



ANFÖRANDE

DATUM: 2009-09-09
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg
PLATS: Intervalor och Baltic Property Trust, 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

■ Östersjöområdet i skuggan av den finansiella krisen

Den finansiella krisen i världen har nu pågått i drygt två år. Den började sommaren 2007 med en oro kring alla komplicerade kreditinstrument som emitterats med tveksamma amerikanska bolån som säkerhet. Men dess mest akuta fas inleddes för nästan precis ett år sedan, när investmentbanken Lehman Brothers ansökte om konkursskydd. Då försämrades likviditeten i det internationella banksystemet så snabbt och i sådan omfattning att det ledde till en global finanskris som även drabbade Sverige. Den finansiella krisen snabbade på och förstärkte den konjunkturedgång som redan inletts. Detta har fått till resultat att produktionen världen över fallit i en omfattning som vi inte upplevt sedan depressionen på 1930-talet.

Länderna i Östersjöregionen, som är ämnet för dagens diskussion, har inte heller förskonats. Hårdast har krisen drabbat de baltiska länderna. Eftersom ett par av de svenska bankerna dominerar det baltiska banksystemet har detta kommit att få konsekvenser även hos oss.

Jag tänkte i dag tala om hur vi på Riksbanken ser på den ekonomiska utvecklingen och den finansiella stabiliteten i Östersjöregionen. De baltiska länderna och Sverige ligger av naturliga skäl närmast våra intressen, så jag kommer att fokusera mest på dessa länder. Och eftersom alla finanskriser på olika sätt är knutna till bankernas krediter på fastighetsmarknaderna ser jag detta seminarium också som ett bra tillfälle att diskutera just dessa marknader.

Det senaste året har inte bjudit på så mycket annat än negativa nyheter och de flesta prognosmakare, inklusive Riksbanken, har underskattat styrkan i den internationella konjunkturedgången. Nu börjar vi emellertid se vissa allt tydligare tecken på en stabilisering i världsekonomin, framför allt på de finansiella marknaderna. Jag tänkte därför avsluta mitt anförande med att säga några ord om detta.

Östersjöregionen blir alltmer ekonomiskt integrerad

Östersjöregionen består av 8 länder. Alla är medlemmar i Europeiska unionen (EU) och regionen har sammanlagt närmare 72 miljoner invånare.¹ Det är drygt

¹ Jag har här valt att definiera Östersjöregionen som Sverige, Danmark, Finland, Nordtyskland (det vill säga förbundsstaterna Schleswig-Holstein, Mecklenburg-Vorpommern och Hamburg), Polen och de baltiska länderna – Litauen, Lettland och Estland.

15 procent av den totala befolkningen i EU.² Länderna i regionen har genom historiens gång varit nära sammankopplade med varandra, inte minst på grund av gemensamma ekonomiska intressen. Hansan är ett minne blott, men banden mellan länderna har inte minskat, snarare tvärtom. Den ekonomiska kopplingen är i dag starkare än någonsin och en stor del av ländernas handel sker inom regionen.

Men integrationen gäller inte bara handeln. De senaste drygt tio åren har nordiska banker i allt större utsträckning etablerat sig i andra länder i regionen och börjat erbjuda sina tjänster till hushåll och företag över nationsgränserna. Swedbank svarar exempelvis för nästan 45 procent av utlåningen i Estland, medan SEB står för 30 procent av utlåningen i Litauen.³ Verksamheten i de baltiska länderna har också fram till krisens utbrott genererat en allt större del av de två bankernas intjäning (se diagram 1 och tabell 1). Andra stora aktörer är Nordea och Danske bank som numera, i det närmaste, kan räkna hela Östersjöregionen som sin hemmamarknad.

Det finns många samhällsekonomiska fördelar med den finansiella integrationen men den innebär även stora utmaningar. Jag tänker inte gå in på detta närmare här, utan bara konstatera att när olika länders finansiella system flätas samman, ökar risken att problem ska sprida sig över landsgränserna. För Sveriges del har detta bland annat visat sig i att krisen i de baltiska länderna minskat förtroendet inte bara för de baltiska ekonomierna utan också för den svenska. Det beror på att utvecklingen i de baltiska länderna riskerar att medföra stora kreditförluster i de svenska bankerna. Detta är en av förklaringarna till att den svenska kronan har försvagats gentemot euron. Sedan krisen inleddes och fram till i dag har kronan deprecierat ungefär 8 procent mot euron. Men försvagningen har varit större än så under det gångna året, upp emot 18–19 procent i mars 2009.

Snabb konjunkturedgång i de baltiska länderna

Redan under 2008 blev det allt tydligare att tillväxten i världen började bromsa in. Men det var inte förrän under hösten, när den globala finanskrisen på allvar fick fäste, som läget försämrades kraftigt. I nuläget befinner sig världsekonomin i recession och BNP väntas falla med 1 procent i år. Världshandeln förväntas falla med drygt 12 procent.⁴ Även i vår närregion väntas BNP falla – med 5 procent i Sverige, vilket är något mer än i våra nordiska grannländer. Utvecklingen i Tyskland är något sämre än i Sverige, medan nolltillväxt väntas i Polen. I de baltiska länderna ser situationen betydligt sämre ut (se diagram 2 och 3), och i nuläget väntas BNP falla där med mellan 15 och 20 procent i år.⁵ Det innebär att recessionen i de baltiska länderna saknar motstycke jämfört med tidigare kriser. I hela regionen har även arbetsmarknaden försämrats kraftigt. Det märks inte minst i de baltiska länderna där arbetslösheten nu är närmare 17 procent. Det kan jämföras med en arbetslöshet på omkring 5 procent för bara ett år sedan (se diagram 4).

Under flera år kunde utvecklingen i de baltiska länderna beskrivas som en enastående framgångssaga med hög ekonomisk tillväxt. Mellan åren 2005 och 2007 växte exempelvis Estland och Lettland med omkring 10 procent per år, medan

² Avser befolkningen inom EU25.

³ Swedbanks marknadsandelar uppgick under andra kvartalet i år till 43 procent i Estland, 25 procent i Lettland och 22 procent i Litauen. SEB:s marknadsandelar uppgick vid samma tidpunkt till 24 procent i Estland samt 15 och 29 procent i Lettland respektive Litauen.

⁴ IMF (2009), World Economic Outlook, juni.

⁵ Se Eastern Europe Consensus Forecast (2009), augusti.

utvecklingen i Litauen var mer modest. Men samtidigt byggdes också stora inhemska obalanser upp, som lagt grunden till den kris vi ser i dag.

När de baltiska länderna gick från att vara reglerade ekonomier till marknadsekonomier var framtidsoptimismen stor, och såväl hushållens konsumtion som näringslivets investeringar ökade kraftigt. Men investeringarna gick till tjänste- och fastighetssektorn i stället för att bygga upp produktionskapaciteten i industrin. Exporten utvecklades svagt medan importen ökade snabbt till följd av den starka inhemska efterfrågan. Som en konsekvens ökade ländernas underskott i bytesbalansen (se diagram 5). Underskotten finansierades till största del med lån i euro, främst från svenska och andra utländska banker. Den höga ekonomiska tillväxten ledde till att arbetsmarknaden blev överhettad och lönerna och inflationen ökade (se diagram 6). I Lettland ökade exempelvis de nominella lönerna i den offentliga sektorn under året före krisens början, med drygt 35 procent, i den privata sektorn med drygt 30 procent (se diagram 7). Eftersom de nominella räntorna samtidigt var låga innebar den höga inflationen att realräntorna blev negativa, vilket ytterligare eldade på kreditillväxten. Även om krediterna började växa från mycket låga nivåer var utvecklingen hissande och det dröjde inte länge innan företagets skuld i förhållande till BNP nådde nivåer strax under motsvarande sektors skuldsättning i Sverige (se diagram 8). Hushållens skuldsättning ökade inte fullt lika mycket (se diagram 9). Eftersom alla de tre länderna dessutom på olika sätt hade bundit sina valutor till euron, i syfte att så småningom gå med i den europeiska valutaunionen, kunde de inte använda penningpolitiken för att strama åt efterfrågan. Räntevapnet var förbehållet målet att hålla växelkursen fast. Samtidigt var finanspolitiken expansiv och spädde på utvecklingen.

Till skillnad mot de övriga länderna i Östersjöregionen gick alltså de baltiska länderna in i den globala finanskrisen med flera underliggande svagheter. Man hade stora underskott i sparandet, både det privata och det offentliga, och en hög skuldsättning i privat sektor. Lånen gav dessutom upphov till en växande valutariesik. Därtill medförde det ökande kostnadstrycket att ländernas konkurrenskraft successivt urholkades.

När den globala finanskrisen bröt ut hade den ekonomiska tillväxten i de baltiska länderna redan börjat avta. Den vikande tillväxten och de stora bytesbalansunderskotten medförde att investeringarna började omvärdera öst- och centraleuropeiska tillgångar. Kapitalinflödena sinade, vilket försvårade finansieringen av många projekt. Kreditvärderingsinstituten nedgraderade, ett efter ett, de baltiska länderna, vilket ytterligare bidrog till bristen på kapital. Kapitalbristen bidrog på detta sätt till att fördjupa nedgången, på samma sätt som överflöd av kapital en gång bidrog till den kraftiga uppgången.

Det finns vissa tecken på att den realekonomiska situationen i den delen av Östersjöregionen nu har börjat stabiliseras, men återhämtningen kan dessvärre bli en lång och utdragen process. Det beror delvis på att den externa efterfrågan fortfarande är svag, till följd av den globala recessionen. Men framför allt beror det på att den inhemska efterfrågan är låg till följd av att de baltiska länderna nu genomför så kallade interna devalveringar. Det innebär att löner och andra kostnader har sänkts kraftigt för att återställa konkurrenskraften och för att motverka en alltför stor försämring av de offentliga finanserna. I Lettlands fall sker det inom ramen för ett finansiellt stödprogram, lett av Internationella valutafonden, IMF, och EU. De tidigare obalanserna har nu minskat i vart och ett av de tre länderna. Exempelvis uppvisar bytesbalansen i alla de tre länderna åter ett överskott, efter år med underskott. Det beror främst på att importen har fallit tillbaka mycket

■ kraftigt. Inflationen har också blivit lägre, och i Estland faller priserna nu på årsbasis. Men utvecklingen har också skett på bekostnad av ökad arbetslöshet och försämrad kreditkvalitet. Det märks inte minst i att betalningsförseningarna har ökat kraftigt.

Även om det finns vissa tecken på att nedgången bromsar upp är utvecklingen i de baltiska länderna framöver förknippad med flera risker. Den stora utmaningen ligger på statsfinanserna där underskotten i budgeten har växt i och med att konjunkturen har försämrats. Möjligheten att emittera statspapper för att täcka dessa underskott är dock begränsad och i Lettland är man nästan helt beroende av det internationella stödprogrammet. Här finns också stora behov av reformer i den offentliga sektorn, reformer som borde ha genomförts under den tid tillväxten var god. Estland har ett bättre utgångsläge då man under de goda åren under 2000-talet passade på att bygga upp finanspolitiska reserver som nu kan användas som en extra buffert för att finansiera budgetunderskotten.

Fallande priser på den baltiska fastighetsmarknaden

När det gäller den finansiella stabiliteten är utvecklingen på den baltiska fastighetsmarknaden naturligtvis en källa till oro. I mångt och mycket påminner denna utveckling om den svenska fastighetskrisen. Överdrivna förväntningar om framtida prisökningar drev upp priserna, och då särskilt på bostäder. Nu har priserna både på kommersiella fastigheter och på bostäder fallit kraftigt. Som ett exempel kan nämnas att medianpriset på en lägenhet i Tallinn var mer än 50 procent lägre i juni 2009 jämfört med toppen i april 2007. Det innebär att prisnivån snart är tillbaka på 2004 års nivå (se diagram 10). I Lettland föll de genomsnittliga lägenhetspriserna under samma period med nästan 60 procent, vilket är bland de största prisfallen som har noterats i Europa under denna kris.⁶ I Litauen har nedgången varit jämförelsevis mer modest: 28 procent under andra kvartalet i år jämfört med 2008.⁷

Man kan säga att fastighetsmarknaden har gått från att i flera år vara hyresvärdens marknad till att nu bli hyresgästens. I en lågkonjunktur är det vanligt att hyresvärdar ger hyresrabatter eller låter bli att indexera upp hyrorna fullt så mycket som man kanske har fastställt i hyreskontraktet. Dessutom kan långivarna sätta press på bygg- och fastighetsbolagen att öka uthyrningsgraden. Detta kan medföra att hyrorna blir lägre än de som byggkalkylerna är baserade på och därmed ger upphov till betalningssvårigheter för bygg- och fastighetsbolagen.

Efterfrågan på fastigheter i de baltiska länderna är som sagt mycket nedpressad i nuläget. Men så småningom kommer länderna att återhämta sig och efterfrågan att återkomma. Det finns dessutom en stark underliggande efterfrågan på fastigheter i dessa länder då stora delar av deras fastighetsstock i grunden är gammal (den härstammar från Sovjettiden) och behöver förnyas. Eftersom priserna på fastigheterna redan nu är så pass nedtryckta, bäddar det för att priserna kan komma att öka snabbt när utvecklingen väl vänder.

⁶ Här är det viktigt att påpeka att statistiken över fastighetspriserna i de baltiska länderna är bristfällig och svårtillgänglig, varför det kan vara svårt att få en rättvis bild av utvecklingen. Detta kan alltså innebära att både den kraftiga prisuppgången liksom den stora nedgång som vi nu ser kan vara överdrivna. Dessutom är det också svårt att göra direkta jämförelser mellan länder, i synnerhet över kortare tidsperioder då fastighetspriser mäts olika i olika länder.

⁷ Statistik över fastighetspriserna är hämtad från den estniska centralbanken samt Global Property Guide.

Fastigheter har också ett bestående värde, givet att de underhålls. I den mån bankerna i Estland, Lettland och Litauen har tagit fastigheter i pant är det troligt att dessa fastigheter säljs först när efterfrågan vänder. Så skedde ju efter den svenska fastighetskrisen i början av 1990-talet, där Securum och andra bolag sattes upp just för att sköta avvecklingen av dåliga krediter med fastigheter som säkerhet. De stigande marknadsvärdena på fastigheterna i de baltiska länderna kommer så småningom också att medföra att utbudet av nyproducerade fastigheter ökar. En viktig förutsättning för allt detta är dock att länderna lyckas med sina interna reformprogram så att kostnadsläget inte åter börjar stiga.

Liten risk för kris på den svenska fastighetsmarknaden

I Sverige har vi de senaste åren återigen sett snabbt stigande priser på kommersiella fastigheter. Nu har priserna börjat falla och man kan ställa sig frågan om detta kan skapa stora kreditförluster i bankerna på liknande sätt som det gjorde i samband med 1990-talskrisen (se diagram 11). Den konjunkturedgång vi just nu upplever är ju långt häftigare än den under 1990-talet. Jag tror emellertid inte att dess effekter på fastighetsmarknaden behöver bli så allvarliga.

Åren innan fastighetskrisen på 1990-talet kännetecknades av en snabb prisuppgång på kontorslokaler. Utvecklingen var främst ett resultat av avregleringen av kreditmarknaden, där en uppdämd efterfrågan på krediter medförde en snabb kredittillväxt. En stor del av krediterna riktades till fastighetssektorn, där optimismen var stor till följd av ett gynnsamt läge på marknaden för kontorslokaler. De goda tiderna på fastighetsmarknaden blev startskottet för en byggboom. Men när konjunkturen sedan vände, priserna föll och realräntorna steg, var krisen ett faktum. För bankerna innebar det, som vi alla känner till, betydande kreditförluster.

Även i dag svarar fastighetsbolagen för bankernas största enskilda exponering – nästan 20 procent av utlåningen går till denna låntagargrupp. Detta är dock lägre än under 1990-talskrisen då bankernas exponering mot fastighetsbolagen uppgick till en tredjedel. Men trots att andelen har minskat, är exponeringen fortfarande av en sådan storlek att det kan utgöra en potentiell kreditrisk för svenska banker. En likhet mellan den prisuppgång vi just upplevt och den i slutet av 1980-talet är att priserna inte drivits av så kallade fundamentala faktorer. Det vill säga priserna har inte ökat till följd av hög efterfrågan på kontor, lägre vakanser och högre hyror, utan snarare därför att investerarna inte krävde lika hög avkastning på sitt investerade kapital. Det i sin tur indikerar att man förväntade sig högre hyror i framtiden.⁸ Riskpremien var exempelvis nära noll i slutet av 2007. Investerarna kompenserade sig således inte för den extra risk som en fastighetsinvestering innebär jämfört med en riskfri placering som en statsobligation. Periodvis under 1980-talet var riskpremien dock negativ. Investerarna nöjde sig då med lägre avkastning på en riskfylld placering i fastigheter än på en säker placering i en statsobligation (se diagram 12).

Men det finns också stora skillnader mellan utvecklingen på den svenska fastighetsmarknaden nu och då. En viktig förutsättning för att priserna kunde stiga så kraftigt i slutet av 1980-talet var att kreditmarknaden avreglerades. Utlåningen

⁸ Lite förenklat kan man säga att priset på en fastighet bestäms av det förväntade driftsöverskottet, det vill säga hyror minus drift- och underhållskostnader, samt investerarnas avkastningskrav som är den riskfria räntan plus en riskpremie. Investerare är beredda att betala mer för en fastighet om de förväntar sig att hyrorna kommer att öka eller om de inte kräver att det kapital de investerar ska generera lika hög avkastning.

till fastighetsbolagen har visserligen ökat under 2000-talet, men inte i samma utsträckning som åren innan fastighetskrisen. Nybyggnationen har också varit måttlig de senaste åren. Den viktigaste skillnaden är dock att ränteläget är betydligt lägre i dag då penningpolitiken inte längre behöver fokusera på att försvara en fast växelkurs (se diagram 13). Bankernas kreditprövning lägger också större vikt vid kundernas kassaflöden och deras förmåga att betala på sina lån. På 1990-talet fokuserade bankerna i högre utsträckning på säkerheternas värden. Och eftersom fastigheterna ofta ligger som säkerhet för lånen minskade deras värde snabbt i takt med att priserna föll.

Med dessa skillnader i åtanke kan vi konstatera att sannolikheten är liten att de prisfall vi hittills har sett kommer att leda fram till en kris på den svenska fastighetsmarknaden.

Men en konjunkturedgång är alltid förknippad med ökade risker. Under andra kvartalet i år föll de nominella priserna på kontorslokaler i Stockholm, Göteborg och Malmö med mellan 14 och 20 procent på årsbasis. Det är betydande prisfall, om än inte lika stora som under 1990-talskrisen. Prisnedgången tog sin början i slutet av 2007 och drevs primärt av att investerarna höjde sina avkastningskrav. Samtidigt var hyrestillväxten fortfarande god, vilket motverkade att priserna föll ännu mer. Sedan i våras har hyrorna dock börjat falla, speciellt i Stockholm där man har sett att antalet vakanser ökat. Mot bakgrund av att utsikterna på arbetsmarknaden blir allt sämre och att fler konkurser är att vänta bland hyresgästerna, är det högst sannolikt att vakanserna fortsätter att öka. En sådan utveckling innebär att intjäningen i fastighetsbolagen kommer att minska och deras förmåga att betala räntor och amorteringar försämras. I förlängningen kan det innebära betalningsinställelser även hos fastighetsbolag. Fallande priser kan också medföra svårigheter för fastighetsbolagen om bolagen inte lever upp till bankernas krav på maximal belåningsgrad. Vissa fastighetsbolag, som före den aktuella krisen finansierade delar av sin verksamhet utomlands, förefaller också ha fått besvär med sin finansiering.

Låt mig också kort säga några ord om den svenska bostadsmarknaden. Här har priserna inte alls fallit på samma sätt som för kommersiella fastigheter. Trots att vi befinner oss i den djupaste lågkonjunkturen sedan efterkrigstiden föll huspriserna bara med omkring 2 procent under det andra kvartalet i år jämfört med samma period förra året. Huspriserna i Sverige har hittills fallit väsentligt mindre än i ett antal andra industriländer (se diagram 14). Flera av dessa länder, som till exempel Irland, Spanien och England, har dock haft en väsentligt mer överhettad bostadsmarknad än vi har haft. En annan orsak till att huspriserna i Sverige inte har fallit lika mycket kan vara att de svenska bankerna inte drabbats så hårt av finanskrisen att de fått svårigheter att låna ut pengar till hushållen. Inkomstutvecklingen har också varit god – åtminstone för dem som fortfarande har arbete. En annan viktig förklaring till att huspriserna inte har fallit mer är att de realräntor som hushållen möter är historiskt låga. Dessutom har nybyggnationen av bostäder ända sedan 1990-talskrisen har varit mycket låg. Detta trots att det i de flesta större centralorter lönar sig att bygga nytt om man jämför med vad det kostar att köpa ett befintligt hus.⁹

⁹ I den ekonomiska litteraturen kallas den kvoten för Tobins q , efter nobelpristagaren James Tobin som studerade bland annat fastighetspriserna. Om Tobins q är lika med 1 innebär det att kostnaden att köpa ett befintligt hus och kostnaden att bygga ett nytt är lika stor. Det innebär att om huspriserna stiger så att marknadsvärdet blir högre än återanskaffningsvärdet lönar det sig att bygga nytt eftersom varje investerad krona värderas till mer än en krona av marknaden. I flera av våra storstäder ligger Tobins q mellan 1 och 2

Just nu, när krisen förefaller ha nått sin botten och optimismen åter börjar spira, har bostadspriserna börjat stiga särskilt i storstadsområdena. Riksbanken kommer nog att följa utvecklingen framöver, både vad gäller bostadsmarknaden och marknaden för kommersiella fastigheter.

De svenska bankerna klarar stora förluster i de baltiska länderna

I den djupa recession som vi nu befinner oss i går det inte att komma ifrån att de svenska bankerna står inför betydande kreditförluster. Under första halvåret uppgick dessa till 30 miljarder kronor, vilket omräknat till årssiffror motsvarar 0,84 procent av den totala utlåningen. Den största delen av dessa förluster, 44 procent, härrör från de svenska bankernas verksamhet i de baltiska länderna. Enligt Riksbankens bedömning i den senaste stabilitetsrapporten väntas kreditförlusterna i vårt huvudscenario uppgå till drygt 2 procent av bankernas utlåning 2009 och 2010. I ett stressscenario med väsentligt sämre utveckling i Sverige och i de baltiska staterna skulle kreditförlusterna kunna uppgå till 4,3 procent av utlåningen under dessa två år. Knappt 40 procent av dessa förluster i både huvudscenariot och stressscenariot kan också relateras till bankernas utlåning till de baltiska länderna och övriga Östeuropa. Detta är ansenliga förluster, även om de inte är lika stora som under den svenska bankkrisen åren 1991–1994. Då uppgick förlusterna till 13 procent av utlåningen.

Bankernas förluster kommer säkerligen, i denna kris som i alla andra, att i hög grad vara relaterade till situationen på fastighetsmarknaden. Huvuddelen av bankernas säkerhetsmassa ligger ju i fastigheter. Men i första hand brukar problemen gälla kommersiella fastigheter, inte bostadsfastigheter. Hushållen betalar i de flesta fall sina räntor och amorteringar, även om de ibland får förhandla med banken om anstånd med betalningen. Vare sig i Sverige eller i de baltiska länderna kan hushåll på samma sätt som i USA återlämna fastighetspanten och på det sättet bli av med skulderna. Inte ens under 1990-talskrisen stod hushållen för någon väsentlig del av bankernas förluster. Men även om lån till bostadsfastigheter sällan utgör stora problem för bankerna kan de vara katastrofala för enskilda hushåll som hamnar i betalningssvårigheter. I dagsläget är räntan som sagt mycket låg. Men vår prognos tyder på att Riksbanken, efter en period med låg ränta, kommer att behöva höja räntan förhållandevis snabbt framöver. Det är därför särskilt angeläget att bankerna kontrollerar att varje hushåll som lånar klarar förväntade räntehöjningar och möjliga inkomstbortfall.

De svenska storbankerna har stärkt sina kapitalbaser och framstår ur ett internationellt perspektiv som välkapitaliserade. Tre av de fyra storbankerna har sedan förra hösten genomfört nyemissioner och Swedbank ska inom kort genomföra ytterligare en nyemission, allt på den privata marknaden utan statlig garanti. I många länder, vars banksystem i större utsträckning påverkats av den aktuella krisen, har detta varit omöjligt. Dessutom har alla de fyra storbankerna stärkt sitt kapital genom att sänka eller slopa utdelningarna till aktieägarna för det gångna året. Men det tål att påpekas att faran ännu inte är över. Skulle läget försämrats mer än förväntat kan kreditbetygen komma under press och bankerna få förnya de finansieringssvårigheter.

eller till och med högre. I många delar av landet ligger dock värdet väsentligt under 1, vilket betyder att det inte lönar sig inte att bygga nya bostäder där.

■ Riksbankens åtgärder värnar den finansiella stabiliteten

Sedan finanskrisen bröt ut har Riksbanken ingått swapavtal med två av de baltiska länderna. Vi har dels gjort det möjligt för den estniska centralbanken att vid behov kunna byta estniska kronor mot svenska kronor, dels gett den lettiska centralbanken möjlighet att låna euro direkt av Riksbanken. Syftet med dessa avtal är att underlätta för centralbankerna i Estland och Lettland att värna om den finansiella stabiliteten i respektive land. Att ingå i dessa swapavtal tjänar också till att värna om den finansiella stabiliteten i Sverige.

För att säkra likviditetsförsörjningen har Riksbanken dessutom lånat ut kronor och dollar till de svenska bankerna, då de inte har kunnat skaffa sig finansiering på marknaden. Utlåningen har skett till längre löptider än normalt och till ett bredare spektrum av säkerheter.

I Europa och i andra delar av världen har centralbanker och tillsynsmyndigheter under det senaste året ställts inför många nya problem, inte minst när det gäller banker som är verksamma i flera länder. Erfarenheterna av detta diskuteras för närvarande intensivt. Jag kan säga med all säkerhet att vi i framtiden får se stora förändringar när det gäller tillsyn och reglering av banker och annan finansiell verksamhet. Men det ska jag med glädje tala om vid ett annat tillfälle.

Slutord

Vi har under det gångna året upplevt en finanskris som i mångt och mycket är exceptionell i den bemärkelsen att den har drabbat fler aktörer, marknader och tillgångsslag än under någon tidigare kris.

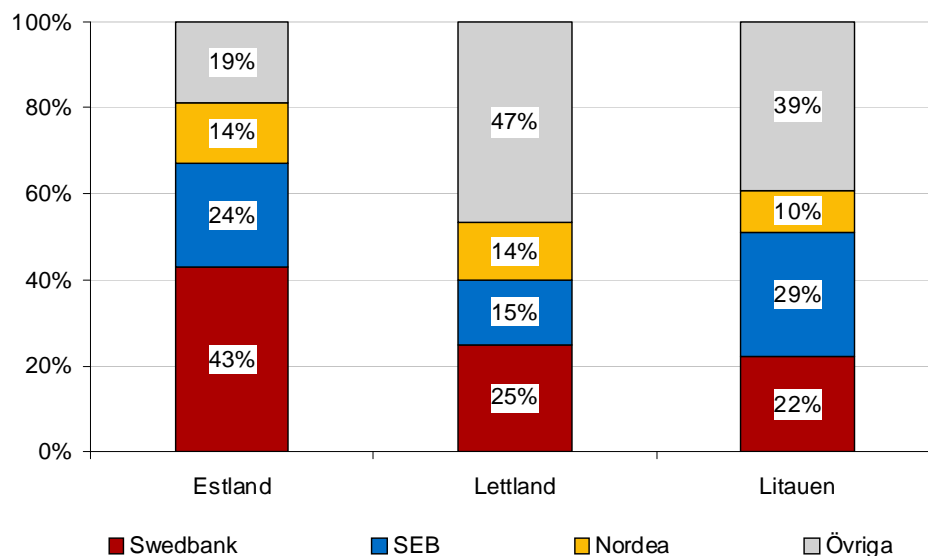
Sedan inledningen på sommaren har den reala ekonomin börjat visa tecken på stabilisering, om än från mycket svaga nivåer. I Asien, och inte minst i Kina och Indien, har tillväxten åter tagit fart, vilket märks hos de företag som exporterar till dessa länder. Världshandeln börjar stabiliseras och BNP-fallen har dämpats. Bankernas och företagens delårsrapporter från andra kvartalet har också varit mindre negativa än förväntat, vilket har gett skäl till en något större framtidsoptimism. Samtidigt syns tecken på att de finansiella marknaderna fungerar bättre. Utvecklingen märks bland annat i att kreditspreadarna, det vill säga skillnaden mellan räntan på företagsobligationer och räntan på statsobligationer, har fallit tillbaka till nivåer som rådde före Lehman ansökte om konkurskydd. Skillnaden mellan interbankräntor och den förväntade styrräntan har också minskat (se diagram 15). Samtidigt fungerar kreditmarknaderna allt bättre. Företag som för bara några månader sedan hade svårigheter att emittera obligationer har nu åter tillgång till marknaderna. Företag med god kreditvärdering kan i dag låna till lägre kostnader, på längre löptider och med lägre säkerhetskrav än före sommaren. Det tycks alltså som att läget på de finansiella marknaderna börjar lätta och förtroendet så saktat återvända. Detta är i sin tur en förutsättning för att återhämtningen i den reala ekonomin ska fortsätta. Den globala penning- och finanspolitiken är fortfarande mycket expansiv och tillgången på ledig kapacitet är god i de flesta länder. Det är inte orimligt att en snabb återhämtning på de finansiella marknaderna också kan underlätta en snabbare återhämtning i den reala ekonomin.

Det finns alltså flera faktorer som ger anledning till viss optimism. Men man måste också komma ihåg att vi håller på att ta oss ur en djup recession och det kan därför ta tid innan den globala efterfrågan helt har återhämtat sig. Många banker i världen har också långt kvar innan deras balansräkningar är rensade från dåliga

- tillgångar. I ett svenskt perspektiv utgör den ekonomiska utvecklingen i de baltiska länderna fortfarande en betydande risk.

Diagram 1. Utlåning i de baltiska länderna, marknadsandelar, juni 2009

Procent



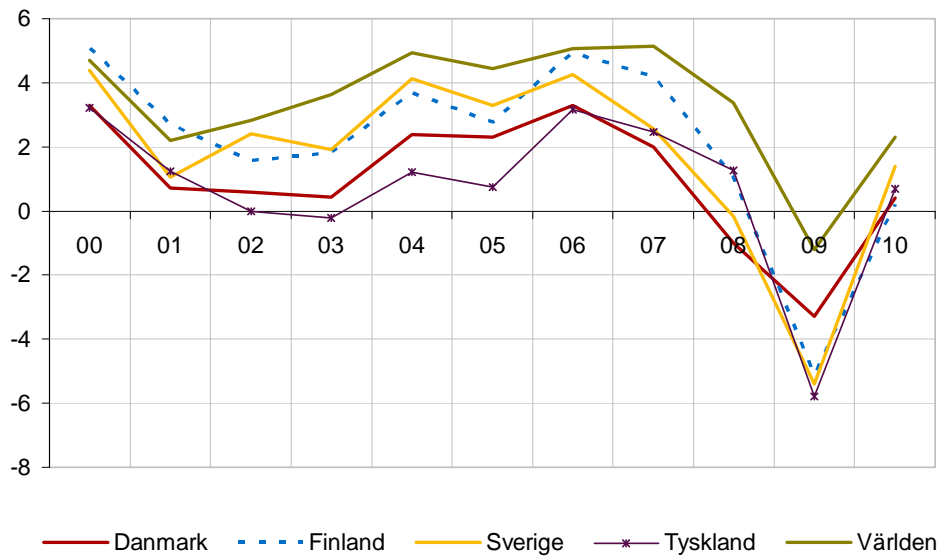
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

Tabell 1. De baltiska ländernas andel av de svenska bankernas utlåning och resultat före skatt, juni 2009

	SEB	Swedbank	Nordea
Utlåning	11 %	16 %	3 %
Rörelseresultat, senaste fyra kvartal	Neg	Neg	1 %

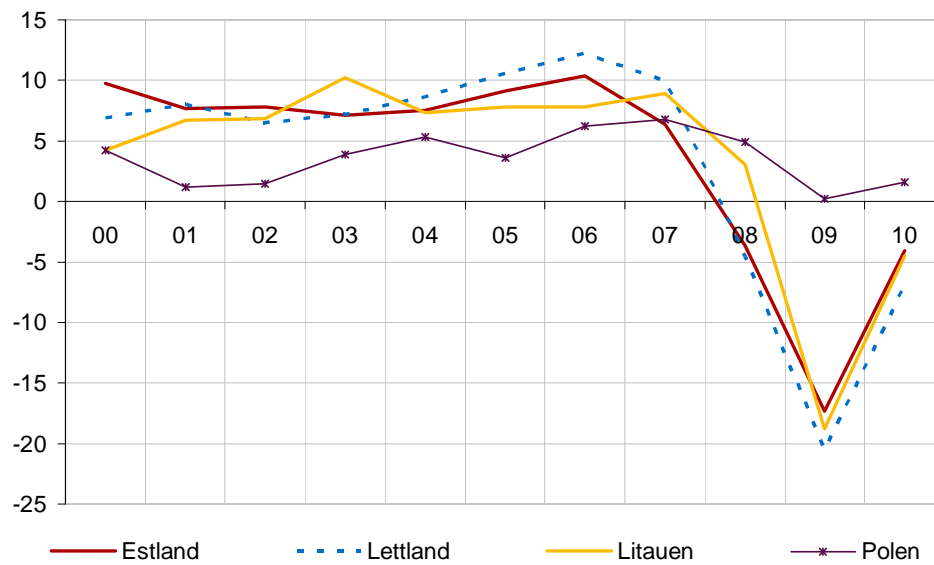
Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

■ **Diagram 2. Real BNP i Östersjöländerna och i världen totalt**
Årlig procentuell förändring



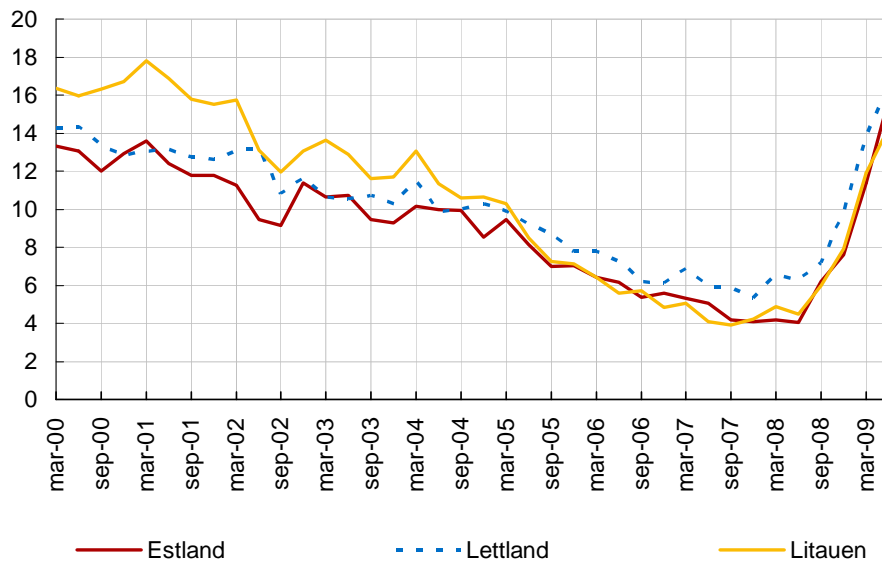
Källa: Reuters Ecowin

Diagram 3. Real BNP i Östersjöländerna
Årlig procentuell



Källa: Reuters Ecowin

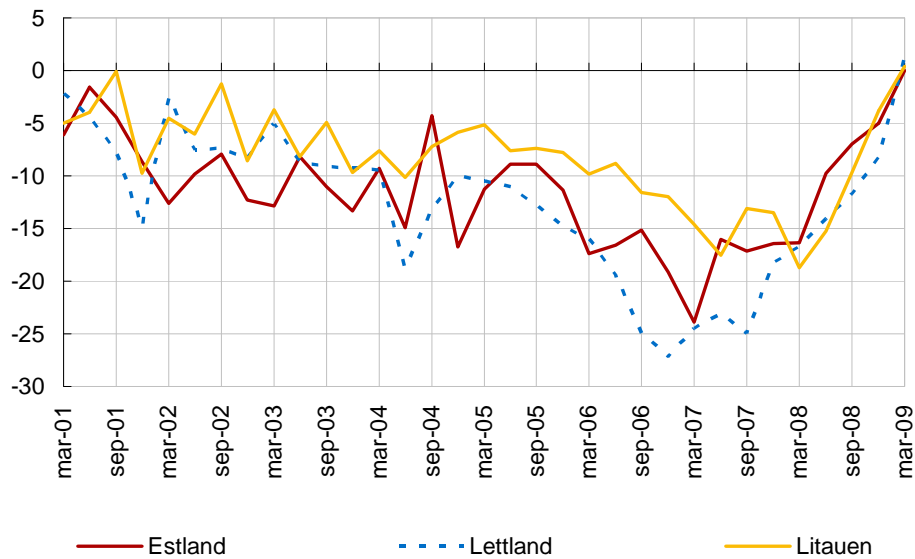
Diagram 4. Arbetslösheten i de baltiska länderna
Procent



Källa: Reuters Ecowin

Diagram 5. Bytesbalansen i de baltiska länderna

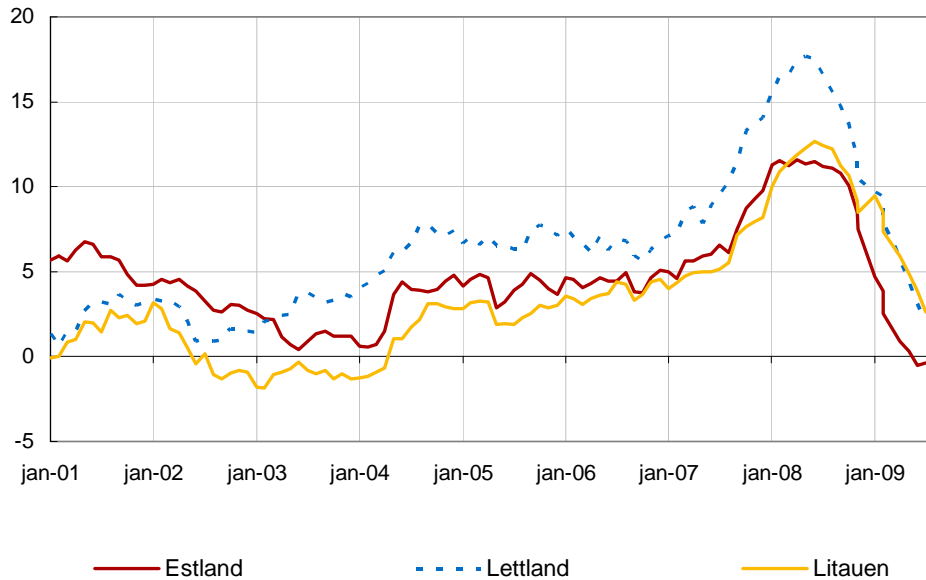
Procent av BNP



Källa: Reuters Ecowin

Diagram 6. Harmoniserat index för konsumentpriser

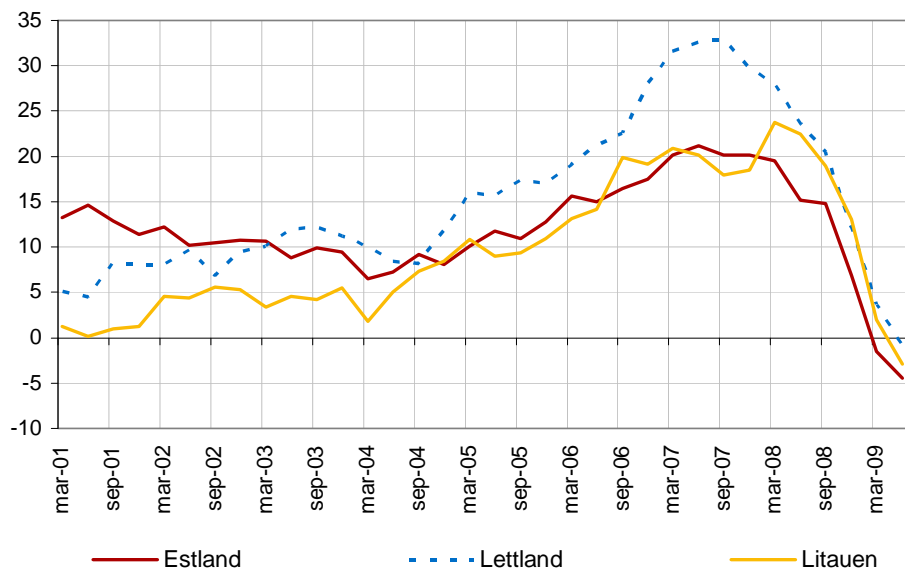
Årlig procentuell förändring



Källa: Reuters Ecowin

Diagram 7. Nominella löner i de baltiska länderna

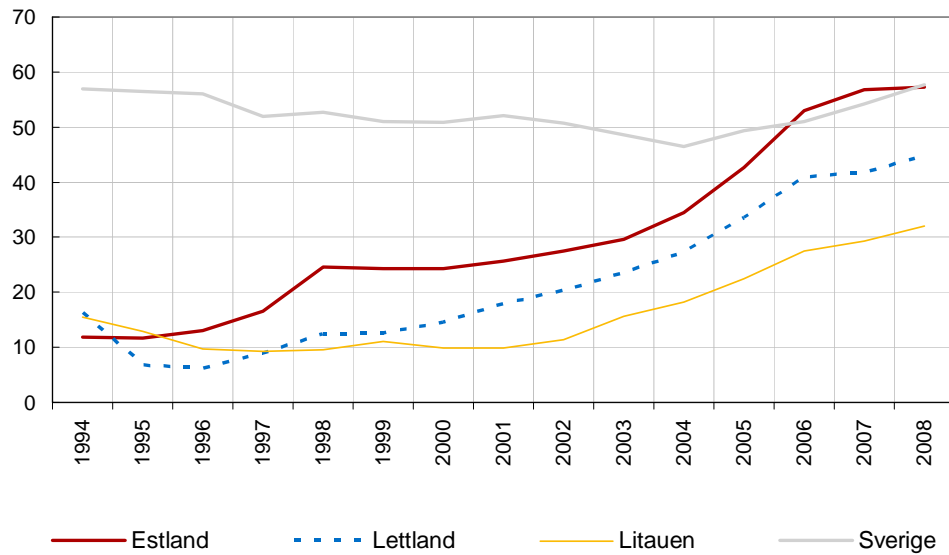
Årlig procentuell förändring



Källa: Reuters Ecowin

Diagram 8. Företagens skulder i förhållande till BNP, de baltiska länderna och Sverige

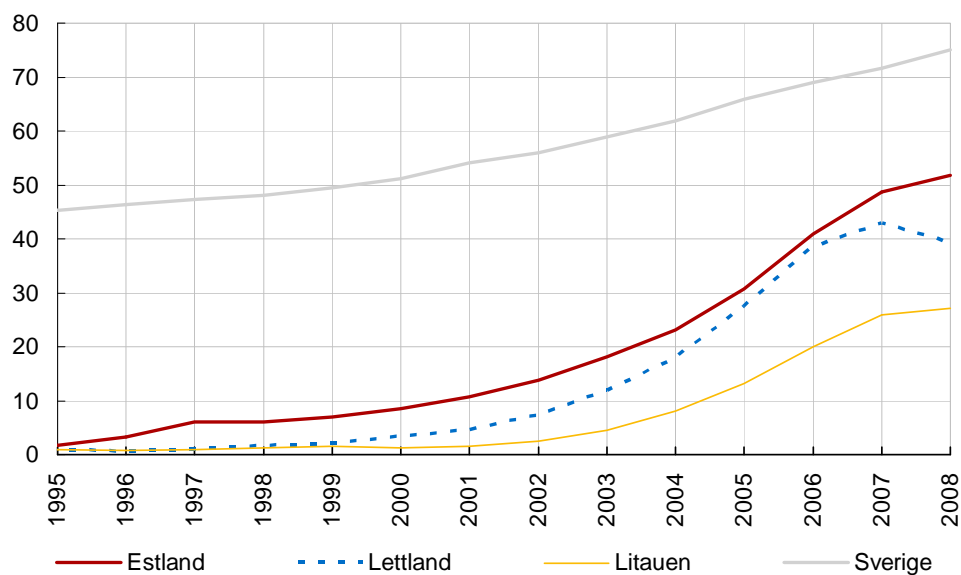
Procent av BNP



Källa: Reuters Ecowin

Diagram 9. Hushållens skulder i förhållande till BNP, de baltiska länderna och Sverige

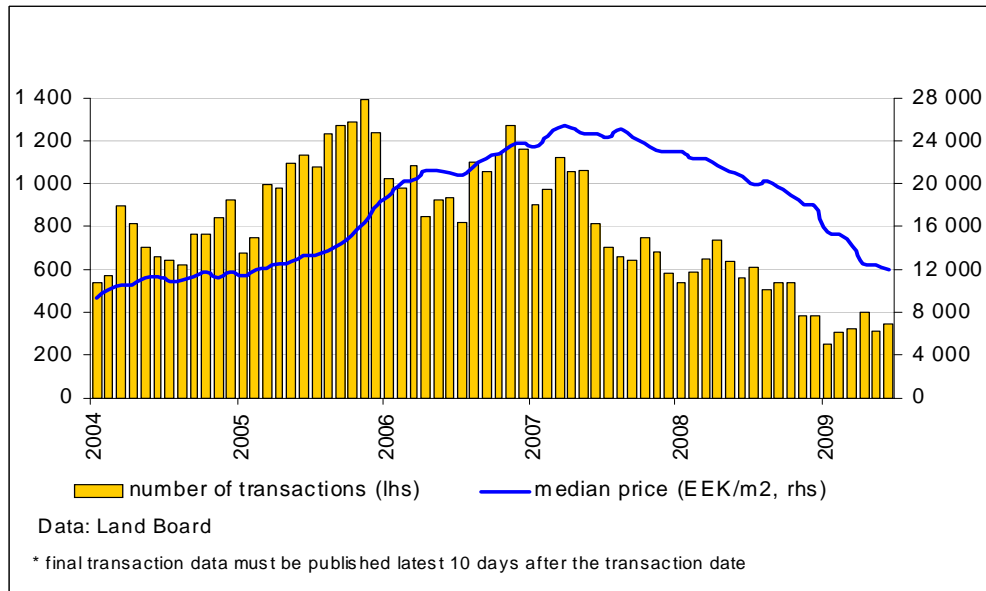
Procent av BNP



Källa: Reuters Ecowin

Diagram 10. Lägenhetspriser samt antal transaktioner i Tallinn

Medianpris i estniska kronor/m² (höger skala) samt antal lägenhetstransaktioner (vänster skala)

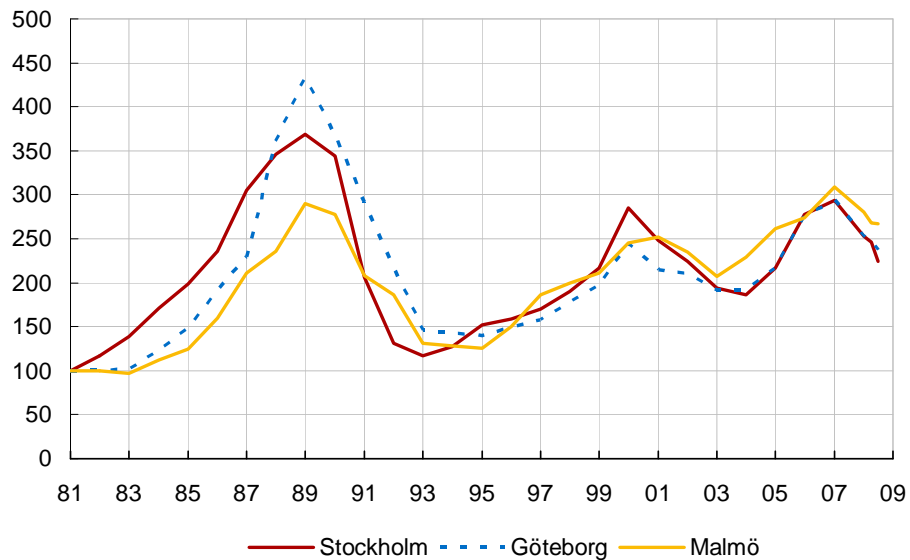


Anm. Data över transaktionerna måste publiceras senast 10 dagar efter att transaktionen genomfördes.

Källor: Land Board och Eesti Pank

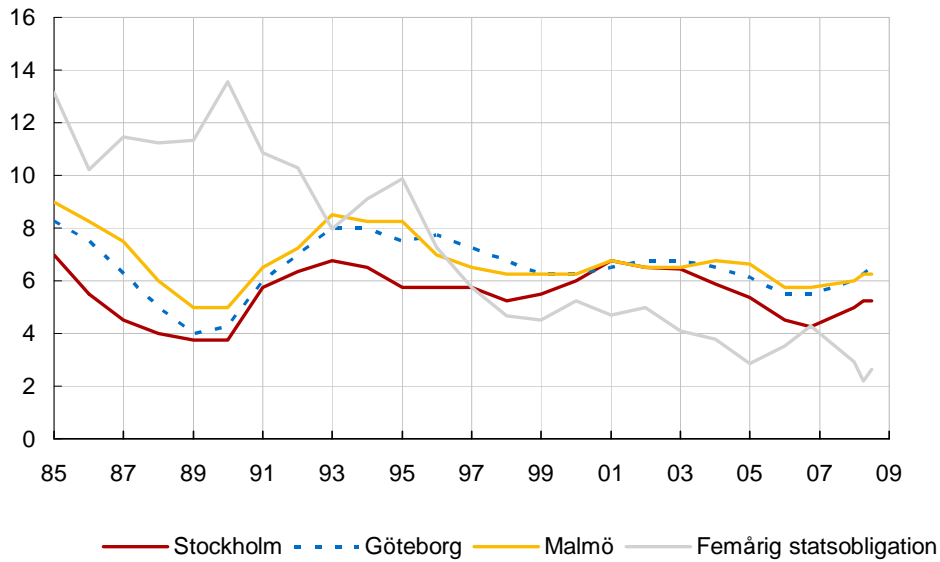
Diagram 11. Reala priser för kontor i citylägen, Sverige

Index 1981=100



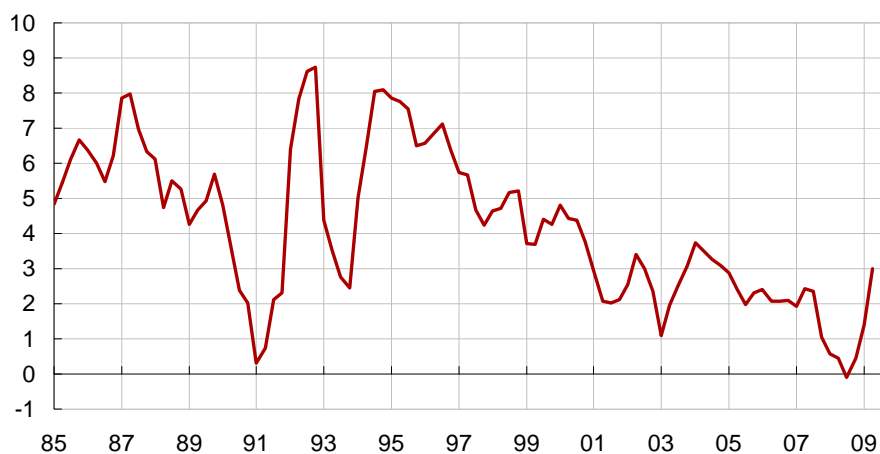
Källor: Newsec och Riksbanken

■ **Diagram 12. Genomsnittligt direktavkastningskrav på moderna kontorslokaler i citylägen, Sverige**
Procent



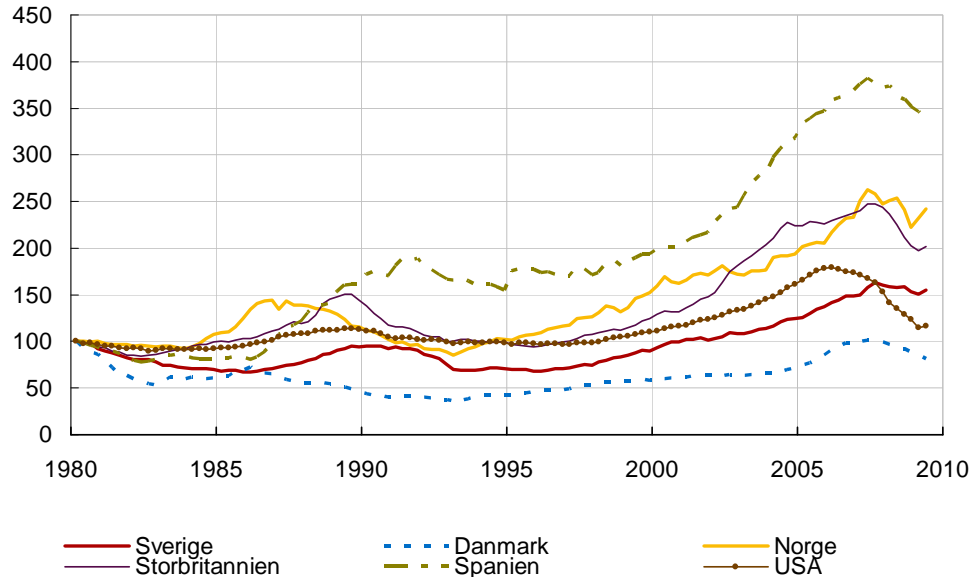
Källor: Newsec, Riksbanken och Reuters Ecowin

Diagram 13. Real statsobligationsränta, 5 år
Procent



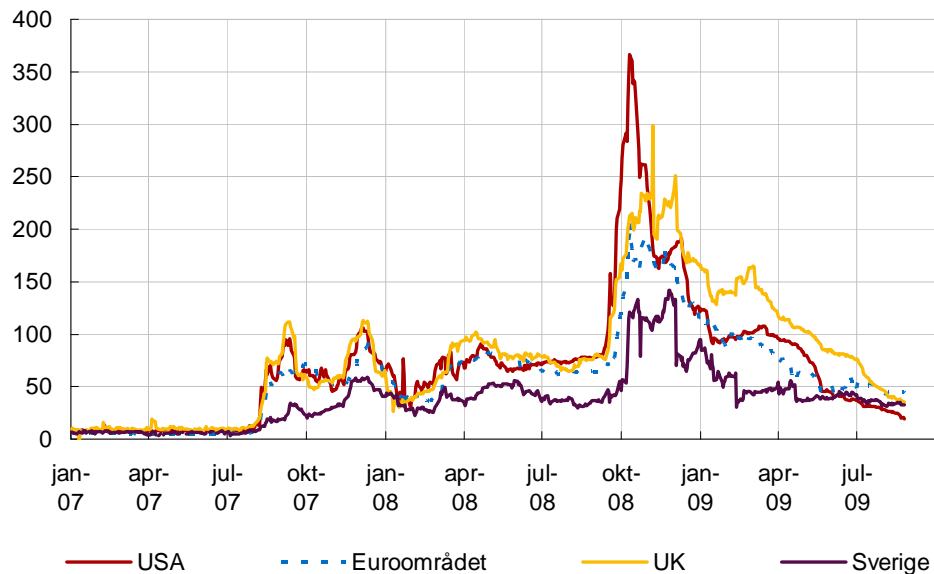
Källor: Reuters Ecowin, SCB och Riksbanken

Diagram 14. Reala huspriser
Index 1980=100



Källor: SCB, OFHEO, Case-Shiller och Reuters Ecowin

Diagram 15. Basis spread
Räntepunkter



Anm. Basis spreaden är skillnaden mellan tremånaders interbankränta och förväntad styrränta.
Källor: Reuters Ecowin och Bloomberg