ANFÖRANDE

DATUM: 2009-11-05
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Riksdagens Finansutskott

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

Inledning om penningpolitiken och den finansiella stabiliteten

Drygt ett år har gått sedan finanskrisen på allvar svepte in över svensk ekonomi. Ett dramatiskt år som trots kraftfulla åtgärder från centralbanker och andra myndigheter världen över fört med sig den värsta konjunkturnedgången på många decennier. Men nu börjar ekonomin återhämta sig, även om det kommer att ta tid innan vi befinner oss på stadig mark. Så var i krisförloppet står vi idag? Hur bör Riksbanken agera för att på bästa sätt klara inflationsmålet och ge stöd åt den ekonomiska återhämtningen? Det verkar som om svensk ekonomi kommer att landa på fötterna den här gången, men det gäller att behålla balansen också framöver. Det är på många sätt en global fråga och förändringsprocess där Sverige bör spela en aktiv roll.

När vi träffades här i Finansutskottet för ungefär ett år sedan hade den globala finansiella krisen ganska nyss drabbat Sverige på allvar. Problemen kom framförallt utifrån – via de numera gränsöverskridande finansiella marknaderna och genom att nedgången i världsekonomin drabbade en exportberoende ekonomi som vår extra hårt.

I det mycket stökiga och osäkra läget som rådde, hamnade fokus framförallt på att snabbt ställa diagnos och gå in med mer eller mindre akuta åtgärder – på "intensivvård" om man så vill. Det gällde att agera snabbt och med kraft för att värna den finansiella stabiliteten och minimera krisens negativa effekter på den ekonomiska utvecklingen i övrigt. För Riksbanken och många andra centralbanker har de "vanliga" verktygen inte räckt till för att åstadkomma det. Men vi har snabbt anpassat oss, plockat upp en hel räcka av kompletterande verktyg ur verktygslådan, och dessutom konstruerat några nya!

Nu, ett år senare, ligger den här finansiella krisens mest akuta skede förhoppningsvis bakom oss. Vi har i och för sig ännu inte kommit upp på andra sidan av den ekonomiska svacka som visat sig bli efterkrigstidens brantaste konjunkturnedgång. Men mycket tyder på att vi har passerat botten.

I mitt anförande här idag tänkte jag göra just en kort avstämning av var vi står idag och hur vi går vidare. Är vi på väg att landa på fötterna? Hur ser det ekonomiska läget ut idag ur ett penningpolitiskt perspektiv och vad väntar vi oss framöver? Hur är det ställt med det finansiella systemet? Har de "extraordinära"

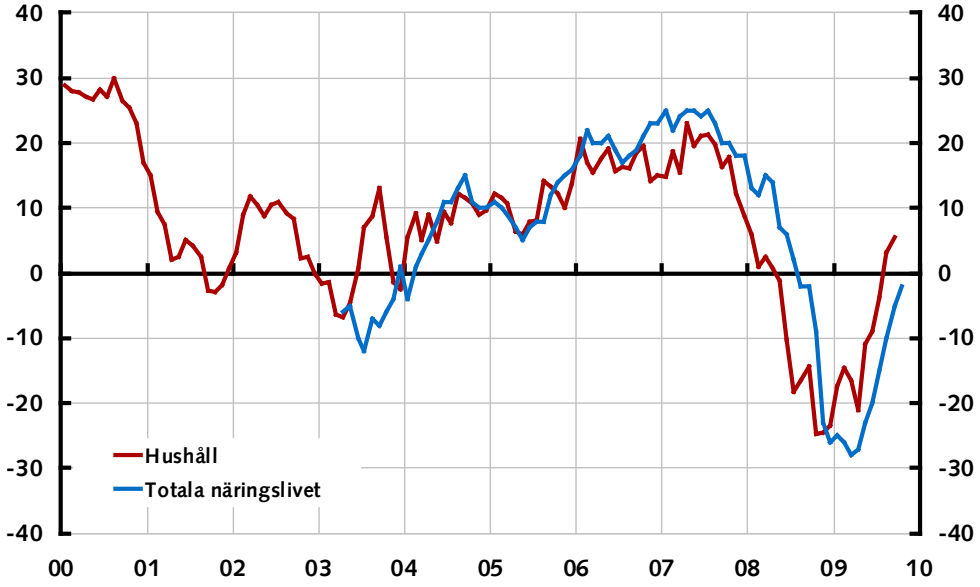
åtgärder som vidtagits haft effekt och hur ska de fasas ut? Även när vi väl landat ordentligt gäller det att behålla balansen. Men vägen framför oss kan vara nog så svårbemästrad. Så hur skapar vi nationellt *och* globalt en bättre och långsiktigt hållbar struktur kring de finansiella marknaderna?

Jag har inte de perfekta svaren på alla de här frågorna. Det tror jag faktiskt inte någon har. Men jag ska ägna de följande 20 minuterna åt att besvara dem så väl jag förmår. Och jag hoppas att det blir en bra grund för den stundande utskottsutfrågningen.

Penningpolitiken och det ekonomiska läget

Konjunkturnedgången i världsekonomin har varit mycket snabb och kraftig – på så sätt den värsta på många decennier. Sverige är en exportberoende ekonomi och har inte minst därför drabbats hårt. Det kommer att ta tid innan ekonomin är tillbaka på samma nivå som före krisen. Men nu har vi kommit så långt att återhämtningen börjat. En viktig komponent som jag också ska återkomma till är att förhållandena på de finansiella marknaderna blivit bättre. Flera indikatorer visar dessutom att framtidstron bland företag och hushåll har blivit betydligt starkare vilket är nog så viktigt för den ekonomiska återhämtningen (diagram 1).

Diagram 1. **Konfidensindikatorer, nettotal, säsongsrensade data**



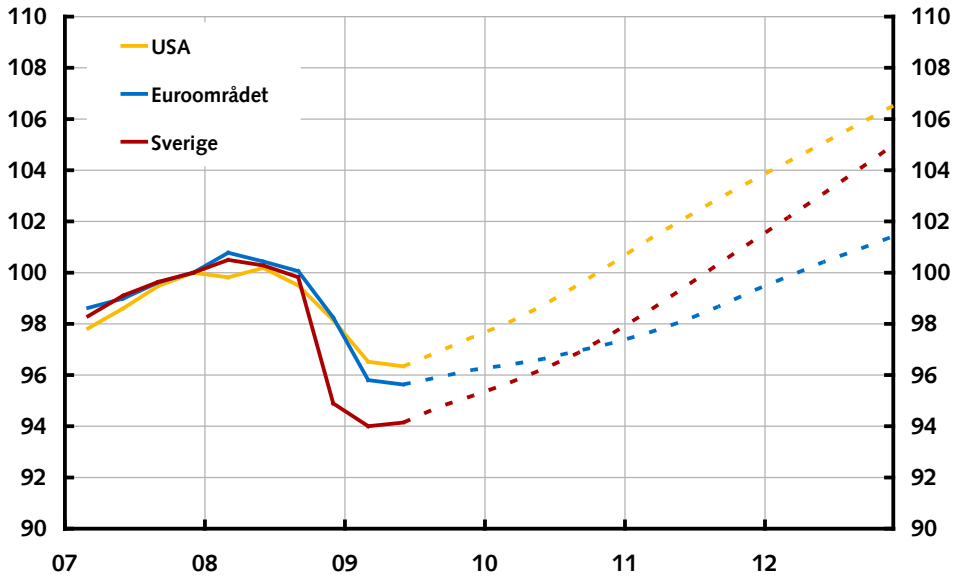
Källa: Konjunkturinstitutet

Återhämtningen kommer att ta tid

Men även om tillväxten återhämtar sig under de två sista kvartalen i år så räknar vi med att BNP i Sverige kommer att falla med mer än 4 procent 2009. Och det kommer att ta lång tid innan ekonomin är tillbaka på samma nivå som före krisen. 2009 blir också det första året sedan 1940-talet som BNP sjunker i världen som helhet. Men sammantaget tyder mycket på att tillväxten i såväl omvärlden

som Sverige trots allt har passerat sin botten och kommer att stiga framöver (diagram 2).

Diagram 2. **BNP-nivå, index 2007 kvartal 4 = 100**



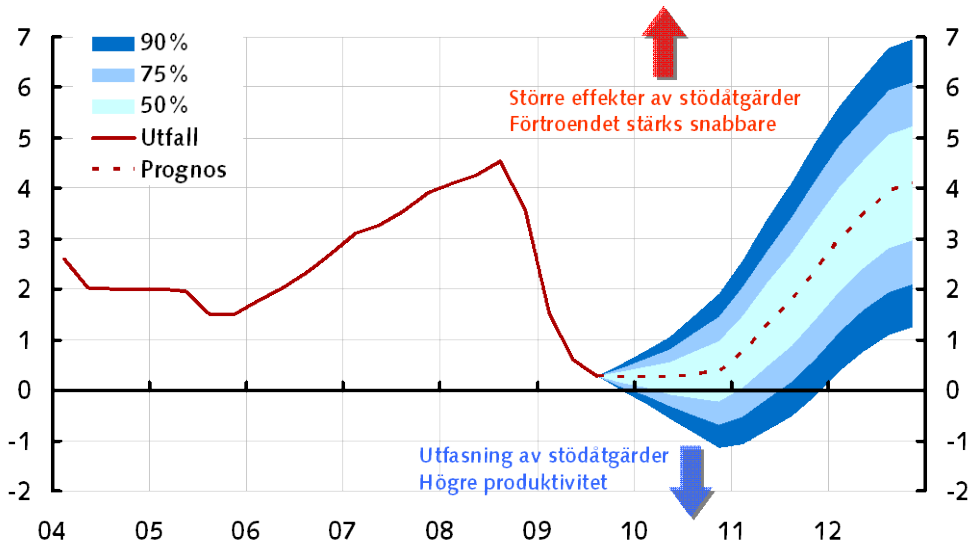
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, SCB och Riksbanken

När det gäller utvecklingen på arbetsmarknaden så räknar vi med att den fortsätter att vara svag och arbetslösheten väntas stiga fram till slutet av nästa år. Först i början av 2011 ökar sysselsättningen igen. Historiskt sett så brukar det också vara så att sysselsättningen återhämtar sig med viss tidsförskjutning efter att produktionen kommit igång. Det svaga arbetsmarknadsläget väntas hålla tillbaka löneökningarna i avtalsrörelsen 2010 vilket bidrar till ett lägre kostnads- och inflationstryck. Och även om konjunkturutsikterna är bättre än vi räknade med i vår föregående bedömning i september så kommer vi att ha mer lediga resurser än normalt i svensk ekonomi under hela prognosperioden.

Reporäntan fortsatt låg fram till hösten 2010

Riksbanken har sänkt reporäntan mycket kraftigt under en ganska kort period, från 4,75 procent förra hösten ned till 0,25 procent i juli i år. De kraftigaste sänkningarna kom framförallt förra hösten och vintern. Sedan februari har reporäntan varit lägre än någonsin tidigare under perioden med inflationsmål (diagram 3).

Diagram 3. **Reporänteprognos, procent, kvartalsmedelvärden**



Källa: Riksbanken

Vi räknar för närvarande med att hålla kvar reporäntan på en låg nivå ytterligare en tid, ända fram till hösten 2010. Det behövs för att bidra till en stabil återhämtning och för att klara inflationsmålet på 2 procent. Dessutom bedömde vi i direktionen vid det senaste penningpolitiska mötet att det krävdes ytterligare åtgärder som bidrar till att räntor på lån till företag och hushåll fortsätter att vara låga. Därför beslutade vi om att erbjuda bankerna möjlighet att låna av Riksbanken till fast ränta med en löptid på ungefär 11 månader. Den här så kallade låneauktionen genomfördes i måndags och det totala lånebeloppet slutade på 95,3 miljarder kronor. Vi räknar med att utlåningen till bankerna kompletterar reporänteverktyget på ett sätt som gör att vi får den effekt av penningpolitiken som vi önskar.

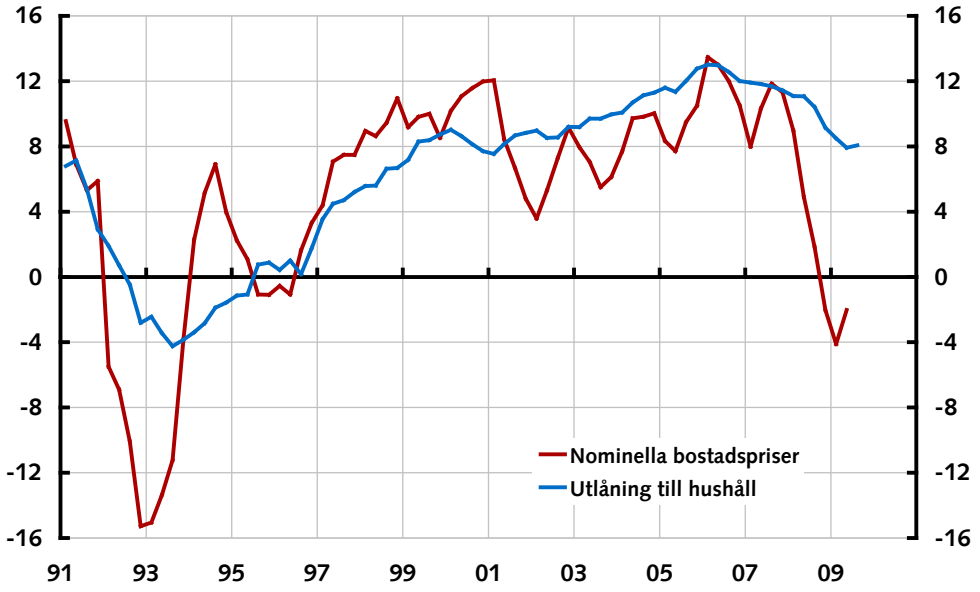
När konjunkturen väl återhämtar sig räknar vi med att höja reporäntan till mer normala nivåer. Det är nödvändigt för att få en balanserad ekonomisk utveckling och en inflation i linje med målet. Vår ränteprognos är visserligen just en prognos och inget löfte. Men likafullt är det viktigt att den som till exempel lånar pengar för att köpa bostad eller något annat verkligen tar höjd för att dagens låga räntor inte består för evigt. Låt mig kort stanna upp vid det här med bostadsmarknaden och räntor eftersom det diskuterats en hel del, inte minst på senare tid.

Penningpolitiken och bostadspriserna

Något som har tagits upp inte minst i medierna på senare tid är att den politik vi nu bedriver skulle kunna bidra till att just bostadspriserna stiger ytterligare, trots det svaga konjunkturläget. Det skulle i sin tur kunna öka risken för att obalanser uppstår på bostadsmarknaden. Det är sant att Riksbankens politik via räntekostnader har stor betydelse för hur priserna på bostäder utvecklas, även om många andra faktorer också är mycket viktiga. Men den politik vi för i dagsläget är vad vi bedömer är nödvändigt för att klara inflationsmålet och ge tillräckligt stöd åt

återhämtningen i Sveriges ekonomi. Och vi kan inte anpassa penningpolitiken utifrån utvecklingen på enskilda marknader så länge vi inte bedömer att det handlar om något som påverkar våra möjligheter att klara inflationsmålet och den finansiella stabiliteten. Men det innebär inte att vi struntar i vad som händer med huspriserna. Tvärtom följer vi utvecklingen på bostadsmarknaden noga.

Diagram 4. **Småhuspriser och utlåning till hushåll, årlig procentuell förändring**



Källa: SCB

På lång sikt är det knappast hållbart att bostadspriserna fortsätter att öka i så snabb takt som de gjort sedan mitten av 1990-talet (diagram 4). Sedan 1996 har priserna på småhus ökat med omkring 8 procent per år. Men i det kortare perspektivet bedömer vi inte att det finns skäl för Riksbanken att ta större hänsyn till husprisutvecklingen utöver vad vi redan gör i våra prognoser för den ekonomiska utvecklingen.

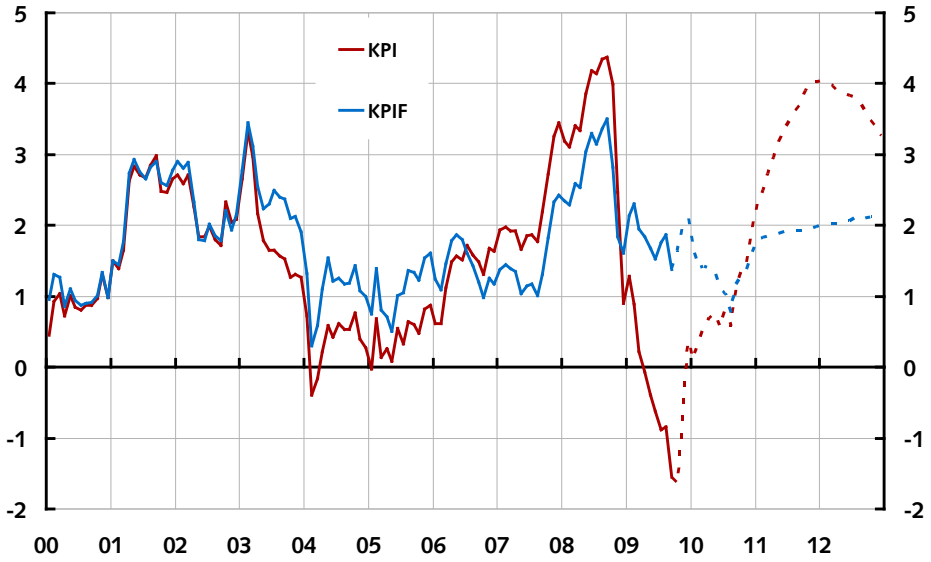
Låt mig flika in något som kanske inte dyker upp så ofta i den allmänna debatten när de här frågorna kommer på tal. Även om räntekostnader är en av de faktorer som har betydelse för hur priserna på bostäder utvecklas så ligger ansvaret för en hållbar utveckling när det gäller utlåningen och bostadspriserna till stor del utanför Riksbankens kontroll. Penningpolitiken kan sannolikt bara fungera som ett komplement till ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn. Och det finns många faktorer som är viktiga för att vi ska lyckas "hålla balansen" på bostadsmarknaden. En grundläggande sådan är att hushållen anstränger sig för att göra realistiska bedömningar av vilka räntekostnader och amorteringar de klarar av i längden, inte bara då räntorna är låga som de är idag. Något som i viss mening är andra sidan av samma mynt, är att bankerna på motsvarande sätt gör ansvarsfulla kreditbedömningar när de lånar ut pengar. Finns de här två grundläggande komponenterna på plats är chanserna goda att undvika en okontrollerad utveckling framöver, även om det som sagt finns många andra faktorer som kan påverka. Här utför Finansinspektionen ett mycket viktigt arbete genom att man grans-

kar utvecklingen hos banker och kreditinstitut och står beredd att agera om man bedömer att något inte står rätt till.

Den underliggande inflationen stabil kring målet på 2 procent

Just penningpolitikens genomslag på hushållens boendekostnader är något som skapar stora svängningar i inflationen mätt som konsumentprisindex, KPI, under prognosperioden (diagram 5). Att reporäntan har sänkts kraftigt det senaste året, har bidragit till att KPI-inflationen fallit snabbt eftersom förändringar i hushållens kostnad för bostadsräntor ingår i just detta index. Från hösten 2010 väntas dock reporäntan stiga relativt snabbt, vilket på motsvarande sätt gör att KPI-inflationen blir nära 4 procent i början av 2012. Ett mått på så kallad underliggande inflation, KPIF, rensar däremot bort reporäntans direkta effekter på bostadsräntor. Mätt med KPIF räknar vi med att inflationen blir betydligt stabilare framöver och ligger nära 2 procent under större delen av prognosperioden.

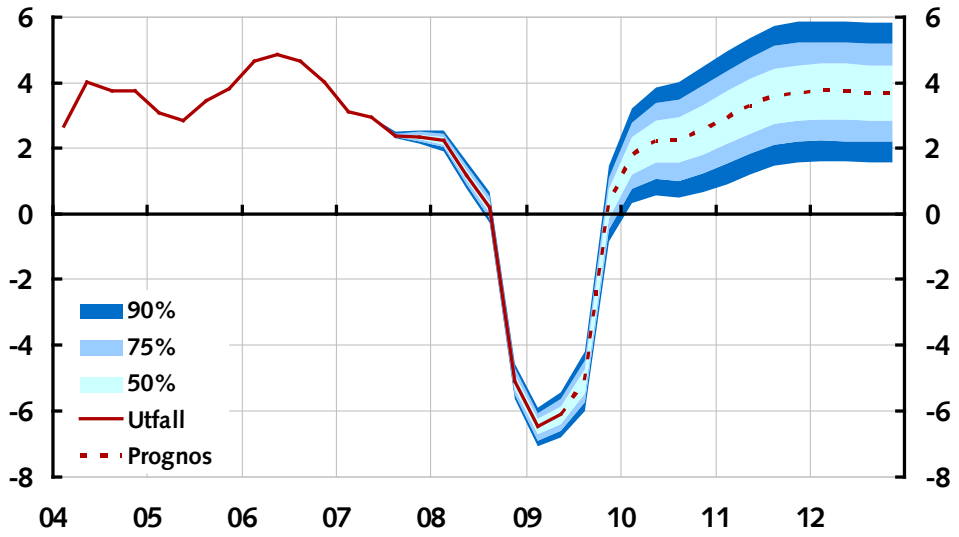
Diagram 5. **Inflationen mätt som KPI och KPIF, årlig procentuell förändring**



Källor: SCB och Riksbanken

Osäkerheten om utvecklingen framöver är fortfarande stor (diagram 3). Det kan hända att det förbättrade läget på de finansiella marknaderna bidrar till att världsekonomin återhämtar sig fortare än vi väntar oss i den penningpolitiska rapportens huvudscenario. Å andra sidan kan återhämtningen bli mer dämpad än väntat när de finanspolitiska stimulanspaketen runt om i världen så småningom fasas ut. Det finns många risker längs vägen. Men vår prognos är att om vi håller reporäntan låg fram till hösten 2010 och därefter börjar höja den så bidrar det, tillsammans med övriga åtgärder, till en stabil återhämtning och till att vi klarar inflationsmålet på 2 procent.

Diagram 6. **BNP med osäkerhetsintervall, årlig procentuell förändring, säsongsrensade data**



Källor: SCB och Riksbanken

Jag och mina kollegor i direktionen vill att kurvan över tillväxten när ekonomin återhämtar sig efter nedgången ska likna ett "v" som i bilden med vår prognos för BNP-utvecklingen, och inte ett "w" (diagram 6). Med det sagt, låt mig bara kort kommentera min syn på penningpolitiken framöver som den kommer till uttryck i protokollet från vårt senaste räntemöte. Som jag själv ser på läget vad gäller konjunkturen här hemma i Sverige, är det viktigare att ta ut en viss säkerhetsmarginal för en svagare utveckling snarare än för en starkare sådan. Att återhämtningen kommer av sig därför att vi bidragit med för lite stimulans skulle enligt min mening vara mer bekymmersamt än om vi senare måste bromsa en aning hårdare än väntat.

Så var står vi när det gäller det finansiella systemet?

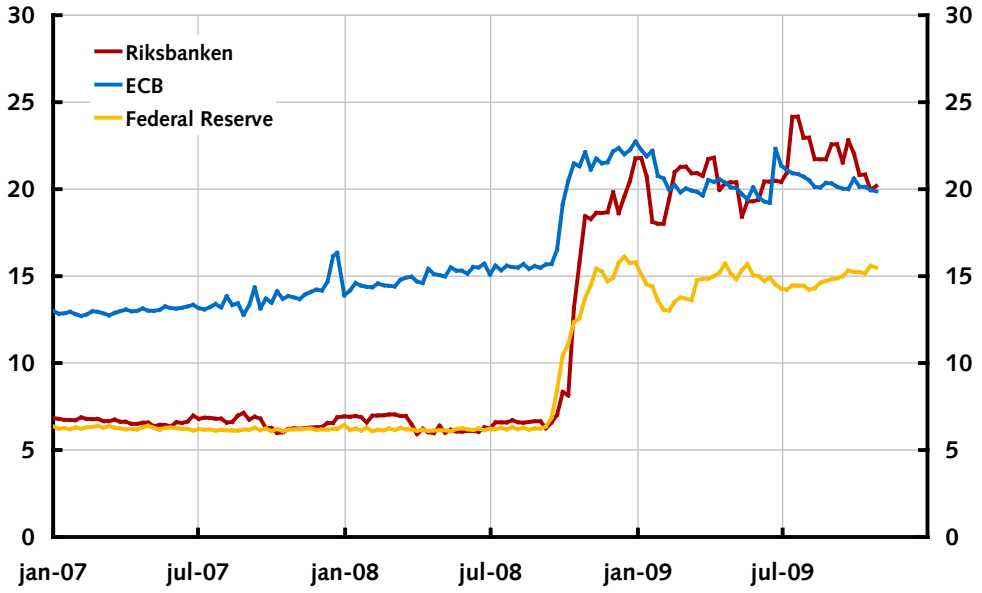
Var vi står konjunkturmässigt hänger till viss del samman med utvecklingen på de finansiella marknaderna. Andra delen av min lägesrapport handlar därför om var i krisens förlopp vi står när det gäller det finansiella systemet, hur de så kallade okonventionella åtgärder vi vidtagit verkar ha fungerat och hur vi ser på dessa framöver. Men innan vi går in på det – en kort resumé av just vad det är för "extraordinära" eller "okonventionella" åtgärder som vidtagits på grund av finanskrisen och dess effekter.

"Extraordinära" eller "okonventionella" åtgärder…

När den internationella finansoron trappades upp till en världsomspännande kris i september förra året blev det på många håll nödvändigt att gräva betydligt djupare än vanligt i den ekonomiska politikens verktygslådor och plocka fram delvis nya metoder och verktyg. Regeringar, centralbanker och andra myndigheter runt om i världen har vidtagit omfattande åtgärder för att återskapa förtroendet på de

finansiella marknaderna, upprätthålla den finansiella stabiliteten, och motverka krisens negativa effekter på konjunkturen. Centralbankernas åtgärder, som exempelvis utlåning till bankerna, reflekteras bland annat genom att deras balansomslutning ökat kraftigt under krisen vilket syns i diagram 7.

Diagram 7. **Centralbankers balansomslutning, procent av BNP**



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, SCB samt respektive centralbank

Som vi pratat om vid tidigare tillfällen har även Riksbanken genomfört okonventionella åtgärder – åtgärder utöver den politik vi sannolikt hade bedrivit under mer normala omständigheter. Åtgärdernas effekter är i många fall snarlika, vilket bidrar till att det är svårt att sortera in dem i olika fack. Men även om gränserna inte är knivskarpa så är det möjligt att dela in dem efter vad som är det grundläggande syftet med dem. Dels handlar det om uttalat penningpolitiska åtgärder i syfte att stimulera efterfrågan i ekonomin ytterligare. Reporäntan ligger ju nära noll och möjligheterna att använda det "traditionella" ränteverktyget är alltså begränsade. Dels har vi åtgärder som genomförts för att upprätthålla den finansiella stabiliteten.

…för att klara inflationsmålet…

För att klara inflationsmålet har det varit nödvändigt att greppa tag i nya verktyg för att få de finansiella marknaderna att fungera bättre, öka tillgången på lån och försöka få ned olika räntor och riskpremier som har motverkat penningpolitiken. Ett exempel är att vi tydligt kommunicerat att vi räknar med att reporäntan kommer att ligga kvar på 0,25 procent under en ganska lång period. I vår senaste prognos ligger ju reporäntan kvar kring den nivån fram till hösten 2010. En annan åtgärd är att Riksbanken lånar ut pengar till bankerna på längre löptider än normalt. Syftet är att bidra till fortsatt låga räntor på lån till företag och hushåll. Som jag nämnde när jag beskrev det ekonomiska läget beslutade vi till exempel vid

vårt penningpolitiska möte för två veckor sedan att komplettera den låga reporäntan med ett sådant lån.

…och för att värna den finansiella stabiliteten.

Åtgärderna som genomförts för att upprätthålla den finansiella stabiliteten har egentligen snarlika effekter men det grundläggande syftet är annorlunda. Avsikten har till övervägande del varit att de svenska bankerna lättare och effektivare ska kunna klara av att finansiera sig på kort och medellång sikt. Det var ju framförallt under krisens intensivaste fas svårt för bankerna att låna på annat än mycket korta löptider. Det kan också handla om att få finansiella marknader som drabbats av allvarliga störningar att fungera bättre. Man kan säga att Riksbanken fungerat som en intermediär inom banksystemet – en funktion som marknaden normalt inte behöver. Ett exempel även på det här området är lån till bankerna på längre löptider, då både i svenska kronor och i amerikanska dollar. Ett annat exempel är att Riksbanken har ingått så kallade swapavtal med Fed och ECB, vilket innebär att vi vid behov kan låna dollar eller euro i utbyte mot svenska kronor. Ett sådant swapavtal är enkelt uttryckt en överenskommelse om att få köpa en valuta vid ett tillfälle och sälja tillbaka samma valuta vid ett senare datum. Ytterligare en åtgärd är att vi accepterar fler typer värdepapper som säkerhet när bankerna lånar pengar av Riksbanken. Dessutom har Riksbanken i olika sammanhang utökat kretsen av motparter för att fler finansiella aktörer ska ha möjlighet att hantera likviditet och finansiering lättare.

Behov av att koordinera?

"Exitstrategi" är ett så kallat buzzword sedan en tid tillbaka. Hur och när åtgärderna som vidtagits världen över under finanskrisen ska fasas ut är ju något som diskuteras ganska flitigt just nu. En fråga som lyfts fram är att man internationellt bör koordinera vissa av de här processerna.

En del av diskussionen handlar om tajming och om hur "aggressiv" det är lämpligt att vara när man bromsar den kraftiga stimulans som kommer från finans- och penningpolitiken. Lättar man på gasen för tidigt och för mycket kan det äventyra den ekonomiska återhämtningen. Lättar man istället för sent och för lite finns det risk att inflationstrycket blir alldeles för högt. Här anser jag att varje land i den utsträckning det är möjligt, måste göra sin egen bedömning eftersom förhållandena ser olika ut. En faktor som kan komma att bli viktig är att stimulansen från finanspolitiken skapat stor press på statens finanser i många länder. Det är inte omöjligt att man i länder med hög statsskuld av budgetskäl tvingas lägga om finanspolitiken snabbare än man egentligen önskar. Det skulle kunna vara en risk som hämmar den ekonomiska återhämtningen, i värsta fall för världsekonomin som helhet.

Också när det gäller att koordinera utfasningen av de extraordinära åtgärder som vidtagits för att upprätthålla finansiell stabilitet finns individuella skillnader att ta hänsyn till. Situationen ser annorlunda ut i olika länder och det är inte säkert att alla är redo att slänga kryckorna samtidigt. När det handlar om att fasa ut stödet till banksektorn finns det dock skäl till att i möjligaste mån koordinera åtgärderna. Konkurrensen mellan banker i olika länder kan annars snedvridas, något som diskuterades redan då vissa länder var tidiga med att införa stödåtgärder.

För Riksbanken är frågan om utfasning inte så komplicerad

Hur tänker då Riksbanken fasa ut sina extraordinära åtgärder i de fall då det inte rör sig om förändringar som bör bli permanenta lösningar? Vissa åtgärder fasar i princip ut sig själva. Utlåningen i amerikanska dollar från Riksbanken till de svenska bankerna har faktiskt på sätt och vis redan avvecklat sig själv. Efterfrågan på dollarlån från Riksbanken har upphört i takt med att den marknaden fungerat bättre. Mekanismen är i stort sett densamma för lånen i svenska kronor på längre löptider, som sker till reporäntan med ett visst påslag. Genom att reglera påslaget bestämmer Riksbanken hur attraktiva lånen blir jämfört med de förhållanden som råder på marknaden.

Diagnosen att en åtgärd inte längre behövs kan vara svår att ställa. Även om exempelvis efterfrågan på en viss typ av lån försvunnit kan det faktum att själva möjligheten finns kvar ha en stabiliserande effekt. Vi kommer inte att ha för bråttom. Och det finns åtminstone två punkter vi behöver kunna pricka av innan vi börjar fasa ut åtgärderna. Vi ska med stor säkerhet kunna säga att läget inom den finansiella sektorn är stabilt och kan fungera som normalt utan stöd. Vi ska också vara i ett läge då vi räknar med att kunna klara inflationsmålet och stimulera ekonomin tillräckligt mycket utan de okonventionella åtgärderna.

Det finns andra åtgärder som kräver mer aktiva beslut av Riksbanken för att de ska kunna fasas ut. Sådana exempel är antalet motparter som ska tillåtas delta i de finjusterande operationerna och listan över värdepapper som accepteras som säkerhet för krediter från Riksbanken. Det är inte heller uppenbart att de här åtgärderna verkligen ska fasas ut. Det är frågor av mer teknisk karaktär som vi kommer att utreda ytterligare innan det är dags att fatta beslut.

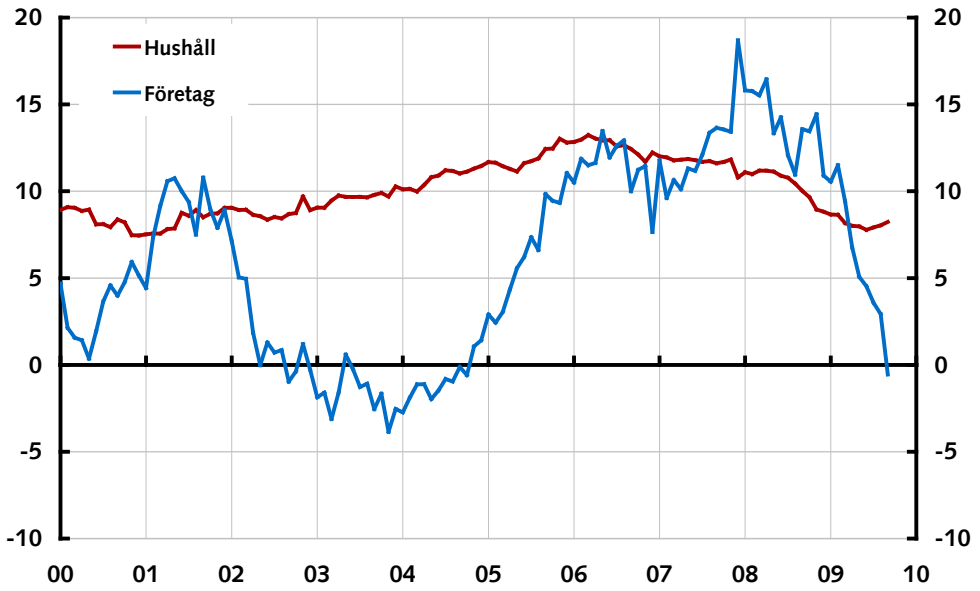
Har de extraordinära åtgärderna haft effekt?

Så har de extraordinära åtgärderna haft effekt? Att säga just vad som påverkat ekonomin och på vilket sätt under en tid då så väldigt mycket hänt och dessutom så snabbt är svårt. Men visst finns det tecken på att läget är bättre.

En mer övergripande observation är till att börja med att utlåningen i svensk ekonomi inte verkar ha stramats åt mer än vad som är att vänta i samband med en kraftig lågkonjunktur. Att förtroendet mellan olika aktörer på de finansiella marknaderna mer eller mindre kördes i botten under krisens inledande fas skapade bland annat oro för en allvarlig kreditåtstramning. Om bankerna själva har problem att finansiera sig skulle det i förlängningen kunna orsaka en betydligt kraftigare åtstramning i utbudet av lån till hushåll och företag än vad som normalt skulle inträffa när konjunkturen försämras. Det skulle i sig förvärra det ekonomiska läget ytterligare, något vi naturligtvis varken önskade eller önskar oss.

Men det ser ut som de åtgärder som vidtagits för att återupprätta förtroendet på de finansiella marknaderna tillsammans med de kraftiga sänkningarna av reporäntan har haft effekt. Möjligheterna att låna på marknaden är relativt goda både för stora företag och för banker. Riksbankens företagsenkäter och Konjunkturinstitutets företagsbarometer visar dessutom att finansieringssituationen förbättrats. Finansmarknadsstatistiken visar att utlåningen till hushåll via banker och kreditinstitut ökar, men i lägre takt än tidigare (diagram 8). Utlåningen till företag minskar, men ganska svagt med tanke på att vi befinner oss i en lågkonjunktur.

Diagram 8. **Hushållens och icke-finansiella företags totala upplåning från kreditinstitut, årlig procentuell förändring**



Källor: SCB och Riksbanken

Om vi ser på förhållandena på de finansiella marknaderna ur ett ränteperspektiv – i termer av pris istället för volymer – har de blivit mindre ansträngda under 2009. Det syns exempelvis om man tittar på det som brukar kallas TED-spread – skillnaden mellan en ränta på interbankmarknaden där bankerna lånar ut till och från varandra, och en ränta på statspapper, båda med tre månader till förfall (diagram 9). TED-spreaden är bland annat en indikator på förtroendet mellan bankerna. Man kan säga att det är en premie som speglar likviditetsrisk, kreditrisk och efterfrågan på säkra tillgångar. Efterfrågan på statspapper tenderar att öka när det är oroligt på de finansiella marknaderna.

Både i Sverige och i andra länder steg TED-spreaden ordentligt när krisen blev akut i samband med Lehman Brothers' konkursansökan förra hösten. Därefter har den successivt fallit tillbaka, även om den ligger över de nivåer som rådde före krisen. Det tyder alltså på ökat förtroende bankerna emellan. Sannolikt har de samlade insatserna stor betydelse. Särskilt bör de stora tillskotten av likviditet som kommer av att centralbankerna alltjämt lånar ut stora belopp till bankerna bidra till att TED-spreaden har minskat.

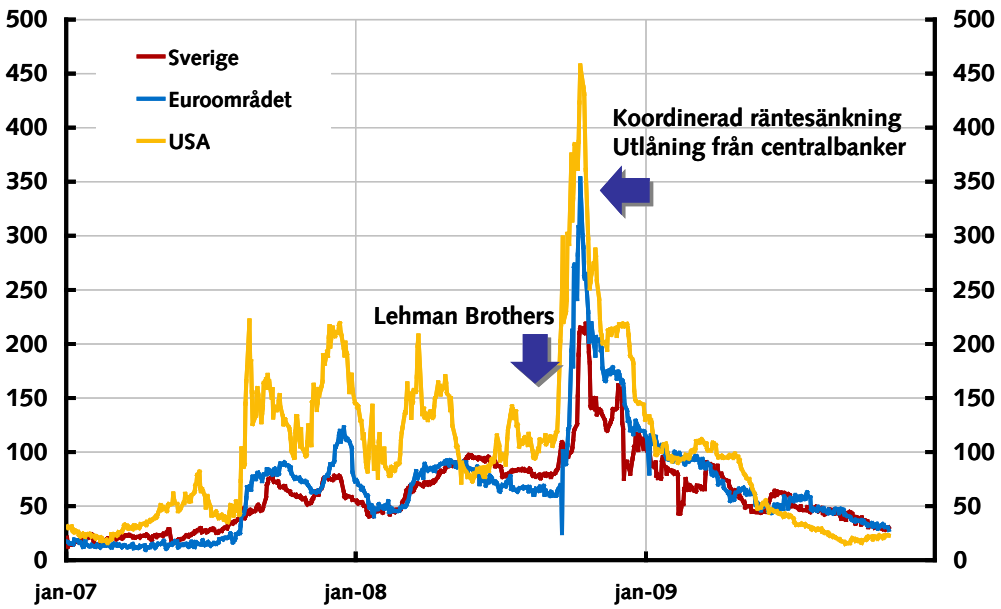


Diagram 9. TED-spread, räntepunkter

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Ja, fast än har vi inte landat på stadig mark!

Under en del av mitt yrkesliv har jag kommit att arbeta med att hantera finanskriser på olika håll i världen, både här hemma och för IMF:s räkning. Jag vet att det är svårt att säga exakt var i krisens förlopp man befinner sig och hur snabb återhämtningen kommer att bli. Det finansiella systemet fungerar bättre, men vi kan inte med säkerhet säga hur mycket av tillfrisknandet som fortfarande hänger samman med stödåtgärderna från olika myndigheter. Vi har bland annat utestående lån till bankerna på omkring 385,3 miljarder kronor. De finansiella marknaderna närmar sig ett mer normalt läge. Exakt vad som är att betrakta som "normalt" är egentligen svårt att säga, men jag vill påpeka att det i flera fall bör handla om ett läge där priset på risk är högre än det var innan krisen. Att den som vill investera sina pengar vill ha kompensation för risk är ganska naturligt. Och priset på risk var i många fall orealistiskt lågt innan krisen. Detsamma gäller investerarnas uppfattning om hur mycket risk de utsatte sig för. Därför är det möjligt att det som framöver räknas som normalt när det gäller risk innebär aningen högre räntenivåer vid en given reporänta.

Behovet av myndigheternas åtgärder minskar i takt med att förhållandena inom den finansiella sektorn blir bättre och världsekonomin visar tydligare tecken på återhämtning. Men det går inte att utesluta att det kan tillstöta ytterligare komplikationer. Ett exempel är osäkerheten kring hur den kraftiga konjunkturnedgången i de baltiska länderna och Östeuropa kommer att påverka de svenska bankernas kreditförluster. Om allt går bra och läget förblir stabilt, då är det dags att gå vidare utan stöd. Men där är vi inte ännu.

Hur ska vi behålla balansen framöver?

Vid en finansiell kris sköljs det mesta som inte är byggt på stabil grund och har en robust struktur bort. Men när läget lugnat sig får vi chansen att bygga upp något nytt som fungerar bättre istället för det som inte klarade påfrestningarna. Nu har vi en sådan chans.

Vi måste vara med och förändra

Det krävs reformer både vad gäller lagstiftning och tillsyn för att vi ska klara att behålla balansen när vi väl landat på fötterna. Det är svåra och viktiga utmaningar som ligger framför oss som arbetar med de här frågorna – centralbanker, tillsynsmyndigheter och lagstiftare. Här måste Sverige anta utmaningen och aktivt vara med och påverka i internationella sammanhang. Och det gäller att agera snabbt. Reformarbetet är redan igång. Inte minst inom EU håller en ny tillsynsstruktur på att byggas upp när det gäller bank, försäkring, värdepapper och systemrisker. Här kommer exempelvis det nyinstiftade rådet European Systemic Risk Board, ESRB, att spela en viktig roll.

Det krävs förändring på en rad olika områden. Den senaste krisen har visat hur en likvid marknad mycket snabbt kan torka upp och bli illikvid under vissa förutsättningar. Det krävs hårdare regler kring likviditet och vilken buffert banker och kreditinstitut behöver för att kunna stå emot störningar. Där återstår dock en del tankearbete innan vi hittar en bra lösning. Det handlar också om att utveckla analysen kring tillgångspriser och hur de finansiella marknaderna kan integreras bättre i våra modeller och prognoser. Det gäller både med tanke på arbetet med den finansiella stabiliteten och med penningpolitiken.

Tillsynskartan håller på att ritas om

Ytterligare ett viktigt reformområde rör övervakningen av tillståndet i det finansiella systemet som helhet, och möjligheterna att ta till åtgärder när det finns risker som hotar stabiliteten i det. Centralbankerna har ofta både ansvaret och bäst resurser för att analysera sådana så kallade systemrisker. Men de har vanligtvis inte särskilt skarpa verktyg när det gäller att åtgärda dem. Centralbankerna måste i de flesta fall förlita sig på att kunna påverka missförhållanden genom att informera och varna för risker. Men då tiderna är "goda" på de finansiella marknaderna kan det vara svårt att få gehör för den här typen av varningar. Innan krisen bröt ut varnade exempelvis Riksbanken i flera tal och rapporter för risker kring utvecklingen i Baltikum och för låg ersättning för risk på de finansiella marknaderna. Vi var inte heller ensamma om att påtala de här riskerna. Men marknadsaktörerna tog inte till sig varningarna i tillräcklig utsträckning. Krisen har visat att det måste finnas möjlighet att sätta mer kraft bakom orden om varningar ska få effekt.

Verktygen för att utöva hårdare påtryckningar kan exempelvis vara att ändra kraven när det gäller en enskild bank eller flera banker om så skulle behövas. Men sådana verktyg förfogar oftast inte centralbankerna utan andra tillsynsmyndigheter över. Problemet är att dessa tillsynsmyndigheter för det mesta inte har som uppgift att bevaka banker och andra finansiella aktörer ur ett systemperspektiv, på "makronivå". De granskar snarare de enskilda aktörerna individuellt på "mikronivå". Den uppgiften är i och för sig mycket viktig. Det kan dock finnas sy-

stemrisker som behöver korrigeras, men som inte är uppenbara när enskilda banker granskas var och en för sig.

Den senaste krisen har tydligt visat att det behövs tillsyn och möjlighet till åtgärder både på mikronivå när det gäller de enskilda aktörerna och på makronivå, ur ett såväl nationellt som internationellt systemperspektiv. Den finansiella tillsynskartan håller nu på att ritas om. Med tanke på erfarenheterna av den senaste krisen tror jag att till exempel Riksbanken och Finansinspektionen kommer att stå närmare varandra än vi gjort tidigare. Utökat samarbete mellan myndigheter är en del av lösningen, men jag tror även att centralbankerna också skulle behöva lite "vassare tänder" – fler och skarpare verktyg på det här området.

Samverkan och tillit

När det handlar om att hantera och förebygga en global kris som den vi nu håller på att ta oss igenom behövs ytterligare någonting, nämligen tillit. Det krävs för att förbättra krishantering över nationsgränser och skapa effektiv samverkan mellan myndigheter även då det är skarpt läge. Tillit kan också vara en nyckel till att förhindra att en kris överhuvudtaget inträffar. Det räcker inte med att enskilda myndigheter och länder agerar när bankernas spelplan är hela den internationella arenan. Krisens omfattning hängde den här gången samman med att finansmarknadernas nationsgränser till stor del har suddats ut. Men botemedlet i det här fallet handlar enligt mitt sätt att se det till viss del om att möta globalisering med globalisering. Det krävs mer samverkan över nationsgränserna och kanske på ett annat sätt än tidigare.

Om att landa på fötterna och behålla balansen framöver

Låt mig avsluta med att säga att jag har goda förhoppningar om att vi ska landa stadigt på båda fötterna när den här krisen är över. Det är mycket som varit ur balans världen över. Och ju längre obalanser får fortsätta att växa till sig, desto större blir fallhöjden när man till slut tappar fotfästet. Vi har drabbats av en finansiell kris som ur ett globalt perspektiv saknar motstycke. Vi har drabbats av den värsta konjunkturnedgången sedan andra världskriget. Återhämtningen kommer att ta tid, både när det gäller finansiella systemet och den ekonomiska utvecklingen i övrigt. Men den har börjat, även om osäkerheten om utvecklingen framöver är stor och det finns många risker som kantar vägen.

När vi väl återfunnit balansen gäller det att behålla den även i framtiden. Att skapa förutsättningar för det är en svår men mycket viktig uppgift. Den berör både arbetet med den finansiella stabiliteten och penningpolitiken. Den berör omfattande reformer och samarbete mellan centralbanker och andra myndigheter världen över. Vi måste ta oss an den här uppgiften inte bara på nationell nivå utan också ur ett globalt perspektiv. Arbetet har redan börjat, och vi befinner oss i en fas av krisens förlopp då möjligheterna att åstadkomma förändring är goda. Det är nu vi har chansen att verkligen skapa något som håller och fungerar bättre. Den chansen får inte gå oss förbi!