

## ■ Likheter och skillnader mellan det aktuella läget och 2008-2009

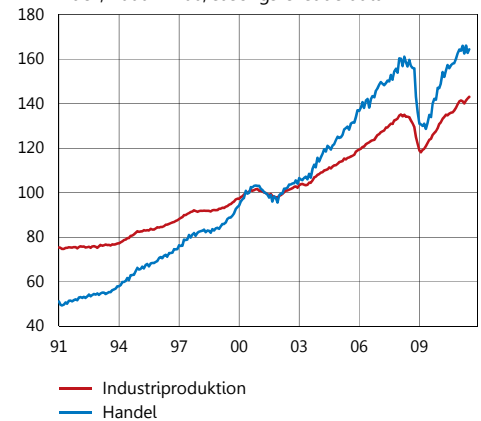
**Oron på de finansiella marknaderna är i nuläget stor, till följd av flera länders problem att hantera sina stora statsskulder. De realekonomiska konsekvenserna av icke-fungerande kreditmarknader blev tydliga under den finansiella krisen 2008-2009. Finansiella institut slutade då att låna ut till varandra, vilket fick dramatiska följder för världsekonomin. Det finns flera skäl till att Riksbanken bedömer att den senaste tidens oro inte kommer att leda till lika allvarliga konsekvenser för världen som helhet. Nu handlar det om problem som är kända på de finansiella marknaderna, vilket inte alls var fallet 2008-2009. Centralbanker har beprövat kanaler för att tillmötesgå ett ökat likviditetsbehov i banksystemet. I detta avseende är det finansiella systemet bättre rustat. Samtidigt återstår stora utmaningar för att få långsiktigt hållbara lösningar på plats. Läget är bekymmersamt och nya oväntade händelser kan få allvarliga konsekvenser.**

### Från obetalda bostadslån till oro för statsfinansiella problem

De globala finansiella marknaderna har präglats av turbulens under drygt fyra år. Upprinnelsen till krisen var oron över förluster orsakade av strukturella produkter med anknytning till amerikanska subprimelån. Via de komplexa finansiella instrument som var kopplade till de amerikanska bostadslånen spred sig förlusterna snabbt vidare i den högt skuldsatta finansiella sektorn. Den amerikanska centralbanken svarade med räntesänkningar och åtgärder för att säkerställa likviditeten på kreditmarknaden. Men problemen på finansmarknaderna fortsatte och den 15 september 2008 ansökte Lehman Brothers om konkurs. Detta utgjorde en vattendelare som hade mycket stort negativt genomslag på de globala finansmarknaderna. Det faktum att ett stort finansiellt institut tilläts gå omkull tillsammans med osäkerheten kring hur stora förlusterna var och vilka institut som var drabbade ledde till att finansiella institut världen över i stort sett slutade låna ut pengar till varandra.

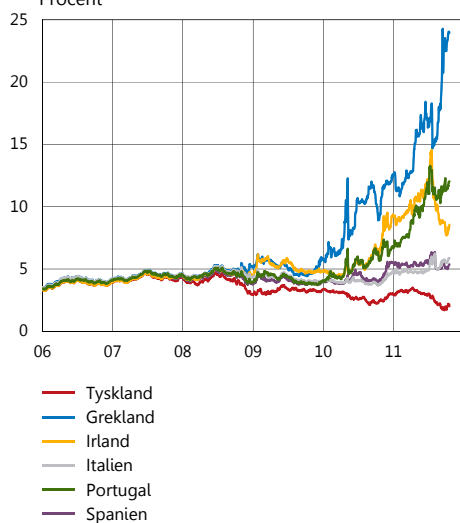
Inbromsningen i den globala ekonomiska aktiviteten under de första tre kvartalen 2008 var jämförbar med en normal konjunktursvackning. När Lehman Brothers föll och den finansiella krisen eskalerade förändrades läget dramatiskt. Den finansiella turbulensen fick genomslag i den reala ekonomin via flera olika kanaler. Bristen på likviditet i det globala finansiella systemet bidrog till en kraftig åtstramning i kreditvillkoren för hushåll och företag. Turbulensen fick också aktiepriserna att falla och bidrog till att försämra stämningläget bland företag och hushåll över hela världen. Parallellt med den eskalerande finanskrisen började även huspriserna i stora delar av OECD-området att falla. Den globala efterfrågan, såväl hushållens konsumtion som företagens investeringar, minskade kraftigt. Industriproduktionen föll på bred front i hela världen och världshandeln rasade (se diagram A1). Det senare slog hårt mot exportberoende ekonomier, såsom den svenska.

**Diagram A1. Global handel och industriproduktion**  
Index, 2000 = 100, säsongrensade data



Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

**Diagram A2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid**  
Procent



Källa: Reuters EcoWin

Tack vare en kraftfull och koordinerad finans- och penningpolitisk stimulans från regeringar och centralbanker världen över minskade den finansiella turbulensen successivt under loppet av 2009 och den reala ekonomin började återhämta sig. Redan under inledningen av 2010 började dock oron för de statsfinansiella problemen i Europa avspeglas på obligationsmarknaden. Oron tilltog under sommaren 2011 när den politiska förmågan, i både euroområdet och USA, att hantera skuldproblematiken ifrågasattes. Den senaste tiden är det framför allt statsfinansiella problemen i euroområdet som ligger bakom den fortsatta turbulensen.

### Hur skiljer sig förutsättningarna jämfört med 2008?

Lehman Brothers konkursansökan var en plötslig händelse vars följder marknaden hade svårt att överblicka konsekvenserna av. På samma sätt som Lehman Brothers fall inte förutsågs, kan det naturligtvis inte uteslutas att det inträffar något framöver med liknande dramatiska konsekvenser. Ny information kan förändra tillväxtutsikterna snabbt. Däremot kan det konstateras att den finansiella turbulens vi ser idag inte har lett till lika dramatiska följder så här långt. Oron för den statsfinansiella situationen, framförallt i euroområdet har ökat gradvis istället för plötsligt. Vissa länder ser dessutom ut att kunna hantera underskottsproblematiken. Irland, som fortfarande har ett av de största underskotten i Europa, har till exempel följt den uppsatta planen för att förbättra sin statsfinansiella situation. Statsobligationsräntorna har därför sjunkit under hösten och Irland planerar nu för att kunna emittera obligationer under nästa år. Däremot visar de höga nivåerna på de grekiska statsräntorna att finansiella marknadsaktörer nu ser en mycket hög sannolikhet för att Grekland kommer att behöva omförhandla sin statskuld. Denna utveckling har dock skett gradvis och räntorna på grekiska statsobligationer har ökat successivt sedan inledningen av 2010 (se diagram A2).

En annan skillnad jämfört med 2008 är att förlusterna under finanskrisen spreds via en mängd komplexa finansiella instrument. Detta ökade osäkerheten på marknaden om hur stora förlusterna var och vilka institut som var drabbade. Vad det gäller statskuldspromblematiken är det lättare att identifiera var förlusterna kan uppstå. Det råder fortfarande osäkerhet om hur stora förluster som innehaven av statspapper innebär men jämfört med situationen 2008 är det betydligt mer överblickbart.

Information som framkommit i samband med Europeiska bankmyndighetens (EBA) stresstester har också lett till en viss förbättring av transparensen vad gäller bankernas balansräkningar och det finansiella systemets sårbarhet. Därmed minskar osäkerheten och risken för att de förluster som kan uppstå slår blint mot hela den finansiella marknaden.

Centralbankers beredskap att hantera tillfälliga likviditetsproblem och därmed undvika att dessa eskalerar har därtill förbättrats. Erfarenheterna från 2008-2009 har inneburit att centralbanker nu har mer beprövade kanaler för att stödja likviditeten i det finansiella

systemet men också direkt till hushåll och företag. Under den finansiella krisen 2008-2009 handlade det bland annat om åtgärder som direkt stödde likviditetsförsörjningen inom banksystemet genom att utvidga mängden av säkerheter som kunde användas för krediter i centralbanker, förändringar i in- och utlåningsfaciliteter men också direkta nödkrediter. Åtgärder som riktades direkt mot hushåll och företag för att underlätta likviditetsförsörjningen har till exempel handlat om direkta köp av företags- och bostadsobligationer på andrahandsmarknaden.<sup>4</sup>

Sammantaget bedömer Riksbanken att en global åtstramning av kreditvillkoren för företag och hushåll likt situationen 2008-2009 bör kunna undvikas. Huvudscenariot bygger på att de mest akuta statsfinansiella problemen kommer att lösas på ett ordnat sätt och att långsiktigt hållbara lösningar så småningom implementeras.

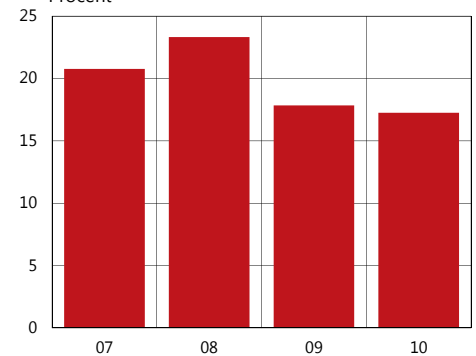
Flera europeiska banker med exponeringar mot Grekland och andra statsfinansiellt svaga länder är idag beroende av likviditetsstöd från ECB för att kunna finansiera sig. Detta är naturligtvis inte hållbart i ett längre perspektiv.

Visserligen har många europeiska banker minskat sin skuldsättning (se diagram A3) och sina strukturella likviditetsrisker i viss utsträckning under de senaste åren (se diagram A4).<sup>5</sup> De lägre nivåerna på bankernas skuldsättningsgrader beror på att många banker har ökat sitt kapital både genom nyemissioner och genom kapitalinjektioner från stater. Det krävs dock ytterligare insatser för att minska det finansiella systemets sårbarhet och det råder fortfarande osäkerhet om hur mycket mer kapital bankerna behöver. Bankernas underskott på kapital beror i sin tur till stor del på bankernas exponeringar mot stater med statsfinansiella problem. Till bilden hör naturligtvis också att länder med statsfinansiella problem måste vidta åtgärder för att säkerställa långsiktigt hållbara offentliga finanser (se fördjupning "Skuldskrisen i Europa").

De svenska bankerna har tagit betydande steg mot att förbättra sin motståndskraft jämfört med 2008, bland annat genom att minska riskerna förknippade med sina baltiska verksamheter och genom en betydligt högre kapitaltäckning. Dessutom har svenska banker endast små direkta exponeringar mot statsfinansiellt svaga länder.<sup>6</sup>

En viktig faktor i det eskalerande förloppet 2008 och 2009 var utvecklingen på bostadsmarknaderna i OECD-området. På detta område är situationen betydligt mindre oroande idag. Visserligen är problemen inte över, men priserna i flera länder har planat ut och risken för ytterligare stora prisfall har minskat betydligt. Därmed är risken mindre att det uppstår en negativ spiral av ökade förmögenhetsförluster för hushållen, en svag konsumtionsutveckling, fortsatta kreditförluster till följd av obetalda bostadslån och fortsatt finansiell

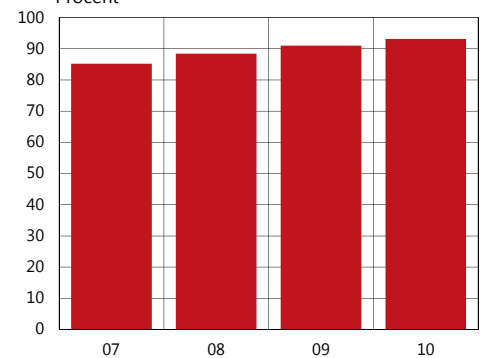
**Diagram A3. Europeiska bankers skuldsättningsgrad**  
Procent



Anm. Skuldsättningsgrad beräknad som justerade totala tillgångar genom eget kapital. Justeringen innebär att repor, derivat och försäkring inte ingår i måttet.

Källor: Liquidatum och Riksbanken

**Diagram A4. Riksbankens strukturella likviditetsmått: Europa**  
Procent



Anm. Ett värde nära 100 anger att tillgångarna och dess finansiering är väl matchade likviditetsmässigt. Urvalet består av 20 stora europeiska banker där de fyra svenska storbankerna är inkluderade.

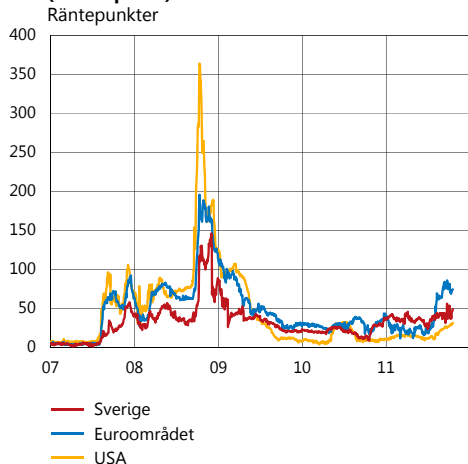
Källor: Liquidatum och Riksbanken

<sup>4</sup> Ett exempel på detta är Bank of Englands Asset Purchase Facility (APF). För en redogörelse för centralbankernas agerande under den finansiella krisen, se P. Sellin, "Centralbankernas extraordinära åtgärder under den finansiella krisen", Ekonomiska kommentarer nr 9, 2009, Sveriges riksbank.

<sup>5</sup> Något förenklat anger måttet en banks likviditetsrisk genom att mäta hur stor del av bankernas illikvida tillgångar (som exempelvis bolån) som också täcks av en långsiktig (stabil) finansiering. För en närmare beskrivning av hur detta mått är konstruerat, se Finansiell Stabilitetsrapport 2010:2, sidan 77.

<sup>6</sup> Se Finansiell Stabilitetsrapport 2011:1 sidan 42.

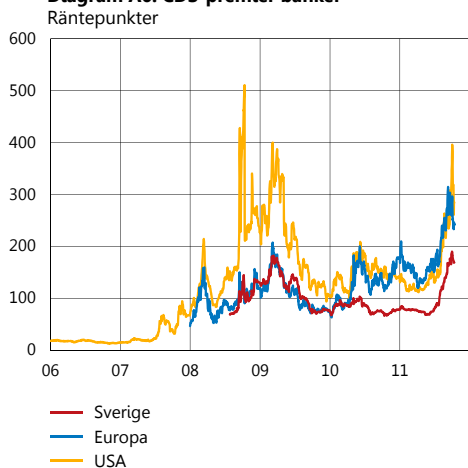
**Diagram A5. Riskpremie på penningmarknaden (Basis-spread)**



Anm. Skillnad mellan tre månaders interbankränta och förväntade styrräntor.

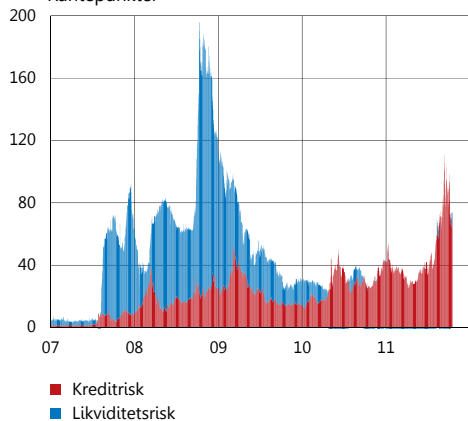
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

**Diagram A6. CDS-premier banker**



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

**Diagram A7. Uppskattad uppdelning av riskpremien mellan kredit- och likviditetspremie i euroområdet**



Anm. Diagrammet visar en uppskattad dekomponering av riskpremien på penningmarknaden mellan en kreditpremie och en likviditetspremie. Kreditpremien uppskattas baserat på bland annat CDS-premien. Likviditetspremien beräknas sedan residualt som skillnaden mellan den totala riskpremien (se diagram A5) och den uppskattade kreditpremien.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

oro. Även detta talar för en lugnare utveckling än i slutet av 2008 och inledningen av 2009.

Å andra sidan är de statsfinansiella problemen i OECD-länderna betydligt mer bekymmersamma idag. Det blir en svår utmaning att hitta en väl avvägd balans där underskottsproblemen hanteras utan att förutsättningarna för en global återhämtning kvävs. Låg tillväxt och höga skulder riskerar att leda till en negativ spiral med fortsatt finansiell oro om man inte kommer till rätta med de underliggande problemen. Detta står i skarp kontrast till utvecklingen under 2009 då finanspolitiken var mycket expansiv och gav positiva tillväxteffekter.

### En ögonblicksbild av det ekonomiska läget idag jämfört med 2008-2009

Lehman Brothers konkursansökan fick omedelbart effekter på penningmarknaderna världen över. Riskpremien på penningmarknaden, som här definieras som skillnaden mellan en tre månaders interbankränta och den förväntade dagslåneräntan över samma löptid, ökade brant (se diagram A5). Riskpremien har visserligen stigit i spåren av den senaste tidens oro, men är långt från de nivåer som sågs i slutet av 2008 och har heller inte stigit så plötsligt som vid finanskrisens initiala skede i augusti 2007. I Euroområdet och Sverige är riskpremien på penningmarknaden idag på ungefär samma nivå som perioden mellan augusti 2007 och Lehman Brothers fall.

Däremot avspeglas den aktuella oron mer tydligt i stigande CDS-premier för banker (se diagram A6). CDS-premierna är kopplade till den förväntade konkurssannolikheten för en bank. Den senaste tidens uppgång är en allvarlig signal om minskat förtroende för bankers förmåga att betala sina skulder. I Europa är CDS-premierna för bankerna nu betydligt högre än de var vintern 2008-2009 och de har stigit till höga nivåer även i USA och Sverige.

Genom att använda informationen i CDS-premierna kan riskpremien på penningmarknaden delas upp i en kreditrisk- och en likviditetsriskpremie.<sup>7</sup> En sådan uppdelning av euroområdets riskpremie tyder på att det är kreditrisken som har drivit upp premien den senaste tiden (se diagram A7). Likviditetsriskpremien är däremot låg. Detta står i kontrast till utvecklingen under 2008-2009 då likviditetsrisken var den drivande faktorn. Fördelningen mellan kredit- och likviditetsriskpremien i USA och i Sverige följer ett liknande mönster som i euroområdet. Detta stödjer bilden av att centralbanker i dagsläget bättre tillmötesgår penningmarknadens behov av likviditet jämfört med 2008-2009. Samtidigt understryker de höga kreditriskpremierna vikten av att hantera problemen bakom den stora osäkerheten kring bankernas förmåga att betala sina skulder.

Inte heller riskpremien på lån till företag har ökat på samma dramatiska sätt som under slutet av 2008. Riskpremien på företagsobligationsräntor med hög kreditrisk har visserligen stigit betydligt, men nivån är väsentligt lägre än under slutet av 2008 och inledning-

<sup>7</sup> Se M. Strömquist, "Vilken faktor hade störst inflytande på den svenska riskpremien under krisen?" Ekonomiska kommentarer nr 14, 2009, Sveriges riksbank.

en av 2009 (se diagram A8). Det är också normalt att kreditvillkoren stramas åt i en lågkonjunktur och dagens riskpremier är jämförbara med de som förelåg 2001-2002. Den undersökning av lånevillkor som ECB genomförde under september stödjer bilden av en förhållandevis begränsad kreditåtstramning.<sup>8</sup>

När den finansiella oron tog ny fart och tillväxtutsikterna försvagades under sommaren 2011 föll aktiepriserna. Jämfört med fallet från augusti 2007 till och med februari 2009 är den senaste tidens nedgång dock betydligt mer begränsad. Samtidigt är aktieindex i Sverige, USA och Tyskland ungefär 20 procent under nivån i augusti 2007 och i Europa som helhet är index nästan 50 procent lägre.

Olika förtroendeindikatorer runt om i världen föll kraftigt till historiskt sett låga nivåer under slutet av 2008 (se diagram A9). Även om de fallit också under senare tid är stämningläget ännu så länge betydligt bättre än vintern 2008-2009. Hittills indikerar alltså förtroendeindikatorer att inbromsningen i världsekonomin är relativt begränsad. De globala tillväxtutsikterna, mätta som ett genomsnitt av de senast tillgängliga prognoserna, har visserligen reviderats ner något de senaste månaderna, men inte alls i samma utsträckning som efter september 2008.

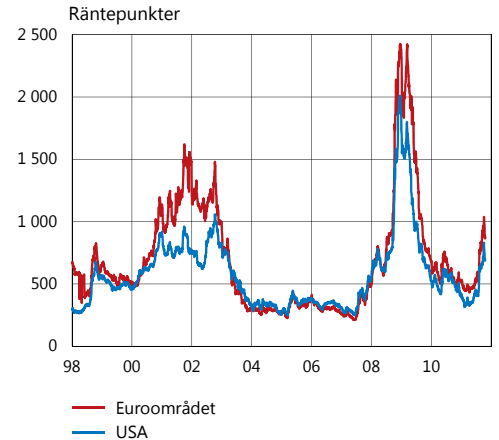
Svensk varuexport har också fortsatt öka den senaste tiden, vilket står i skarp kontrast till utvecklingen under andra halvåret 2008. De indikatorer som kan tänkas spegla kanalerna från global finansiell oro till den svenska makroekonomiska utvecklingen, såsom konsumentförtroendet och exportorderingsgången för tillverkningsindustrin, tecknar hittills också en bild av en mer normal inbromsning som snarare liknar perioden som föregick Lehman Brothers fall, än den som följde efter (se diagram A10).

### Bättre förutsättningar att begränsa realekonomiska effekter av den finansiella turbulensen

Finansiella såväl som reala indikatorer visar att det ekonomiska läget idag skiljer sig betydligt från läget i slutet av 2008. Däremot finns det många likheter med perioden som föregick Lehman Brothers fall. En skillnad jämfört med 2008-2009 är att likviditetsproblemen är mindre idag. Även om banksystemet fortsatt är sårbart bedöms centralbankerna kunna hantera tillfälliga likviditetsproblem tills mer långsiktigt hållbara lösningar kommer på plats. Bland annat därför bedömer Riksbanken i dagsläget att ytterligare spridningseffekter från de statsfinansiella problemen i euroområdet till världsekonomin som helhet blir relativt begränsade. BNP i världen bedöms öka med cirka 4 procent per år de närmaste åren, vilket kan jämföras med 2009 då BNP i världen föll. En fortsatt tillväxt i världsekonomin är viktig för ett litet exportberoende land som Sverige.

Osäkerheten om den framtida utvecklingen är dock mycket stor, vilket belyses i kapitel 2. Där redogörs bland annat för ett alternativscenario där de statsfinansiella problemen fördjupas och de negativa konsekvenserna för svensk ekonomi blir större.

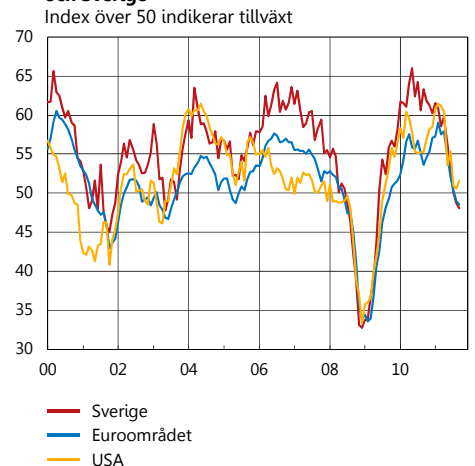
**Diagram A8. Kreditspread på företagsobligationer i euroområdet och i USA**



Anm. Skillnad mellan företagsobligationer med låg kreditvärdighet och 10-åriga statsobligationer.

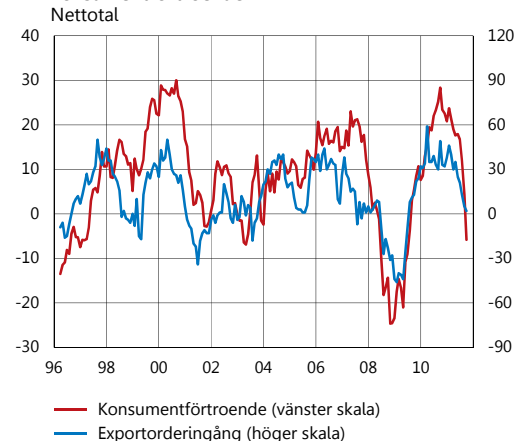
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

**Diagram A9. Inköpschefsindex i USA, euroområdet och Sverige**



Källor: Institute for Supply Management, Markit Economics och Swedbank

**Diagram A10. Exportorderingsgång och konsumentförtroende**



Källa: Konjunkturinstitutet

<sup>8</sup> Se "The Euro Area Bank Lending Survey", oktober 2011.