandet och inflationstrycket behövde såväl reporäntan som reporäntebanan bli lägre. Därför sänktes reporäntan till 0,5 procent och Riksbanken anser att det finns en viss sannolikhet för en ytterligare sänkning framöver. Även den framtida reporäntebanan har sänkts och ränteprognosen indikerar nu en mycket låg reporänta under en förhållandevis lång tidsperiod. Reporäntan väntas ligga kvar på en låg nivå till början av 2011.

De ekonomiskpolitiska åtgärder som vidtagits och som bedöms vidtas framöver bidrar till en återhämtning i omvärlden och Sverige i takt med att det globala finansiella systemet börjar fungera bättre. Samtidigt stimulerar en svag krona ekonomin. BNP-tillväxten under 2010 väntas bli positiv men relativt låg. Arbetsmarknaden släpar dock efter och sysselsättningen börjar inte stiga förrän under 2011.

Inflationen mätt med konsumentprisindex faller mycket snabbt under 2009. Det beror främst på att Riksbankens betydande räntesänkningar under slutet av 2008 och början av 2009 sänkte hushållens bostadskostnader. Om man utesluter effekterna av förändrade bostadsräntor utvecklas inflationen mer stabilt och ligger nära målet på 2 procent under större delen av prognosperioden. Det är en svag produktivitet utveckling och den svaga kronan som bidrar till att hålla inflationen uppe trots den djupa lågkonjunkturen.

Om den svenska ekonomin riskerar försämras mer än väntat kan det aktualisera ytterligare okonventionella åtgärder

Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror som vanligt på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

Skulle den ekonomiska situationen försämras ytterligare är det möjligt att ytterligare stimulera ekonomin med penningpolitiska lättnader. Det finns dock skäl att då överväga vad som är en lämplig nivå på reporäntan. Om reporäntan skulle bli alltför låg kan transmissionsmekanismen bli mindre effektiv. Det beror på att vissa marknadsräntor är lägre än reporäntan. När reporäntan närmar sig noll skulle de räntorna inte kunna följa med ned längre. En alltför låg reporänta kan också ska-

pa kostnader i den finansiella sektorn till följd av att till exempel bankernas marginaler reduceras. Det finns alltså risk för att de finansiella marknaderna fungerar sämre om reporäntan sänks ytterligare. I så fall blir effekterna av penningpolitiken inte de avsedda.

Riksbanken kan dock stimulera ekonomin ytterligare på andra sätt utan att behöva sänka reporäntan till noll. Den viktigaste åtgärden handlar om att se till att realräntan, det vill säga reporäntan justerad för inflationsförväntningarna, blir tillräckligt låg. Det kan ske genom att påverka inflationsförväntningarna, vilket underlättas av att vi har ett numeriskt inflationsmål och publicerar prognoser för såväl inflationstakten som reporäntan. Vi kan till exempel annonsera att vi håller fast vid en låg reporänta under en längre period än vi antog vid det penningpolitiska mötet i april och visa hur inflationsbanan då närmar sig 2 procent snabbare än annars. Det skulle höja inflationsförväntningarna.

Ytterligare en möjlighet vore att Riksbanken bidrar till att pressa ned räntan på statsobligationer, bostadsobligationer eller företagscertifikat genom köp på de marknaderna. Det kan också uppstå en portföljbalanseffekt om andra aktörers efterfrågan på till exempel företagsobligationer skulle stiga till följd av Riksbankens köp av statsobligationer. Det finns dock skäl att avvakta en närmare analys av behovet av och möjligheterna med dessa åtgärder. Det finns också en del juridiska frågor kring denna typ av åtgärder som måste beaktas innan åtgärder kan vidtas.

Vid det senaste penningpolitiska beslutet tyckte jag inte att det var aktuellt att göra något annat än att sänka reporäntan. Det Riksbanken har att ta ställning till längre fram är dels om den ekonomiska utvecklingen kräver ytterligare räntesänkningar, dels om den gängse penningpolitiken då behöver stödjas av mer okonventionella metoder. Vi måste ha en beredskap för att kunna genomföra en alternativ penningpolitik om utvecklingen så skulle kräva. Man bör dock vara medveten om att läget på de finansiella marknaderna ser olika ut i olika länder, vilket innebär att alla centralbanker inte väljer att vidta exakt samma åtgärder.

Jag vill i sammanhanget också nämna att fler institutioner än Riksbanken är involverade när det gäller att hantera de alternativa åtgärder som förbättrar de finansiella marknadernas funktionssätt. Det är viktigt att i detta läge analysera den finansiella strukturen i Sverige och hur man vill att den ska se ut framöver. Åtgärder styr till en del hur den finansiella sektorns struktur kommer att se ut när krisen är över.

Det pågår också en diskussion om huruvida Riksbanken bör försöka försvaga kronan direkt i ett läge då reporäntan inte kan sänkas mer. Jag vill betona att sådana åtgärder inte är aktuella.

Om inflationen riskerar att stiga snabbare än väntat framöver måste penningpolitiken stramas åt snabbare än vad som framgår av räntebanan

Det är viktigt att betona att Riksbanken under det senaste halvåret lagt om penningpolitiken i en mycket expansiv riktning. Realräntan bedöms vara rejält negativ under hela prognosperioden. Det innebär en kraftfull stimulans för den svenska ekonomin. Diskussionen domineras för närvarande av hur vi ska hantera penningpolitiken vid den rådande kraftiga lågkonjunkturen. Eftersom penningpolitiken är framåtblickande är det viktigt att inte bortse från de potentiella inflationsimpulser som nu byggs in inför framtiden. Prisimpulser från en svag krona och från höga enhetsarbetskraftskostnader är två sådana faktorer. Om den globala

- ekonomin återhämtar sig snabbare än vi förutser bidrar även detta till att göra penningpolitiken mindre expansiv.

Innan fler åtgärder vidtas finns det alltså många skäl att utvärdera effekterna av alla de åtgärder som hittills vidtagits och att utvärdera den nya information om konjunkturen och läget på de finansiella marknaderna som löpande kommer in.