

## ■ Några lärdomar av tidigare finansiella kriser

**Hittills har den finansiella orons effekter på börskurser och räntor på företagsobligationer varit mindre än vid tidigare liknande perioder av finansiell turbulens. Men det är för tidigt att därmed dra slutsatsen att effekterna på den realekonomiska utvecklingen blir begränsade. Risken för en sämre utveckling än i huvudscenariot är främst kopplad till utvecklingen på bostadsmarknaden i USA.**

Sedan i juli har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit turbulent. Utvecklingen hänger samman med problemen på den amerikanska bolånemarknaden.

I denna fördjupningsruta görs en jämförelse mellan den senaste finansiella oron och fyra andra turbulenta perioder. En jämförelseperiod är den efter börskraschen den 19 oktober 1987. En annan period är den från augusti 1998 då rubeln devalverades och den ryska staten ställde in sina skuldbetalningar. Detta fick bland annat stora negativa effekter på hedgefonden LTCM (Long-Term Capital Management). En jämförelse görs också med IT-kraschen som inträffade under 2000 och de ekonomiska följderna av terroristattacker mot World Trade Center den 11 september 2001.

Upprinnelsen till dessa kriser har varit olika. Finansoron 1998 följde i bakvattnet på den utbredda krisen i Asien och oron 2001 följde på en exceptionell händelse med politiska förtecken. Skälvingarna på finansmarknaderna 1987 och 2000 hade sin upprinnelse i USA och det gäller i högsta grad även den senaste orosperioden.

Gemensamt för alla dessa perioder är en snabbt ökande osäkerhet och en brist på relevant information för att bedöma riskerna. I samtliga fall har detta lett till flykt till säkra tillgångar med börsfall och ökade kreditspreadar som följd.

### **Mindre fall på börsen hittills denna gång**

Inledningsvis kan man konstatera att börsutvecklingen hittills har påverkats i betydligt mindre utsträckning än vid de tidigare episoderna (se diagram R1). Vid börskraschen 1987 sjönk exempelvis den amerikanska börsen med 20 procent på en dag. Vid IT-kraschen blev nedgången inte lika snabb men pågick däremot under en betydligt längre period.

### **Mindre uppgång i kreditspreadar**

Skillnaden mellan räntan på företagsobligationer och statsobligationer, den så kallade kreditspreaden, har också påverkats mindre än tidigare. Detta gäller oavsett vilken kreditvärdighet företagen har och oavsett vilket land som studeras. De räntor som har ökat mest under den nuvarande finansoron är de räntor som företag med låg kreditvärdighet möter medan räntan för företag med hög kreditvärdighet är nästan opåverkad (se diagram R2). Detta mönster är likartat med de tidigare perioderna.

När det gäller vilka realekonomiska effekter som kan uppkomma av turbulensen är det intressant att notera att räntorna på företagsobligationer i dagsläget är på mycket låga nivåer i ett historiskt perspektiv. Dessutom kan högre finansieringskostnader vägas mot att företagens balansräkningar samtidigt är synnerligen starka.

### Större uppgång i spreaden på interbankmarknaden

Det som utmärker den senaste kreditoron är däremot att spreaden mellan korta statspapper och interbankräntor har ökat relativt mycket (se diagram R3). Detta gäller för de flesta löptider.

Uppgången i Ted-spreaden, det vill säga skillnaden mellan en tremånaders interbankränta och räntan på en motsvarande stats-skuldväxel, är framförallt ett resultat av ökade interbankräntor. Det är ett tecken på att bankernas kreditrisk har ökat. Om problemen består kan det i förlängningen få negativa realekonomiska effekter eftersom andra typer av lån och finansiella avtal är kopplade till interbankräntorna. Slutsatsen är att den senaste finansiella oron hittills fått mindre genomslag på börskurser och företagsräntorna, än vid tidigare tillfällen. De stora effekterna av oron märks framförallt i Ted-spreadarna.

### Oftast små realekonomiska effekter

Vilka realekonomiska effekter som uppkom efter dessa turbulenta perioder har varierat. I samband med oron 1987, 1998 och 2001 blev effekterna till exempel marginella (se diagram R4). En bidragande orsak till att effekterna blev små var att centralbankerna agerade genom att snabbt sänka sina styrräntor.

Åren efter IT-kraschen skedde däremot en betydande dämpning av den globala BNP-tillväxten (se diagram R4).

I USA sjönk BNP-tillväxten från 3,7 procent 2000 till 0,8 procent 2001 och 1,6 procent 2002. En viss återhämtning skedde 2003. Dämpningen av BNP-tillväxten var likartad i Sverige och euroområdet. En tydlig återhämtning skedde dock senare i såväl Sverige som euroområdet.

Dämpningen av den globala tillväxten skedde trots att den ekonomisk-politiska stimulansen var mycket stark. Under 2001 sänkte den amerikanska centralbanken sin styrränta från 6,5 procent till 1,75 procent. Under andra halvan av 2003 och första halvan av 2004 låg den på endast 1 procent. Även i euroområdet och Sverige lades penningpolitiken om i en mer expansiv riktning. Detta skedde dock lite senare än i USA och styrräntorna var något högre.

Även finanspolitiken lades om i en mer expansiv riktning. Detta gäller i synnerhet i USA där bland annat inkomstskatterna sänktes för hushållen. Åren 2001-2003 var finanspolitiken i USA den mest expansiva som uppmätts på åtminstone 40 år.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Detta kan till exempel analyseras med hjälp av förändringen av det strukturella, det vill säga konjunktursensade, finansiella offentliga sparandet.

### Bostadsmarknaden i USA avgörande snarare än den finansiella oron

Den finansiella turbulensen har alltså så här långt inte fått så omfattande återverkningar på de finansiella marknaderna som vid tidigare perioder. Det skulle kunna tala för att den inte heller får alltför stora effekter på den realekonomiska utvecklingen. Osäkerheten är dock betydande både om hur de finansiella marknaderna kommer att utvecklas framöver och hur stor påverkan slutligen blir på real ekonomin.

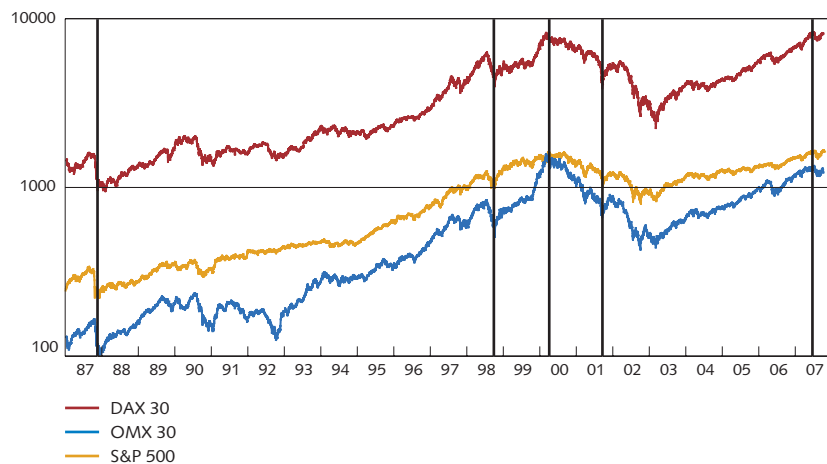
Det som förefaller vara det största hotet mot den ekonomiska utvecklingen är inte den finansiella turbulensen i sig utan snarare den försämrade situationen på den amerikanska bostads- och bolåne marknaden.<sup>5</sup> På så vis liknar situationen idag den som rådde vid IT-kraschen, då båda perioderna bland annat kännetecknas av orealistiska förväntningar och spekulativa inslag som följs av en betydande korrigerings.

BNP-tillväxten i USA bedöms dämpas framöver av fortsatt minskade investeringar i bostäder. Detta följer av att efterfrågan sjunker och att antalet osålda hus har ökat till en hög nivå. En annan faktor som väntas dämpa den ekonomiska utvecklingen är att en stor del av hushållen med subprime-lån kommer att tvingas lägga om lånen till betydligt högre räntor de närmaste kvartalen. Antalet hushåll med betalningsproblem väntas därför fortsätta att öka. Det kan leda till en fortsatt press nedåt på huspriser och bostadsbyggande. Lägre bostadspriser leder till att hushållens förmögenhet minskar och dämpar därmed hushållens konsumtion. Dessutom minskar hushållens möjligheter att finansiera sin konsumtion med ökad belåning med husets värde som säkerhet.

Det kan inte uteslutas att nedgången på bostadsmarknaden i USA får större negativa effekter på sysselsättningen och hushållens konsumtionsefterfrågan än vad som förutses i huvudscenariot. Detta skulle i sin tur få negativa effekter för världsekonomin som helhet (se kapitel 2 för en analys av detta).

<sup>5</sup> Till detta kan läggas risken för att viljan att äga sitt boende faller även i andra länder där bostadspriserna i många fall stigit snabbare än i USA de senaste tio åren. Detta är en riskfaktor som inkluderas i analysen av världsekonomin som görs i IMF World Economic Outlook, oktober 2007.

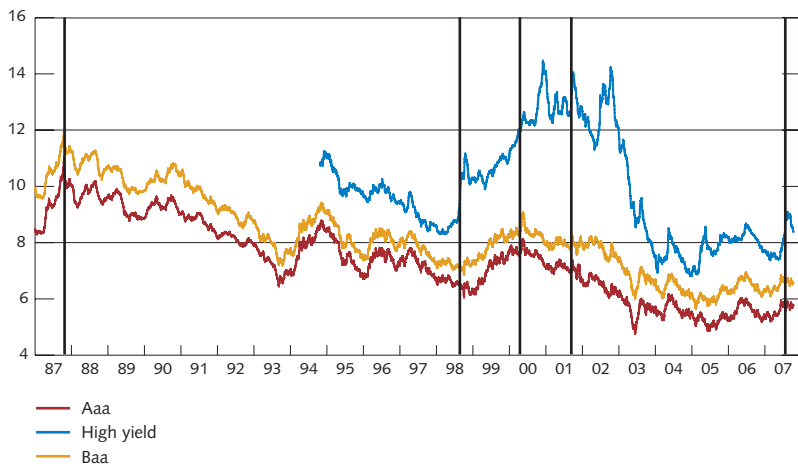
**Diagram R1. Börsutvecklingen i USA, euroområdet och Sverige 1987-2007**  
Nivå, logaritmisk skala, index 1987 = 100



Anm. De lodräta strecken indikerar början på olika turbulenta perioder.

Källor: Bloomberg och Reuters Ecowin

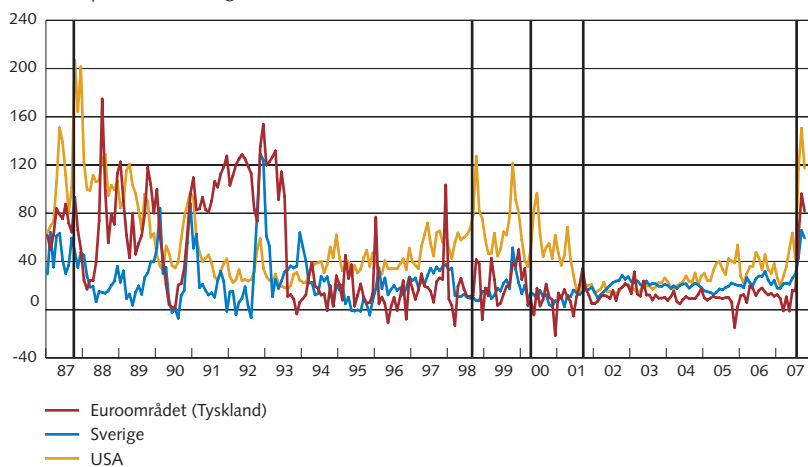
**Diagram R2. Räntan på företagsobligationer i USA**  
Procent



Anm. De lodräta strecken indikerar början på olika turbulenta perioder.

Källor: Reuters Ecowin

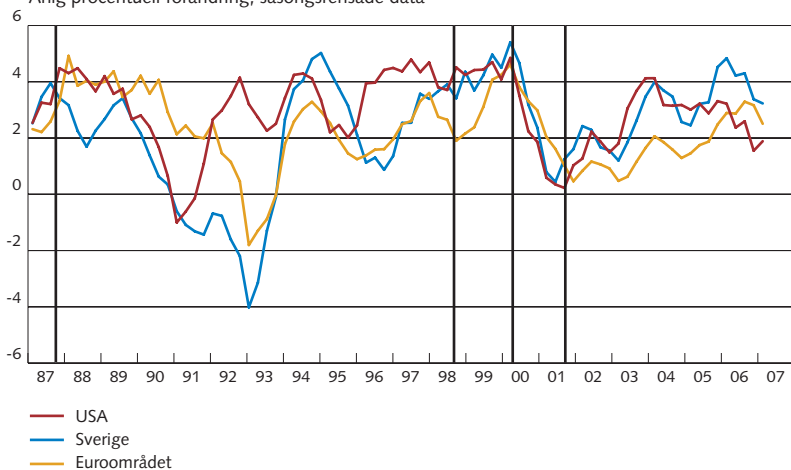
**Diagram R3. Ted-spreadar i USA, euroområdet och Sverige**  
Räntepunkter, månadsgenomsnitt



Anm. De lodräta strecken indikerar början på olika turbulenta perioder.

Källor: Bloomberg och Reuters Ecowin

**Diagram R4. BNP i euroområdet och Sverige**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. De lodräta strecken indikerar början på olika turbulenta perioder.

Källor: Bureau of Economic Analysis, ECB, Eurostat, SCB och Riksbanken