



ANFÖRANDE

DATUM: 2009-06-11
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak
PLATS: Danske Market's Central Bank Seminar, Snekkersten, Danmark

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

■ Den finansiella krisen – var står vi idag och vart är vi på väg?

När jag för ganska precis två år sedan, i maj 2007, började i Riksbankens direktion väntade jag mig att mitt nya jobb skulle bli omväxlande och spännande. Men kanske inte riktigt på det sätt som blivit fallet. Visserligen hade vi redan då blivit uppmärksamma på problem med de så kallade subprimelånen i USA. Men i likhet med de flesta andra i Sverige och omvärlden anade jag inte att de orostecken vi då såg så småningom skulle komma att utvecklas till en global finansiell kris av historiska mått. Inte heller anade jag att Riksbanken till följd av krisen skulle komma att låna ut flera hundra miljarder kronor till bankerna. Eller att Riksbanken skulle komma att sänka reporäntan med 4,25 procentenheter under loppet av bara lite mer än ett halvår, till den lägsta nivån någonsin – den snabbaste lättningen av penningpolitiken under perioden med inflationsmål. Och jag anade förstås inte heller att flera andra centralbanker då redan skulle ha nått den nedre gränsen för sina styrräntor och börjat ta till okonventionella åtgärder. Men icke desto mindre – där är vi nu.

Flera förklaringar till krisen

Man brukar säga att krisen startade under 2007 med problem på den amerikanska bolånemarknaden och att det hela utvecklades till en global finansiell kris som blev akut i samband med att Lehman Brothers hösten 2008 ansökte om konkurs. Men bilden är mer komplex än så. Krisens uppkomst och förlopp kommer att analyseras noggrant och det är nog först i efterhand som en riktigt fullödlig historieskrivning kommer att finnas på plats. Men redan nu kan konstateras att det finns flera förklaringar till varför krisen uppkom och varför den blev så omfattande. Ett förhållande som antagligen spelade en viss roll är att tillväxten under lång tid hade varit god i många länder samtidigt som inflationen varit låg – det hade helt enkelt gått ovanligt bra ovanligt länge. Och när saker och ting gått bra under lång tid ligger det förmodligen i den mänskliga naturen att slappna av och bli aningen oförsiktig. Så tycks ha skett även denna gång på lite olika håll och lite olika sätt, inte bara på den amerikanska bolånemarknaden.

En faktor som spelade in var också att det fanns ett överskott på sparande världen över, vilket innebar att det fanns stora kapitalbelopp som skulle placeras på de finansiella marknaderna. Detta överskott pressade ner räntan på riskfria tillgångar. Kombinationen av mycket pengar att placera och en låg riskfri ränta bi-

drog till att efterfrågan ökade på tillgångar som det lönade sig bättre att placera i och det uppstod en allt intensivare jakt på avkastning. I en sådan miljö är uppfinningsrikedomen ofta stor på de finansiella marknaderna och det skapades också många nya finansiella instrument. De var ofta komplexa och svåra att värdera på ett korrekt sätt. Men i den optimistiska stämning som rådde – allt hade ju gått så bra så länge – var de ändå lätta att sälja. De som investerade i de nya instrumenten bortsåg ifrån, eller förstod inte tillräckligt mycket av, de risker som fanns "inbakade" i dem. Även tillsynsmyndigheter och regelverk hamnade på efterkälken i den här utvecklingen.

Problemen på de internationella finansiella marknaderna började bli mer påtagliga redan under sommaren 2007. Men den svenska ekonomin och de svenska finansiella marknaderna såg länge ut att klara sig ganska bra, trots att oron alltmer påtagligt påverkade vår omvärld. Visserligen började den svenska konjunkturen försvagas i takt med den internationella men det verkade inledningsvis inte handla om någon riktigt allvarlig nedgång. Men i samband med Lehman Brothers konkursansökan i september 2008 förvärrades läget dramatiskt. Det förtroende som hade funnits mellan finansiella institut skakades i grunden när man inte kunde vara säker på vem som kunde stå näst på tur att ställa in betalningarna. Nu drabbades också de svenska finansiella marknaderna hårt och vissa delmarknader stod i praktiken stilla. De förväntningar som tidigare fanns om att nedgången i konjunkturen skulle bli ganska mild, byttes ut mot en betydligt mer negativ syn på utvecklingen framöver, både internationellt och i Sverige. Lehman-krisen blev också upptakten till en serie åtgärder för att stabilisera de svenska finansiella marknaderna. Samtidigt tog Riksbanken flera snabba och resoluta kliv nedåt på räntestegen för att mildra effekterna av krisen på konjunkturen.

Fortsatt känsligt men likviditetsrisken har minskat

Den första fasen av krisen kan man beskriva som en likviditets- och förtroendekris. Ingen litade på någon annan och det var väldigt få som ville låna ut pengar och ta risker. Priset på lån banker emellan, interbankräntorna, steg också kraftigt. Centralbankerna har sedan krisen inleddes lånat ut stora belopp till bankerna. Riksbanken har till exempel erbjudit krediter i svenska kronor till längre löptider än normalt för att underlätta likviditetsförsörjningen hos de svenska bankerna. Vi har också lånat ut amerikanska dollar till svenska banker och vi har gjort säkerhetskraven för krediterna något mer generösa. Från statens sida har man försökt minska bankernas likviditetsrisker genom det så kallade garantiprogrammet som i korthet innebär att banker och andra kreditinstitut kan avtala med staten om garantier för en del av sin upplåning. Utan Riksbankens och andra myndigheters åtgärder hade det finansiella systemet inte fungerat, och skulle fortfarande inte fungera. Detsamma gäller förstås i flera andra länder.

Som vi konstaterar i den stabilitetsrapport som vi publicerade för drygt en vecka sedan har de här åtgärderna bidragit till att bristen på likviditet inte längre framstår som en överhängande risk för bankerna. Interbankräntorna har sjunkit även om det fortfarande verkar vara svårt att hitta finansiering på längre löptider. Det finns också andra tecken på att förhållandena på de internationella kreditmarknaderna har lättat en del och det tycks ha blivit lite lättare att finansiera sig genom att emittera värdepapper, även utan att de backas upp av en statlig garanti.

Nu är det tyvärr inte så att problemen är över – vi befinner oss ännu inte på fast mark när det gäller den finansiella stabiliteten. Det finns fortfarande en brist på förtroende finansiella institut emellan och de internationella kreditmarknaderna är

ganska långt ifrån att fungera som de gjorde innan krisen. Läget är ännu känsligt och det finns fortfarande risk för att en överraskande negativ störning skulle kunna förse krisen med ny kraft och återigen göra det svårare för bankerna att hitta finansiering. Riksbanken följer naturligtvis utvecklingen extremt noga. Vi fortsätter att tillföra likviditet till bankerna och är beredda att göra det så länge det behövs. Men för att kort sammanfatta ser läget trots allt något ljusare ut när det gäller likviditetsrisken.

Kreditriskerna nu mer i fokus

När likviditetsrisken nu blivit mindre framträdande har kreditriskerna istället hamnat alltmer i fokus i takt med att konjunkturen försvagats och tillväxtutsikterna försämrats. De mycket kraftiga sänkningar av styrräntorna som centralbanker gjort världen över och de finanspolitiska stimulanser som regeringar genomfört har inte kunnat hindra att konjunkturen försvagats mycket kraftigt. I vår senaste prognos som vi publicerade i april väntar vi oss att BNP i världen faller med drygt 1 procent 2009. Att så sker är någonting mycket unikt: Sedan 1970 har BNP i världen ökat med i genomsnitt 3,6 procent per år och tillväxten har inte varit negativ ens något enstaka år. Den exportberoende svenska ekonomin drabbas hårt av nedgången i omvärlden. I den penningpolitiska uppföljningen i april prognostiserade vi ett BNP-fall på över 4 procent 2009.

När konjunkturen försvagas och efterfrågan på varor och tjänster minskar blir det svårare för bankernas låntagare att klara av sina betalningar. Konkurserna blir fler och bankerna gör kreditförluster. Kreditförlusterna gör i sin tur bankerna än mindre villiga att låna ut pengar och ekonomin riskerar att hamna i en spiral där fallande aktivitet och stramare kreditvillkor förstärker varandra.

Bankerna klarar kreditförluster

Att vi skulle hamna i en riktigt allvarlig sådan neråtgående spiral är inte huvudspåret i Riksbankens prognoser. Men i den nyligen publicerade stabilitetsrapporten räknar vi ändå med att de svenska bankerna även i huvudscenariot står inför ganska betydande kreditförluster 2009 och 2010. En stor del av förlusterna, kring 40 procent, väntas komma från verksamheter i de baltiska länderna och i övriga Östeuropa. Men i rapporten konstaterar vi samtidigt att samtliga svenska storbanker har tillräckligt med kapital för att klara de förluster som kommer att uppstå om utvecklingen blir som Riksbanken räknat med. Vi konstaterar också att de svenska bankerna är välkapitaliserade i ett internationellt perspektiv.

Det går inte att bortse från att det råder stor osäkerhet om hur konjunkturen kommer att utvecklas framöver. När man som Riksbanken har som uppgift att värna om den finansiella stabiliteten är det naturligt att ha beredskap för att saker och ting kan gå riktigt dåligt. Och för att bedöma det finansiella systemets motståndskraft är det också främst en sämre utveckling än väntat som är av intresse. I stabilitetsrapporten har vi därför undersökt hur bankerna skulle klara sig i ett scenario med avsevärt svagare utveckling än vad som förefaller mest troligt idag. Vi antar där bland annat att BNP i Sverige faller dubbelt så mycket jämfört med vad vi räknade med i huvudscenariot för 2009 och 2010 i samband med den penningpolitiska uppföljningen i april i år. I stabilitetsrapportens riktigt dåliga scenario antas att utvecklingen i de baltiska länderna och övriga Östeuropa blir betydligt svagare, men att utvecklingen blir som den blir beror långtifrån bara på

■ det. Även här beräknas ungefär 40 procent av kreditförlusterna komma från verksamheter i dessa områden.

I det här scenariot klarar alla banker det lagstadgade kravet om en primärkapitaltäckning på minst fyra procent. Det kan dock behövas högre kapitaltäckningsgrader för att undvika negativa följeffekter som finansieringsproblem och sänkta kreditbetyg. Om detta mycket negativa scenario mot förmodan inträffar skulle därför flera banker kunna bli tvungna att agera för att stärka sina kapitalbaser. I den mån detta inte enbart skulle kunna ske via privata kapitaltillskott kan staten, med stöd av stödlagen från i höstas, skjuta till kapital. Riksbankens bedömning är att vi, tillsammans med andra svenska myndigheter, har god beredskap också för att kunna hantera de problem som skulle kunna uppstå om det går så illa som i stabilitetsrapportens stresstest.

Låt mig bara förtydliga att stabilitetsrapportens test av det finansiella systemets motståndskraft inte kan jämföras med de alternativscenarier av det "mer sannolika" slag som brukar presenteras i de penningpolitiska rapporterna. De senare fångar normalt upp konsekvenserna för penningpolitiken om utvecklingen blir bättre eller sämre än i huvudscenariot, men där alternativen normalt inte ligger alltför långt från prognosens huvudspår. I stabilitetsrapporten har man så att säga "tagit ut svängarna" mer.

Så var står vi nu och vart är vi på väg?

Om jag kort ska sammanfatta var vi står just nu i termer av riskfokus har likviditetsproblemen dämpats medan kreditrisiker och befarade kreditförluster hamnat alltmer i rampluset i takt med att de ekonomiska utsikterna försämrats. Kreditriskerna och kreditförlusternas storlek är förstas intimt sammanlänkade med konjunkturutvecklingen. Så låt mig nu, inte minst av det skälet, gå över till att prata om just konjunkturen – de bedömningar som Riksbanken gjorde senast vid det penningpolitiska mötet i april, och de nyanser i synen på den ekonomiska utvecklingen framöver som jag själv framförde vid det tillfället.

Det kan både gå bättre eller sämre

Det är naturligt att i tider som dessa måla det mesta i mörka färger och fokusera på risker på nedåtsidan. Och jag är nog den sista att säga att sådana risker inte skulle finnas. Det är också naturligt att fokus i den penningpolitiska diskussionen handlar om vad en centralbank kan göra när styrräntan närmar sig noll och ytterligare stimulanser kan behövas eftersom detta till viss del är "obruten mark" för oss.

Men låt mig byta perspektiv och slå an en lite mer positiv ton. I diskussionen vid de två senaste penningpolitiska mötena har jag framhållit att det finns en viss möjlighet att återhämtningen i såväl omvärlden som Sverige går snabbare än de flesta idag räknar med. Man skulle lite tillspetsat kunna säga att jag därigenom agerat lite som "djävulens advokat", om man nu kan kalla det så om man argumenterar för att det finns en viss chans att saker och ting går *bättre* än den gängse uppfattningen.

Ett mer allmänt skäl till varför en uppgång skulle kunna gå snabbare än väntat, när den väl kommer igång, är att krisen i stor utsträckning kan beskrivas som en massiv förtroendekris som satt djupa spår i realekonomin. Hushåll drar sig för att konsumera och företag drar sig för att investera. Men förtroende är i mångt och

mycket en noll-ett-variabel; endera finns det eller så finns det inte. Alla länder har drabbats mer eller mindre samtidigt och världshandeln har minskat dramatiskt. När förtroendet och framtidstron väl återkommer kan det mycket väl bli så att uppgången blir snabb och kraftfull när allt fler länder kliver på tåget.

Mina synpunkter vid det penningpolitiska mötet i april handlade inte främst om 2009. Att det här året tyvärr kommer att bli ett uruselt tillväxtår är nog alla överens om. I Sverige, liksom i många andra länder, störtade tillväxten fjärde kvartalet förra året. Preliminära BNP-siffror för första kvartalet som nyligen publicerades visar också att tillväxten fortsatte att falla, även om hastigheten i fallet bromsade upp. Vad jag framför allt betonade handlade om det som ligger framför oss – konjunkturförloppet längre fram under året och in över 2010. Jag ska inte återupprepa allt jag sade i samband med våra två senaste penningpolitiska möten utan hänvisar till de protokoll som finns om någon skulle vara intresserad. Men jag ska passa på att ta upp några av mina synpunkter därifrån.

En synpunkt jag bland annat lyfte fram handlade om bostadsmarknaden i USA som på flera sätt är problemens vagga. Det syns vissa tecken på stabilisering där, även om några kvartal av anpassning fortfarande återstår innan lagren av osålda hus betats av och bostadspriserna slutar falla. Fallande bostadsinvesteringar har gett stora negativa bidrag till tillväxten på senare år. Under flera år har det byggts väldigt lite i förhållande till ökningen av antalet hushåll. När utvecklingen väl vänder borde bostadsinvesteringarna kunna ge goda bidrag till tillväxten.

Jag nämnde också att lagren i USA avvecklats i snabb takt och så småningom kommer de ner till nivåer där efterfrågeflödet, även om det minskar, till slut måste mötas med ökad produktion. Här måste man dock ha i minnet att denna "cykliska" uppgång blir tillfällig om inte den slutliga efterfrågan hakar på längre fram. Jag kunde också se tecken på stabilisering i viktiga framåtblickande indikatorer, framför allt ordergången i inköpschefsindex. Någon helt entydig bild är det emellertid inte och så brukar det heller inte vara när konjunkturen står och väger. Men, som jag nämnde vid mötet, om tecknen på stabilisering blir mer tydliga kan de påverka stämningläget på ett mer bestående sätt, inte minst på börserna. Det kan i sin tur påverka hushållens urgröpta förmögenheter positivt och få upp konsumtionen. Längre fram kan en god cirkel befästas och investeringar komma igång. Jag nämnde också att en stor del av de ekonomisk-politiska stimulanserna, framför allt investeringarna i infrastruktur i USA, får sin största effekt 2010.

Med detta sagt vill jag, som i diskussionen vid vårt senaste penningpolitiska möte, vara jag noga med att poängtera att det mycket väl kunde vara så att de tecken på stabilisering som jag då tog upp kunde var falska gryningstecken. Och det är definitivt inte så att jag inte ser allvaret i den konjunkturedgång vi nu befinner oss i. Icke desto mindre kan återhämtningen som sagt både gå snabbare eller långsammare än väntat.

Inflationsbilden kan ändras snabbt

Med fallande resursutnyttjande och inflationstryck har vi kunnat bedriva en starkt expansiv penningpolitik för att mildra effekterna av konjunkturfallet och samtidigt borgen för att inflationen inte hamnar långt under målet. Vi kommer att se en negativ inflationstakt i år om vi mäter med konsumentprisindex KPI. Men den beror till största delen på våra egna räntesänkningar. Den låga inflationen är tillfällig och bör inte utlösa förväntningar om deflation framöver. Inflationsförväntningar

na enligt exempelvis Prosperas enkätundersökningar är i det lite längre perspektivet förankrade kring 2 procent.

Vid aprilmötet var min syn att vi nästa sommar eller höst skulle kunna börja se tecken på att den extremt låga räntan behöver höjas. Jag menade att det då inte bara handlade om att uppgången kunde vara på gång, utan hänvisade även till att penningpolitiken är framåtblickande och verkar med viss eftersläpning. Därför vägleds den då i större utsträckning av utvecklingen under 2012 och 2013, ju närmre den perioden vi kommer. Jag betonade också att även om inflationstrycket inte var ett problem just då eller den närmaste tiden, skulle läget kunna se väldigt annorlunda ut om ett år eller så. Råvarupriserna skulle till exempel kunna ha börjat stiga mer än vi förutsett eller den expansiva penningpolitik och finanspolitik som förs i stora länder ha drivit upp den internationella inflationen med risk för ökad importerad inflation. Jag nämnde också att vi inte kunde vara säkra på att kronan skulle stärkas på det sätt vi antog eller att produktiviteten skulle återhämta sig som vi förutsåg.

Vi vet av erfarenhet att inflationsbilden snabbt kan ändras. Under senvåren och sommaren förra året var en för hög inflation ett bekymmer även om utvecklingen främst berodde på stigande olje- och livsmedelspriser. Men även stigande enhetsarbetskostnader fanns med i bilden. Rädsla för att höga inflationsförväntningar skulle bita sig fast spelade in i sammanhanget. Vi höjde då räntan trots att det började synas tecken på en svagare konjunktur framöver. Bedömningen var att det krävdes för att vi skulle klara inflationsmålet på ett par års sikt. När utvecklingen sedan blev en helt annan än vi väntade oss fick vi snabbt lägga om kurs. Den beredskapen har vi naturligtvis alltid. Vi är beredda att agera så snabbt och kraftfullt det behövs, både för att klara inflationsmålet och vårt stabilitetsuppdrag.

Okonventionella åtgärder

Det har diskuterats en del vad Riksbanken skulle kunna tänkas göra i händelse av att utvecklingen blir svagare än vad vi nu förutser. Och det är ju inte så att verktygslådan är helt tom bara för reporäntan idag ligger mycket nära sin undre gräns.

Reporäntevapnet fungerar enkelt uttryckt genom att bankerna antingen lånar eller köper riksbankscertifikat med löptid på en vecka av Riksbanken till priset av reporäntan. Därtill kommer dagliga så kallade finjusteringar mellan Riksbanken och bankerna till en ränta som ligger mycket nära reporäntan. Reporäntans nivå idag och förväntningarna om vad den kommer att vara framöver påverkar i sin tur andra räntor med längre löptider och, förstås, aktiviteten i ekonomin. För att förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt har Riksbanken som jag tidigare nämnt genomfört en mängd åtgärder som verkar via bankerna. Hit hör utlåningen på 3 och 6 månader till svenska banker, mot säkerhet och till rörlig ränta. De här åtgärderna kompletterades helt nyligen med möjligheten att låna även på 12 månaders horisont. Det primära syftet med utlåningen har varit att hantera den finansiella stabiliteten. Men åtgärderna får också penningpolitiska sidoeffekter i och med att Riksbanken agerar längre ut på avkastningskurvan än normalt. Likviditetspremierna minskar vilket i sin tur bör leda till lägre räntor.

Vill en centralbank mer direkt påverka räntor på lite längre löptider finns det olika åtgärder att ta till. Centralbanker, som amerikanska Federal Reserve och Bank of England, köper till exempel statsobligationer med lång löptid för att påverka lång-

re räntor i ekonomin och den vägen försöka åstadkomma en "penningpolitisk lättnad". Effekterna av en sådan strategi är dock osäkra. Det finns ännu ganska begränsad erfarenhet av ett sådant agerande. Dessutom styrs räntorna på statsobligationer av många andra faktorer än centralbankernas eventuella köp av sådana värdepapper.

Riksbanken har inte vidtagit några åtgärder av detta slag. I april bedömde Riksbankens direktion att tiden ännu inte var mogen för det. Men vi kunde inte heller utesluta att det skulle kunna bli aktuellt längre fram, om konjunkturläget framöver skulle försämrats mer än vi räknade med.

I samband med vår diskussion vid det senaste penningpolitiska mötet om den här typen av så kallade okonventionella åtgärder poängterade jag att Riksbanken redan vidtar omfattande åtgärder genom utlåningen till banksystemet. Dessa åtgärder fortlöper så länge det behövs. Jag menade också att det faktiskt inte med nödvändighet är så att vi kommer att behöva göra samma saker som till exempel Federal Reserve och Bank of England. Det finns flera olika skäl till det. Företagen i dessa länder är mer beroende av marknadsfinansiering medan det i Sverige är bankerna som är den viktigaste finansieringskällan. Jag menade också att vi ännu inte sett den fulla effekten av de radikala sänkningar av räntan som vidtagits, vilket bidrar till än större osäkerhet i frågan om ytterligare stimulanser via okonventionella åtgärder behövs.

Hur det blir med behovet att genomföra andra åtgärder än de som redan finns på plats får vi anledning att åter diskutera när vi samlas i juli för att lägga fram vår prognos för ekonomin och reporäntan de närmaste tre åren. Vi ska alltid ha bästa beredskap för att hantera olika situationer som kan uppkomma. Men det är inte samma sak som att beredskapsplanen med nödvändighet behöver sättas i verket.

Avslutande reflektioner

Jag vill vara noga med att understryka att det jag här tagit upp angående konjunkturen och penningpolitiken inte ska tolkas som att jag i ett plötsligt anfall av ohejdad optimism ser mycket ljusare på den närmaste framtiden än vad de flesta andra gör. Och det budskap jag fört fram idag innehåller ingenting nytt i förhållande till vad jag sa vid det senaste penningpolitiska mötet. Jag kan försäkra att jag inser allvaret i den pågående nedgången. Och det handlar inte om att jag skulle vara hökaktigt "skjutglad" och vill höja räntan igen så fort vi ser allra minsta tecken på återhämtning. Jag tror precis som mina kolleger att vi behöver hålla en låg ränta under en förhållandevis lång period. Vad jag vill säga är snarare det här: Jag tror att det är lätt hänt att man blir något av "situationens fånge" när alla siffror pekar rakt ner, och lägger stor vikt – kanske alltför stor vikt – vid risker på nedåtsidan. Och, visst, det kan inte uteslutas att krisen och konjunktturnedgången blir mer långvarig och djup än vad vi nu tror. Men det finns också en risk för att man därmed lägger för liten vikt vid möjligheten att saker och ting faktiskt kan utvecklas bättre än man tror och därför blir överraskad åt andra hållet.

Jag har sysslat med prognosmakeri ganska länge och det är framför allt två saker som jag har noterat, och som jag också tror finns vetenskapligt belagt: Att det är svårt att förutsäga vändpunkter och att man, när det väl har vänt, lätt tenderar att underskatta kraften i utvecklingen. Det gäller både nedgångar och uppgångar. Det finns kanske idag inte skäl att lägga in en snabb återhämtning som det mest troliga alternativet. Men det är definitivt något som det är värt att ha beredskap för i det lite längre perspektivet.

- En centralbank måste ha framförhållning. Även om vi har fullt upp med att försöka mildra effekterna av ett ras i konjunkturen måste det medelfristiga perspektivet också finnas med. Det kan tyckas självklart, men jag tror ändå att det är viktigt att påminna om det. Att inte bara det kortsiktiga perspektivet finns med är viktigt för det långsiktiga förtroendet för inflationsmålet. Det måste finnas beredskap att ta itu med en situation som kan avvika både nedåt och uppåt. Vi har idag en extremt låg ränta och vi är i en kris som till en del har sitt ursprung i låg ränta under lång tid. Vi måste vara observanta på de obalanser som kan byggas upp och inte vara vare sig "deflationstokar" eller "inflationstokar".