

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

TORSDAGEN DEN 18 NOVEMBER 1999

1990-talets internationella finansiella turbulens

Internationella Handelshögskolans femårsjubileum
Högskolan i Jönköping

Först vill jag tacka för inbjudan att komma till högskolan här i Jönköping och diskutera den turbulens vi upplevt under 1990-talet i den internationella, liksom i den svenska ekonomin.

Det som i hög grad gör detta ämne så intressant är att den finansiella oron under 1990-talet i vår omvärld och i vårt eget land, från tid till annan har format det ekonomiska läget i många enskilda länder och ibland även i världsekonomin i stort.

I början av 1990-talet drabbades de nordiska länderna av svåra problem i det finansiella systemet. Detta samtidigt som ERM-systemet i Europa fick vidkännas en omfattande turbulens, vilket förvärrade de nordiska problemen. Krisen i Japan har pågått i stort sett hela decenniet. Mexico drabbades av svårigheter i mitten av 1990-talet, liksom flera länder i Sydostasien för bara några år sedan. Förra hösten valde Ryssland att ställa in betalningarna på en del av sin statsskuld, vilket skapade oro på världens finansiella marknader. Till detta kom även problemen för den amerikanska hedgefonden Long Term Capital Management, som ledde till en omfattande – men dessbättre tillfällig – kris på västvärldens finansiella marknader. I år är det Brasilien som fått vidkännas svårigheter på det finansiella området. Förutom den här typen av mer omfattande finansiella problem har det skett relativt tvära kast i räntor, valutor och aktiekurser.

Den finansiella turbulensen har ibland varit ett uttryck för en inkonsistent ekonomisk politik och även för påtagliga brister i tillsynen av banker och andra institut. Inte sällan har den sammanfallit med - och även direkt orsakat - svåra makro-

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

ekonomiska anpassningar i berörda ekonomier. I Sverige sjönk exempelvis BNP tre år i rad med sammantaget 6 procent mellan 1991 och 1993 och arbetslösheten sköt i höjden. Liknande, ibland större, bakslag har förekommit i andra berörda länder. Stora belopp har lånats ut via Internationella Valutafonden för att bistå olika länder.

Mot den bakgrunden är det inte så konstigt att diskussionen kring det globala finansiella systemet, och dess sätt att fungera, intensifierats runt om i världen de senaste åren. Det ämne som jag ska ta upp idag är alltså i allra högsta grad aktuellt. Låt mig genast säga att jag endast kommer att beröra ett par aspekter av det ämne som rubriken till mitt anförande innefattar. Den tid som jag har till mitt förfogande här idag är naturligtvis ett skäl till detta, men viktigare är att ämnet omfattar många komplicerade aspekter som vi idag ännu inte har full kunskap om.

Jag tänker börja med den svenska krisen i början av 1990-talet, eftersom den illustrerar en del av de bakomliggande problem som varit genomgående också i flera andra länders kriser. Genom att förstå de grundläggande mekanismerna i samband med tidigare turbulenta perioder kan möjligen liknande förlopp i framtiden förhindras eller mildras. Därför är det naturligt att också ta upp några aspekter på vad som kan göras och på myndigheternas roll.

Den svenska krisen

Det finns sannolikt många skäl till att Sverige i början av 1990-talet drabbades av den svåraste krisen sedan 1930-talet. En del orsaker går långt tillbaka i tiden, andra var troligen mer näraliggande. Somliga hade att göra med den makroekonomiska utvecklingen, andra orsaker var av mer strukturell karaktär. Flera av aspekterna har omsorgsfullt behandlats i olika studier under senare år och jag nöjer mig idag med att koncentrera mig på det finansiella förloppet.

Efter avregleringen av kredit- och valutamarknaderna på 1980-talet skedde en stark kreditexpansion och en snabb uppgång av priser på olika typer av tillgångar, som t.ex. aktier och fastigheter. Under loppet av fem år steg den privata sektorns skuldsättning från 100 till 150 procent av BNP, se *diagram 1*. De reala tillgångspriserna steg sammantaget med drygt 70 procent under andra halvan av 1980-talet.

Det finns flera skäl till varför en kreditexpansion leder till stigande tillgångspriser och vice versa. Värdet på en tillgång kan definieras som nuvärdet av de förväntade framtida inkomsterna som denna tillgång förväntas generera. Stigande tillgångspriser kan därför ses som en förväntan om framtida inkomstökningar, vilket i sin tur ökar både viljan och möjligheten att låna. Därmed ökar efterfrågan på krediter. På utbudssidan ökar viljan att bevilja krediter när tillgångspriserna stiger, eftersom det ökar låntagarnas möjlighet att tillhandahålla säkerheter. Förväntningarna om stigande inkomster och kassaflöden förbättrar även låntagarnas möjlighet att betala ränta och amorteringar.

Om denna process bygger på rimliga bedömningar om den framtida utvecklingen är allt gott och väl. Problem uppstår först om såväl tillgångsvärden som kreditexpansionen ökar alltför mycket och till slut bygger på orealistiska förväntningar om framtiden. Att så har skett har i åtskilliga fall blivit uppenbart i efterhand. Den amerikanske centralbankschefen har talat om "irrational exuberance", vilket nu-

mera har blivit ett klassiskt begrepp. På svenska skulle det väl närmast kunna översättas med irrationellt känslösvall.

Förr eller senare brister en bubbla. Det kan vara olika faktorer som verkar utlösande, men det är enbart en tidsfråga innan det sker. I Sverige påbörjades fallet 1991. Aktiekurserna hade redan börjat sjunka, men ganska snart följde även fastighetspriserna efter.

Precis som de stigande tillgångspriserna kan påverka den reala ekonomin kan fallande tillgångsvärden få realekonomiska konsekvenser. Då tillgångspriserna faller upplever hushållen att de blir fattigare och via denna förmögenhetseffekt konsumerar de mindre. En annan effekt verkar via samspelet mellan kreditmarknaden och företagens respektive hushållens balansräkningar; viljan att bevilja krediter minskar när tillgångspriserna - och därmed värdet på säkerheterna - faller. Ytterligare en effekt av de fallande tillgångspriserna kan vara att banksystemet blir allmänt försiktigare i sin kreditgivning. Även lönsamma projekt påverkas. Den yttersta konsekvensen kan även bli att kreditgivningen lamslås och hela det finansiella systemet kollapsar.

Av allt att döma klarade sig Sverige från en finansiell kris i verklig mening, men sannolikt medverkade både förmögenhets- och balansräkningseffekterna till att dra ned vår ekonomi i den värsta recessionen sedan 1930-talet. Den allmänna efterfrågan föll, det finansiella sparandet steg och krediter återbetalades i snabb takt. Diagram 1 visar tydligt hur snabbt utlåningsvolymerna faller under första halvan av 1990-talet.

Den svenska ekonomin drabbades dock inte bara av en svår bankkris. Även kronan kom under stark press vid olika tillfällen under 1990-talets inledning. Till slut tvingades Riksbanken låta den flyta fritt mot andra valutor i november 1992.

En, av flera, orsaker till valutaturbulensen var att det byggts upp en kortfristig valutaskuld under slutet av 1980-talet. Hushåll och företag hade lånat omkring 300 miljarder kronor i utländsk valuta under den här perioden, via det svenska banksystemet, *se diagram 2*. Det motsvarade ungefär 20 procent av BNP. Svenskar lånade som jag sa tidigare ganska friskt av de svenska bankerna under andra halvan av 1980-talet, men ca 20 procent av dessa lån togs alltså upp i utländsk valuta. Lånen var ofta kortfristiga, men användes inte sällan till investeringar av mer långsiktig karaktär, som t.ex. till fastighetsinvesteringar. Det gick ju bra så länge lånen kunde förnyas och bankerna kunde låna upp motsvarande belopp på den internationella marknaden.

Krisen i det svenska banksystemet utlöstes inte av en klassisk s.k. bank run, där insättarna börjar ta ut sina sparpengar. Istället handlade det om ett internationellt misstroende och finansieringssvårigheter på den internationella marknaden. En del svenska banker fick till följd av växande kreditförluster allt svårare att klara sin upplåning utomlands. Det var alltså fråga om en bank run av mer modernt snitt. Detta var säkert en starkt bidragande orsak till att den svenska bankkrisen kom att sammanfalla med en valutakris.

Men varför tog hushåll och företag upp lån i utländsk valuta? Den kanske viktigaste förklaringen var att räntan i omvärlden var lägre. Svenska räntor låg högre och det upplevdes som billigare att låna i annan valuta. Även om en del reflekterade över orsaken till detta och fann att ränteskillnaden helt enkelt var en riskpremie

för en eventuell framtida devalvering, så drog man inte konsekvenserna av den analysen. En devalvering skulle ju ha ökat värdet på lånen, mätt i svenska kronor och följaktligen gjort återbetalningsbördan tyngre.

Den fasta växelkurspolitiken ansågs som trovärdig, av i vart fall dessa företag och hushåll. De invaggades eller invaggade sig själva i föreställningen att Riksbanken absorberade den valutarisk som dock ändå kom till uttryck i de högre räntorna gentemot omvärlden. Därmed var det så att säga fritt fram att söka tjäna pengar på ränteskillnaden. I många fall var det aktörer som inte hade råd att låna i kronor som lånade i utländsk valuta. Det fanns därmed inga marginaler när lånen blev dyrare efter kronans fall, vilket förvärrade problemen.

Vad finns det för lärdomar att dra?

Jag har så här långt lyft fram tre omständigheter i det svenska krisförloppet: *stigande tillgångspriser, snabb kreditexpansion och kortfristig utländsk skuldsättning*. Faktum är att dessa tre faktorer nästan genomgående har föregått de finansiella kriser som förekommit i många länder under 1990-talet. Jag bortser då från oron förra hösten med den ryska betalningsinställelsen och problemen i hedgefonden Long Term Capital Management. Istället tänker jag t.ex. på Mexiko, Indonesien, Thailand, Korea, Malaysia och Brasilien. Här spelade uppdrivna tillgångspriser och inhemsk och utländsk skuldsättning en viktig roll för det som senare hände.

En viktig lärdom är att flytande växelkurs med ett explicit inflationsmål gör det lättare att undvika förlopp som innehåller snabbt stigande tillgångspriser, överdriven kreditexpansion och hög kortfristig utlandsupplåning. Därmed inte sagt att en fast, men justerbar växelkurs, alltid ger upphov till den här typen av problem. Erfarenheterna i Danmark är ett bra exempel på detta.

Ett uppenbart problem i Sverige var dock att penningpolitiken inte kunde användas för att stävja tendenserna till snabb kreditexpansion och snabbt stigande tillgångspriser på 1980-talet. Ett annat problem var, som jag nämnde, att den fasta växelkurspolitiken invaggade aktörerna i en falsk och bedräglig trygghet och skapade incitament till kortfristig upplåning i utländsk valuta.

Diagram 2 visar att i en flytande växelkursregim blir växelkursrisken tydligare genom kronans svängningar. Det kan vara negativt av andra skäl, men för dem som står i begrepp att låna blir det uppenbart att det finns ett riskmoment att göra det i utländsk valuta. Därför är också hushållens och företagens upplåning i utländsk valuta mer begränsad idag än för 10 år sedan.

Det är viktigt att hålla i minnet att det inte var tillgångsprisernas ökning i sig som var problemet mot slutet av 1980-talet, utan kombinationen av snabbt stigande tillgångspriser och kraftig inhemsk och utländsk upplåning. Förmögenhetseffekten är ofta symmetrisk i den meningen att ekonomin stimuleras lika mycket när tillgångspriserna stiger som den mattas av vid ett fall i tillgångspriserna. Förmögenhetseffekten är vanligen heller inte så stor. Problem uppkommer om det samtidigt skett en kreditexpansion. Effekterna kan då komma att bli mer asymmetriska och bli mer omfattande vid fallande tillgångspriser än vid stigande. De balansräkningseffekter som uppstår leder till kreditförluster och i allvarigare fall till fallissegång. I värsta fall uppkommer en finansiell kris.

Av diagram 1 framgår att dagens situation inte kan liknas vid den som rådde under andra halvan av 1980-talet. Även om tillgångspriserna stigit kraftigt under senare år så har inte kreditgivningen ökat i samma utsträckning. Svenska banker, liksom deras kunder, har uppenbarligen – i vart fall så här långt i konjunkturuppgången – ett annat förhållningssätt till kreditgivning och upplåning.

Här kan det vara värt att stanna upp och reflektera en smula över penningpolitikens principiella förhållande till å ena sidan tillgångsmarknaderna och å andra sidan produkt- och varumarknaderna. Syftet med den inflationsmålspolitik, som introducerats i Sverige och en rad andra länder under det senaste decenniet, har i många fall varit att komma till rätta med återkommande överhettning på produkt- och arbetsmarknaderna. Om man så vill skulle man – något oegentligt – kunna säga att den syftat till att undvika de ”bubblor” som från tid till annan tenderat att uppstå på dessa marknader. Inflationsmålpolitiken måste hittills överlag sägas ha lyckats väl i detta avseende och inflationsmålet förefaller idag utgöra ett trovärdigt riktmärke – ett nominellt ankare – för pris- och lönebildningen. Sen är det en annan sak att lönebildningen ännu inte tycks ha anpassats fullt ut med tanke på att det alltså råder hög arbetslöshet i vårt land. Det har sannolikt mer strukturella än makroekonomiska orsaker.

Något motsvarande tydligt riktmärke finns dock inte på tillgångsmarknaderna. Det finns därmed heller inget egentligt hinder för att olika psykologiska faktorer, ”irrationellt känslösvall” om man så vill, även i fortsättningen kommer att blåsa upp priset på olika typer av tillgångar utöver vad som rimligen kan motiveras av underliggande ekonomiska faktorer. Att en låg inflation ofta inte är tillräckligt för att åstadkomma en återhållsam prisutveckling på tillgångsmarknaderna illustreras av exempelvis de senaste årens utveckling på den amerikanska börsen. Det är förstående att detta kan upplevas som något av ett dilemma.

Innebär då det att penningpolitiken i högre grad än vad som hittills varit fallet faktiskt bör användas för att aktivt och direkt motverka mer omfattande prisstegringar på tillgångsmarknaderna? Svaret på denna fråga är inte givet, men enligt den uppfattning som idag är dominerande är svaret nej. Anledningen till detta är att det är svårt för centralbanken att identifiera faktiska bubblor i prisutvecklingen på tillgångsmarknaden och rätt avväga de åtgärder som krävs.

Men jag vill ändå hålla en dörr öppen. Det kan uppkomma situationer som idag är svåra att förutse där penningpolitiken kan behöva spela en roll. Om det i en avlägsen framtid byggs upp risker för en ny finansiell kris kan inte en centralbank sitta med armarna i kors.

Den typ av penningpolitisk regim med ett explicit inflationsmål som tillämpas i bl.a. Sverige är ändå ganska väl lämpad för att komma till rätta med problem med fluktuerande tillgångspriser. En anledning är att inflationsmålpolitiken innebär att penningpolitiken automatiskt justeras i en stabiliserande riktning i händelse av instabiliteter på tillgångsmarknaderna. Eftersom tillgångspriser påverkar den aggregerade efterfrågan i ekonomin – som är en viktig orsak till inflationen – kommer räntorna att höjas när tillgångspriserna stiger och vice versa. Detta kan förväntas ha en viss stabiliserande inverkan på tillgångsmarknaderna. Makroekonomisk stabilitet bör dessutom i sig själv ha en stabiliserande inverkan på finansiella marknader.

Kreditgivningen i centrum

Även om det handlar om att bedriva en trovärdig makroekonomisk politik för att förebygga finansiella kriser är detta sannolikt enbart en nödvändig, men inte en tillräcklig, förutsättning. Därutöver krävs en fungerande *övervakning* och *tillsyn* av det finansiella systemet, vilket inkluderar ändamålsenliga regler för hur banker och andra kreditinstitut får agera.

I grund och botten är det kreditgivningen som stått i centrum för de händelseförlopp som förekommit under 1990-talet. Omfattande kreditrisker har varit problemet och bankerna förefaller gång på gång upprepa liknande misstag. Det må gälla inhemska bankers frikostighet att finansiera privata aktörers investeringar i tillgångar eller internationella bankers benägenhet att ställa utländsk valuta till förfogande till sina inhemska motparter. Koncentrationen i långivningen till finansiella institut är ofta hög, vilket förvärrar situationen vid förlopp med finansiell turbulens. Det finns också skäl att undra om kreditriskbedömningen varit så noggrann som man bör kunna förvänta sig.

Vad beror detta på? Svårigheter för såväl banker som tillsynsmyndigheter att bedöma riskerna i kreditengagemang är sannolikt ett skäl. Kreditrisker är svårhanterliga och det är inte lätt att få en god genomlysning av aktörernas kreditportföljer. Genuina svårigheter i bedömningarna är alltså en förklaring, en annan är att bankerna i vissa fall inte ens verkat göra egna oberoende riskvärderingar utan enbart följt med strömmen.

Undervärderade kreditrisker förefaller alltså vara ett återkommande tema i de kriser som uppkommit. Därför är det alltså bankerna själva som måste skapa en bättre kreditpolicy i sina institutioner. Denna kreditpolicy måste genomsyra allt ifrån den enskilde kredithandläggarens arbete upp till den verkställande ledningens och styrelsens mer övergripande strategier. Det är emellertid inte tillräckligt, eller snarare: det är inte sannolikt att så sker om det inte samtidigt vidtas åtgärder från de reglerande och övervakande myndigheternas sida. Bankers kreditgivning och beteende i största allmänhet påverkas nämligen av vilka förväntningar dessa har om hur myndigheterna kommer att agera om en kris uppstår.

Myndigheternas roll

I Sverige ansvarar Riksbanken för övervakningen. I lagen står att vi har till uppgift att "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende". Eftersom betalningssystemet utgör en mycket stor del av det finansiella systemet, kan man säga att vår roll egentligen är att främja ett säkert och effektivt finansiellt system i stort. Men det är Finansinspektionen som har hand om tillsynen.

Med detta menas att Riksbanken primärt övervakar utvecklingen i ett system eller på en marknad, medan Finansinspektionen - förutom stabiliteten i hela systemet - ägnar sig åt situationen i enskilda institut. I realiteten är det emellertid svårt att dra en knivskarp gräns mellan dessa två roller och ett nära samarbete mellan de två myndigheterna är därför viktigt. Det är också något som i allra högsta grad präglar vårt umgänge, alltifrån högsta ledningen och vidare till olika chefer och handläggare.

Ansvarsfördelningen innebär att det är Finansinspektionens uppgift att påtala brister i enskilda institut. Riksbanken kan dock på ett tidigt stadium observera mer direkta problem, genom att detta sannolikt visar sig i betalningssystemet som Riksbanken ansvarar för. Våra möjligheter att påverka ett händelseförlopp är då att tala med bankcheferna och informera Finansinspektionen om det inträffade. Riksbankens stabilitetsrapport - Finansiell stabilitet - kan säkert också spela en viktig roll för att mer löpande påverka utvecklingen. På längre sikt kan Riksbanken även bidra till stabiliteten genom det internationella samarbetet och här hemma genom att delta i arbete med ny lagstiftning och medverka till strukturförändringar i olika system.

Låt mig understryka vikten av internationellt samarbete mellan olika myndigheter, särskilt som problem i ett land numera med större hastighet än tidigare tenderar att sprida sig till andra länder. Riksbanken deltar därför i arbetet inom G10-kretsen, i Bank for International Settlements, i Internationella Valutafonden osv.

De återkommande kriserna på de finansiella marknaderna visar med tydlighet att ansträngningarna för att förstärka systemet är ett kontinuerligt arbete, där mycket återstår att göra. Visserligen har banker och andra finansinstitut under senare år åstadkommit mycket för att förbättra riskhanteringen, inte minst vad beträffar kreditportföljen. Men utvecklingen i finanssektorn är så snabb att varken finansinstitut eller myndigheter kan slå sig till ro.

Vi måste dock vara medvetna om att det omfattande arbete som läggs ner på att förstärka det finansiella systemet inte är detsamma som att systemet helt kommer att skyddas från problem i framtiden.

Vår kunskap om den här typen av fenomen är också begränsad. Frågan är om vi någonsin kommer att kunna förutse finansiella kriser. De modeller med ledande indikatorer som nu prövas är ofta för grova. De tenderar att slå larm om händelser som aldrig inträffar och missa de som faktiskt gör det.

Myndigheternas arbete måste därför inriktas på att på alla sätt bidra till att banker och andra finansiella institut har så goda system för hantering av risker att sannolikheten för att finansiella kriser inträffar minimeras. Dessutom måste vi söka mildra effekterna och försöka att se till att de kriser som väl inträffar inte blir lika omfattande och samhällsekonomiskt kostnadskrävande som de vi genomlevt de senaste åren.

Målsättningen med arbetet måste alltså vara att söka förena nödvändig reglering och tillsyn av marknaderna med de fördelar som ett väl utvecklat finansiellt system har att ge. Av olika skäl krävs särskild reglering och tillsyn av finansiella företag. Det måste dock ske på ett sådant sätt att den utvecklingspotential som kan bidra till ett högre välstånd i världsekonomin inte kvävs.

Avslutning

Under de senaste tjugo åren har det finansiella systemet avreglerats i många länder. Kapital kan nu återigen för första gången sedan första världskrigets utbrott röra sig mer eller mindre fritt över nationsgränserna. Dessutom har det skett stora förändringar i kommunikations- och informationsteknologin, vilket medfört nya instrument och metoder för riskhantering. Detta har sammantaget lett till att det finansiella systemet är mer omfattande och globaliserat idag än någonsin tidigare.

Det gäller även om kapitalflödena i förhållande till BNP var stora också vid det förra sekelskiftet. Men då var det andra länder som stod som mottagare av kapitalflödena och de hade också delvis en annan form.

Den snabba finansiella utvecklingen och internationaliseringen är i sig en logisk följd av att produktionen av varor och tjänster globaliserats och att den gränsöverskridande handeln i världsekonomin ökat kraftigt. Det har i sin tur ökat behoven av nya finansiella lösningar för företag och hushåll. När handelsutbytet och globaliseringen av produktion av varor och tjänster ökar krävs även att det finansiella systemet utvecklas och internationaliseras för att man till fullo ska kunna ta till vara möjligheter till ökat välstånd. Ett välutvecklat finansiellt system blir också särskilt viktigt när utvecklingen på tele- och datakommunikationsområdet är på väg att påverka produktionsprocesser på ett mer genomgripande plan.

Men övergången till ett mer globalt finansiellt system har inte varit problemfri. Ofta har utvecklingen varit för snabb för att systemet riktigt skulle kunna "hänga" med. Av detta får man dock inte dra slutsatsen att det är det avreglerade finansiella systemet eller kapitalrörligheten i sig som utgör ett problem. Även om det är svårt att se hur klockan skulle kunna vridas tillbaka, så kan man ju ändå pröva tanken för sig själv och fundera över om vad som skulle bli konsekvensen i termer av tillväxt och sysselsättning om det finansiella systemet åter skulle bli föremål för långtgående regleringar.

Jag har istället sökt visa på hur systemet självt och myndigheterna runt om i världen på många sätt söker bidra till en förbättrad finansiell stabilitet samtidigt som de positiva egenskaperna av det nya finanssystemet ska kunna användas för att bidra till ett framväxande välstånd i världen.