

Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017

Claes Berg, Pernilla Meyersson och Johan Molin*

Claes Berg var tidigare senior rådgivare till Riksbankschefen, Pernilla Meyersson är vice stabschef och Johan Molin tjänstgör som senior financial sector expert vid Internationella valutafonden i Washington (för närvarande tjänstledig från Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet).

Det är i år tio år sedan den globala finanskrisen bröt ut. Den här artikeln beskriver den ekonomiska utvecklingen globalt och i Sverige från och med åren närmast före krisens utbrott fram till 2017 och hur krisen på olika sätt präglade utvecklingen under den perioden. Tillsammans med globaliseringen och den tekniska utvecklingen bidrog finanskrisen bland annat till att en rad genomgripande förändringar gjordes på de ekonomiska, finansiella och politiska områdena, både här hemma och i resten av världen. Inte minst gav den upphov till en rad existentiella frågor, där bland annat centralbankernas legitimitet och uppgifter kom att diskuteras på bred front. De dramatiska åren visade också hur de finansiella marknaderna blivit globala och gränsöverskridande i mycket större omfattning än tidigare. Reglering, tillsyn, analys och inte minst samarbetet på global och mellanstatlig nivå behövde stärkas väsentligt.

1 Upprinnelsen till krisen

Efter flera år av stark utveckling började den amerikanska bostadsmarknaden dämpas under 2006. Man kunde se de första tecknen på en annalkande finanskris när premierna på kreditderivat knutna till bolån i USA började stiga. Problemen för låntagare på den amerikanska bolånemarknaden med låg kreditvärdighet var kända sedan tidigare, men nu började de även sprida sig till långivarna och deras finansiärer.

Många amerikanska hushåll med alltför svag ekonomi hade under lång tid frestats att låna till husköp. Bankerna hade ställt låga krav på låntagarnas kreditvärdighet och lockade med inledningsvis amorteringsfria lån till låga räntor. Det gjorde att mängden utställda lån av låg kreditkvalitet – så kallade subprimelån – kom att växa snabbt. Till stor del grundade det sig på att banker och investerare trodde sig ha funnit en mirakelmaskin i form av värdepapperiserade bostadslån, så kallade mortgage backed securities (MBS). Bankerna hade nämligen utvecklat en teknik för att bunta ihop subprimelånen med andra lån, ombilda de sammanslagna lånen till värdepapper och sälja dem vidare på andrahandsmarknaden. Genom diversifieringseffekten tycktes riskerna med att placera i MBS:er vara hanterliga för investerarna.¹ Och bankerna ansåg sig ha blivit av med riskerna med subprimelånen i och med att de sålde värdepappren vidare.

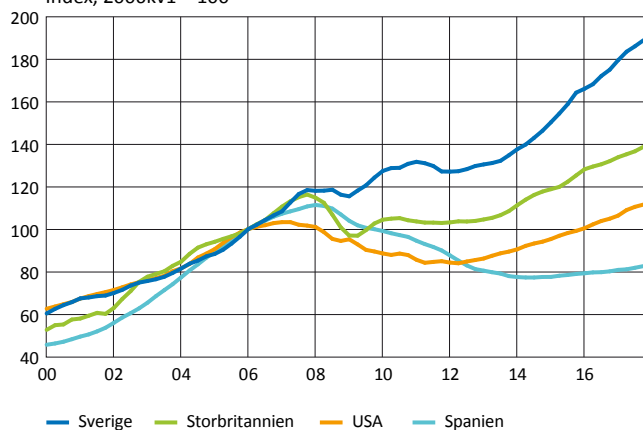
* Vi vill tacka Kerstin af Jochnick, Martin W. Johansson, Jesper Lindé, Marianne Nessén och Anders Vredin för värdefulla synpunkter. De åsikter som uttrycks i denna artikel är författarnas egna och ska inte nödvändigtvis uppfattas som Riksbankens ståndpunkter.

¹ Diversifieringseffekten byggde bland annat på (det tyvärr felaktiga) antagandet att en generell nedgång i huspriserna över hela USA var osannolik. Därmed kunde risken i ett värdepapper som kombinerade huslån med bred geografisk spridning tänkas vara mycket lägre än risken för en samling huslån från en given geografisk region.

Att riskerna var grovt underskattade skulle senare bli uppenbart. Men varför blev det så? Det finns flera förklaringar. För det första gjorde värdepapprens komplicerade konstruktion riskerna svåra att genomskåda för investerare och ratingföretag. För det andra gjorde explicita och implicita garantier som bankerna ställt att riskerna snabbt kunde leta sig tillbaka till deras balansräkningar. Men så länge huspriserna fortsatte att öka i snabb takt bidrog tillfälligt gynnsamma finansieringsvillkor till att dölja de risker som byggdes upp.

När prisuppgången på hus dämpades och huspriserna sedan började falla under 2006 fick husägare med låg kreditvärdighet problem först (se diagram 1). Problemen späckades på av att bankernas låga räntor på bolån justerades upp samtidigt som penningpolitiken stramades åt och marknadsräntorna steg. Långivarna började dessutom skärpa kraven för kreditprövning. Allt detta bidrog till att allt fler låntagare fick betalningsproblem på sina bolån.

Diagram 1. Husprisinivå USA, Storbritannien, Spanien och Sverige
Index, 2006kv1 = 100



Källa: Federal Reserve Bank of Dallas

Under 2007 började låntagarnas problem sprida sig till långivarna. Flera aktörer drabbades. Först handlade det om de banker och finansbolag som hade lånat ut pengar. Dessa kreditgivare behöll endast en viss del av lånen i sin egen balansräkning, resten distribuerade de vidare till andra aktörer som pensionsfonder och försäkringsbolag. I slutändan drabbades därför även dessa aktörer av de kreditförluster som uppstod på bolånemarknaden.

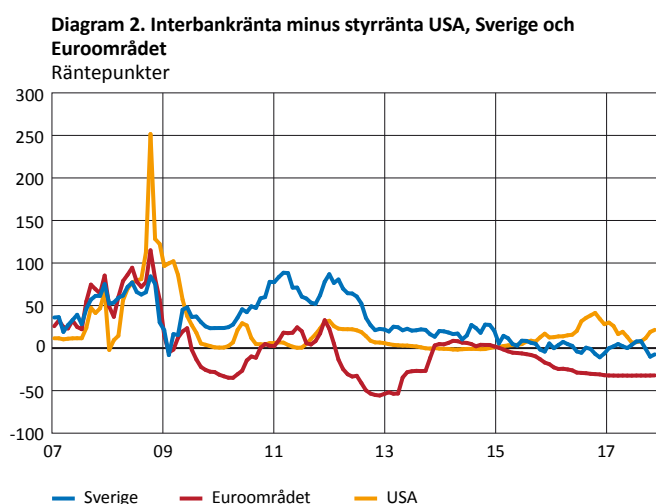
Oron över ökade kreditförluster innebar att ratinginstituten började se över alla obligationer och nedgraderade dem vars kreditvärdighet försämrats. De stigande kreditförlusterna spred sig genom hela kedjan från låntagare via mäklare till långivare och innehavare av bostadsobligationer.

Till detta kom att många banker hade skapat särskilda investeringsenheter ("special investment vehicles" och "conduits") som köpt andra bankers strukturerade kreditprodukter med bostadslån som underliggande tillgångar.² Men trots att bankerna hade skapat dessa investeringsenheter utanför den egna balansräkningen, var det svårt för bankerna att inte ta ansvar för dem när de fick problem. Det berodde dels på formella kreditlinor som bankerna ställt ut, dels på att bankerna var rädda för hur andra delar av bankverksamheten kunde drabbas om man fick ett dåligt rykte för att inte ta ansvar för sina aktiviteter utanför balansräkningen.

² Collateralized Debt Obligations (CDO) är exempel på en strukturerad kreditprodukt som fick stor betydelse för finanskrisen. En CDO utgör en sammanslagning av bostadslån med olika kreditvärdighet i en obligation. Kreditvärdigheten i det sammanslagna instrumenten sattes högre än vad som motiverades av summan av delarna, vilket underlättade att de såldes vidare innan krisen bröt ut.

När bankernas särskilda investeringsenheter fick problem steg interbankräntorna (de räntor som bankerna betalar för lån från andra banker) kraftigt, och bankerna fick stora likviditetsproblem. Det blev med andra ord dyrt och svårt för bankerna att låna pengar för att finansiera sin verksamhet.

En period av extrema påfrestningar för bankerna inleddes. Många finansinstitut i USA drabbades av betydande svårigheter, och vissa fick stöd av regeringen och centralbanken Federal Reserve. När investmentbanken Bear Stearns höll på att kollapsa i mars 2008 fick den ett nödlån av Federal Reserve. Trots det kunde Bear Stearns inte räddas, utan togs över av en annan investmentbank, JP Morgan Chase. De två stora instituten som finansierat bostadsköp i USA, Fannie Mae och Freddie Mac, togs över av staten i september 2008. När det stod klart att USA:s fjärde största investmentbank, Lehman Brothers, inte skulle räddas genom statliga insatser utlöstes en period av extrema prissvängningar på finansmarknaden.³ Lehman Brothers hade motparter över hela världen, och när man den 15 september 2008 ansökte om konkurs steg interbankräntorna dramatiskt, vilket går att se i diagram 2. Många banker världen över fick då svårt att finansiera sig.



Anm. Skillnad mellan 3 månaders interbankränta och Federal Funds Target Rate (Federal Reserve), Main refinancing operations rate (ECB) och reporäntan (Riksbanken).

Källor: Thomson Reuters, ECB och Riksbanken

Störningarna på de finansiella marknaderna fortplantades snabbt mellan olika länder. Riskpremierna på räntor på bankernas lån sinsemellan steg över lag på interbankmarknaderna runt om i världen. När de amerikanska penningmarknadsfonderna drabbades av uttagsanstormningar i september 2008, det vill säga då väldigt många samtidigt försökte få tillbaka sina pengar, reducerade de sin dollarutlåning till banker i Europa (se Gunnarsdottir och Strömqvist 2010).

Till följd av bland annat motpartsexponeringar – och bristen på transparens om dessa – fick flera europeiska banker finansieringsproblem under åren 2007–2009. I bakgrunden fanns de finansiella obalanser som byggts upp under flera år med överhettade bostadsmarknader i bland annat Storbritannien, Spanien och Irland, vilket bidrog till allvarliga bankkriser där. På Island kollapsade alla de tre kommersiella bankerna och togs över av staten. Även Belgien, Danmark, Luxemburg, Nederländerna, Tyskland och Österrike drabbades av problem i banksektorn. De svenska bankerna påverkades i hög grad av krisen i de baltiska länderna, som vi kommer beskriva i nästa avsnitt. Den europeiska skuldskrisen beskrivs i ett avsnitt 5.

³ Frågan om det var rätt att stötta vissa finansinstitut eller inte och om staten borde ha räddat Lehman Brothers diskuteras fortfarande. För en analys av dessa frågor, se till exempel Blinder (2013).

2 De svenska bankerna och de baltiska länderna

Efter 1990-talets svenska bankkris började den konsoliderade och omstrukturerade svenska banksektorn att expandera ganska aggressivt, främst i de nordiska och baltiska grannländerna. Inte minst i de baltiska länderna byggde svenska banker snabbt upp en dominerande marknadsposition. 2004 hade svenska banker omkring 90 procent av marknaden i Estland, 50 procent av marknaden i Lettland och 60 procent av marknaden i Litauen.

I de baltiska länderna eldades kreditexpansionen på av den uppdämda efterfrågan på krediter och den snabba ekonomiska tillväxten i övergången från socialistiska sovjetrepubliker till liberala marknadsekonomier. I mitten av 2000-talet låg den årliga kredittillväxten i de baltiska länderna på cirka 40–50 procent i företagssektorn och cirka 60–85 procent bland de baltiska hushållen (se Sveriges riksbank 2006).

För de svenska bankerna, framför allt Swedbank och SEB, kom verksamheterna i de baltiska länderna att utgöra ett allt viktigare bidrag till deras vinster under 2000-talets första decennium, med högre marginaler än investeringar på den svenska marknaden.

Men när oron steg på finansmarknaderna 2007–2008 stramades krediterna åt i de överhettade baltiska ekonomierna. Fastighetspriserna föll, konsumtion och investeringar rasade och det uppstod ett närmast totalstopp i produktionen i de baltiska länderna. Kreditförlusterna ökade i oroväckande takt.

När Lehman Brothers gick i konkurs i september 2008 kom 16 procent av Swedbanks utlåning och 27 procent av bankens rörelseresultat från dess baltiska verksamhet. Motsvarande siffror för SEB var 12 respektive 20 procent. För Nordea, som var en större bank som också bedrev verksamhet i Baltikum, var de relativa andelarna mindre: 3 respektive 2 procent av bankens totala utlåning respektive rörelseresultat.

Estland och Litauen hade några år tidigare knutit sina valutor till euron via sedelfonder och den lettiska valutan var dessutom knuten till euron med ett fastkursarrangemang. Många av bankernas låntagare hade lånat i utländsk valuta, vilket gjorde dem sårbara för försämringar i valutakursen. Riskerna var överhängande för devalvering i de baltiska länderna, något som skulle försämra situationen ytterligare för de svenska bankerna med exponeringar i dessa länder. Det blev allt mer uppenbart att problemen i de baltiska länderna kunde slå tillbaka med kraft in i det svenska banksystemet.

De baltiska länderna kunde inte få tillräckligt med finansiering från internationella investerare och kunde inte låna euro från Europeiska centralbanken (ECB). Det gjorde situationen bekymmersam för dem och därmed även för svenska banker. Särskilt Lettland hade problem på grund av en krasch i landets största inhemska ägda bank, Parex Bank. Lösningen blev att länderna fick ett låneprogram från Internationella valutafonden (IMF) och EU. Innan det var på plats bistod dock Riksbanken tillsammans med Danmarks Nationalbank i december 2008 med en bryggkredit i form av ett avtal som innebar att Lettlands centralbank, Latvijas Banka, tillfälligt kunde låna 500 miljoner euro i utbyte mot lettiska lats (se Sveriges riksbank 2008).

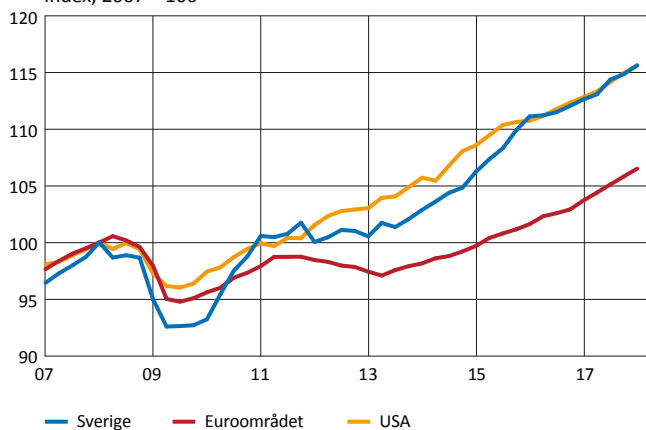
Riksbanken ingick senare i förebyggande syfte också ett liknande tillfälligt låneavtal med Estlands centralbank, Eesti Pank (se Sveriges riksbank 2009a). Avtalet gav Eesti Pank möjlighet att låna upp till 10 miljarder svenska kronor mot estniska kroon för att förstärka Estlands beredskap att tillhandahålla likviditetsstöd i inhemska valuta om så skulle behövas. Problemen i Estland var dock inte till närmelsevis lika stora som i Lettland, och krediten behövde aldrig utnyttjas.

I slutändan behövde varken Estland, Lettland eller Litauen devalvera sina valutor. Istället för att förändra sin växelkurspolitik lyckades dessa länder genomföra vad som ibland kallas ”intern devalvering”, det vill säga man sänkte löner och offentliga utgifter för att få ner kostnadsnivåerna. På så sätt kunde de återställa sin internationella konkurrenskraft och relativt snabbt omvandla sina stora underskott i betalningsbalansen till överskott när tillväxten i omvärlden steg efter krisen.

3 Den djupaste lågkonjunkturen under efterkrigstiden

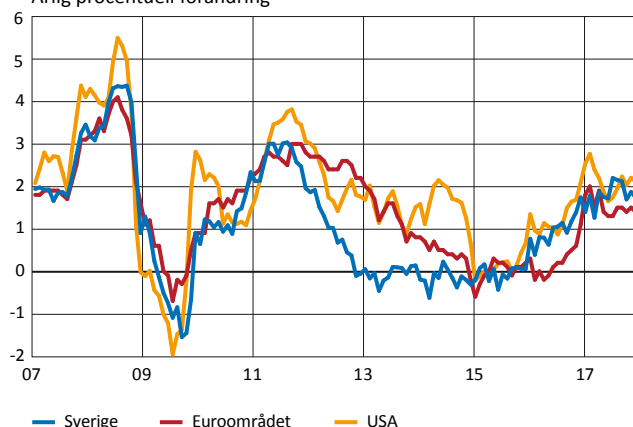
Följden av den globala finanskrisen blev en mycket djup internationell konjunkturedgång som intensifierades på ett dramatiskt sätt efter Lehman Brothers konkurs på hösten 2008. Även många tillväxtländer drabbades när världshandeln kollapsade. Under 2009 fördjupades den globala lågkonjunkturen och krisen slog till på allvar i Sverige där bruttonationalprodukten (BNP) föll med 5 procent under det året (se diagram 3). Det var den största nedgången sedan 1931 då BNP föll med 7 procent. Sverige drabbades så hårt av krisen på grund av sitt stora exportberoende, de svenska bankernas omfattande och riskfyllda verksamhet i de baltiska länderna och att hushåll och företag avvaktade med att konsumera varaktiga varor och investera tills den finansiella oron hade dämpats. I diagram 4 kan man se att inflationen föll kraftigt och blev negativ under en period i bland annat USA, Sverige och euroområdet.

Diagram 3. BNP-nivå USA, Sverige och Euroområdet
Index, 2007 = 100



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

Diagram 4. KPI-inflation USA, Sverige och Euroområdet
Årlig procentuell förändring



Anm. För Euroområdet avses HIKP, för USA och Sverige KPI.
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och SCB

Världen över ökade kraven på centralbankerna att försörja ekonomin med likviditet. Centralbankerna sänkte också kraftigt och koordinerat styrräntorna under hösten 2008. Under den finansiella krisen vidtog många centralbanker även så kallade okonventionella (eller kompletterande) penningpolitiska åtgärder som innebar att de till exempel gav lån på längre löptider, gav lån i utländsk valuta, godkände fler värdepapper som säkerhet för lån och

utökade kretsen av penningpolitiska motparter. Efter att centralbankerna gemensamt sänkt styrräntorna globalt fortsatte Riksbanken i rask takt att sänka reporäntan, med ytterligare 0,5 procentenheter i slutet av oktober och med hela 1,75 procentenheter i december 2008. Sammantaget hade alltså den svenska reporäntan sänkts med 2,75 procentenheter under ett par månader och inom loppet av ett drygt halvår hade den sänkts ytterligare, då med totalt 4,5 procentenheter.

Inom EU ingick finansministrarna och centralbankscheferna en överenskommelse om hur berörda myndigheter ska samarbeta över gränserna vid finansiella kriser. EU-länderna beslutade också att harmonisera reglerna för insättarskydd, och införde en harmoniserad nivå för alla privatpersoners och företags insättning per bank på 100 000 euro.

I krisens inledning var de fyra svenska storbankerna kapitalstarka. De hade låga kreditförluster och deras låntagare ansågs ha god betalningsförmåga. De var heller inte nämnvärt exponerade mot de strukturerade kreditprodukter som var roten till krisen. Det gjorde att den svenska interbankmarknaden till en början fungerade relativt väl, utan behov av likviditetsstödjande åtgärder av det slag ECB hade infört under sommaren 2007. Men vid Lehman Brothers konkurs i september 2008 drabbades även de svenska bankerna av den världsomfattande bristen på likviditet. Det blev svårare och dyrare för dem att finansiera sig. Dessutom tornade problemen i de baltiska länderna upp sig som orosmoln i horisonten. Det blev uppenbart att extraordinära åtgärder var nödvändiga för att upprätthålla den svenska finansiella stabiliteten.

Förutom Riksbanken var även andra myndigheter med och bekämpade krisen. Riksgälden ökade stocken av statsskuldsväxlar för att möta efterfrågan av säkra tillgångar på marknaden. De pengar som kom in i dessa emissioner lånade Riksgälden sedan ut till bankerna mot säkerhet i bostadspapper. På så sätt underlättade Riksgälden för bankerna att finansiera sin utlåning till allmänheten under början av krisen. Riksgälden fungerade då som en finansiell intermediär.

Regeringen ingrep också genom att i november presentera ett garantiprogram för att stödja bankernas och bostadsinstitutens medelfristiga finansiering. När oron steg för att problemen i de baltiska länderna skulle kunna leda till stora kreditförluster inrättade regeringen också en stabilitetsfond för att hantera eventuella framtida solvensproblem i svenska institut. Svenska staten deltog också i en nyemission av aktier i Nordea för att öka bankens kapitalstyrka.

Riksbanken, Riksgälden och regeringen genomförde alltså olika åtgärder för att underlätta bankernas finansiering och därmed deras möjligheter att klara sin kreditförsörjning. På internationell nivå erbjöd som vi nämnt tidigare Riksbanken Lettlands centralbank lån i euro, men även Islands centralbank mot säkerhet i den inhemska valutan. Stödet ingick i en rad åtgärder från centralbanker och IMF för att minska risken för att den lokala finansiella krisen i de två länderna skulle sprida sig till deras närområde, bland annat Sverige.⁴

Krisen tydliggjorde hur viktigt det är att svenska myndigheter samarbetar på det här sättet. Enligt Riksbanken fungerade det här samarbetet väl och bidrog till att kraftfulla insatser kunde genomföras för att minska de samhällsekonomiska kostnaderna av krisen (se Sveriges riksbank 2008b).

Krisen tydliggjorde också behovet av att myndigheter i olika länder samordnade internationella insatser. Flera centralbanker, däribland Riksbanken, fick tillfälliga dollarlån av Federal Reserve för att kunna tillhandahålla amerikanska dollar till sina respektive finansiella marknader. Riksbanken ingick även ett avtal med ECB med motsvarande syfte för att kunna låna euro. Det tillfälliga låneavtalet med Federal Reserve förlängdes vid två tillfällen och valutareserven utökades genom upplåning via Riksgälden för att förbättra beredskapen att värna den finansiella stabiliteten.

4 Se vidare "Åtgärder vidtagna av Riksbanken och andra svenska myndigheter under den finansiella krisen 2008" i Riksbankens årsredovisning 2008 (Sveriges riksbank 2009).

Den finansiella krisen ger exempel på att gränserna mellan Riksbankens olika verksamheter, främst penningpolitik och finansiell stabilitet, inte är så skarp. Finansiell stabilitet är avgörande för att betalningar ska kunna genomföras säkert och effektivt och för att kredit- och likviditetsförsörjningen i ett samhälle ska fungera. Dessutom är det helt centralt för att penningpolitiken ska fungera och leverera stabila priser. Finansiell stabilitet är med detta synsätt en förutsättning för att kunna bedriva en väl fungerande penningpolitik.

4 Riksbankens ”okonventionella” åtgärder

Riksbanken lånade som mest ut belopp motsvarande drygt 9 procent av BNP till de svenska bankerna. De stora sänkningarna av reporäntan innebar att reporäntans nivå närmade sig noll, vilket vid den här tidpunkten begränsade Riksbankens möjligheter att använda sig av ytterligare räntesänkningar om man behövde för att stimulera ekonomin. Men ytterligare penningpolitiska stimulanser behövdes eftersom BNP fortsatte att falla kraftigt under början av 2009.

Riksbanken vidtog därför okonventionella (kompletterande) penningpolitiska åtgärder. För det första erbjöd Riksbanken sina motparter lån i kronor på längre löptider och lån i amerikanska dollar, för det andra godkände man fler värdepapper som säkerheter, bland annat utlåning mot säkerhet i företagscertifikat för att underlätta företagets finansiering, och för det tredje utökade Riksbanken sin krets av motparter (se Sveriges riksbank 2009b och Sveriges riksbank 2009c). De första lånen betalades ut i oktober 2008, därefter erbjöds lån regelbundet ända fram till oktober 2010.

Lånen i amerikanska dollar lånade Riksbanken ut till svenska banker dels med hjälp av medel ur valutareserven, dels via den tillfälliga lånefaciliteten som den amerikanska centralbanken Federal Reserve hade erbjudit Riksbanken och andra centralbanker (se Elmér m.fl. 2012).

I juli 2009 annonserade Riksbanken att man tänkte låta räntan ligga kvar på den låga nivån 0,25 procent i över ett år. Samtidigt beslutade Riksbanken om lån till fast ränta. Bankerna erbjöds 100 miljarder kronor i lån med fast och låg ränta med cirka 12 månaders löptid, de så kallade fasträntelånen. Den penningpolitiska verktygslådan behövde kompletteras med sådana här okonventionella åtgärder i ett läge då reporäntan närmade sig sin nedre gräns men det fortfarande behövdes penningpolitisk stimulans. Totalt erbjöd Riksbanken tre stycken fasträntelån med cirka ett års löptid på 100 miljarder kronor vardera vid de penningpolitiska mötena i juli, september och oktober 2009. Riksbanken gav också under 2008 nödkrediter till två enskilda banker, Kaupthing Bank och Carnegie.

5 Kort återhämtning – skuldskrisen på väg

Världsekonomin började en långsam återhämtning under andra halvåret 2009, tydligast i Asien. I USA och euroområdet bromsade nedgången in och det började synas tecken på vändning. Världshandeln började öka igen och de finansiella marknaderna stabiliserades. I Sverige började en relativt snabb återhämtning av BNP-tillväxten från slutet av 2009. 2010 hade den akuta fasen av krisen passerats och bankerna kunde låna själva på de finansiella marknaderna globalt. Den snabba återhämtningen bidrog till att Riksbanken började höja reporäntan igen i juli 2010 och höjningarna pågick till juli 2011 då reporäntan blev 2 procent. Riksbankens arbete inriktades dessutom alltmer på att reformera regelverket, framför allt kraven på bankernas kapitaltäckning och likviditetsbuffertar, och tillsynen över finansiella marknader, särskilt behovet av att komplettera den traditionella institutfokuserade tillsynen med så kallad makrotillsyn, med fokus på att identifiera och motverka risker för systemet som helhet (se vidare i Johansson m.fl. 2018).

Från 2010 och framåt ökade dock oron för de statsfinansiella problemen i Europa. Utvecklingen blev särskilt besvärlig i Grekland, Irland, Portugal och Cypern som inte själva kunde finansiera sig på den internationella obligationsmarknaden. Länderna fick därför stöd av IMF, EU och eurosamarbetet via stödpaket samt krav på åtgärder för att minska budgetunderskott och statskulder. Till detta kom att även stora länder som Spanien och Italien hade svaga statsfinanser och fick sina kreditbetyg sänkta. Dessutom hade flera banker i euroområdet dålig kapitaltäckning, svag lönsamhet och en stor andel dåliga lån, vilket har dämpat återhämtningen under lång tid.

Flera problemländer hade också tappat konkurrenskraft jämfört med genomsnittet i euroområdet. Med en gemensam valuta saknades möjligheten att korrigera det genom en växelkursförsvagning. Konkurrenskraften behövde istället återställas genom att hålla tillbaka ökningen i priser och löner.

I flera länder förvärrades statsfinanserna av att krisande banker fick statligt stöd. En negativ spiral uppstod nämligen där svaga statsfinanser bidrog till att räntorna steg och det ökade finansieringskostnaderna för redan svaga banker som i sin tur stramade åt kreditgivningen till hushåll och företag, vilket hämmade återhämtningen.

De kraftiga obalanserna i offentliga finanser bidrog till att det 2011 endast var 3 av 27 EU-länder som inte hade brutit mot reglerna om alltför stora underskott respektive alltför hög skuldkvot sedan 1998, enligt stabilitets- och tillväxtpakten.⁵

Under sommaren och hösten 2011 ökade oron kring hur de offentliga finanserna skulle utvecklas i både USA och euroområdet, och tillväxtutsikterna i omvärlden försämrades. Denna oro präglade också utvecklingen på de finansiella marknaderna, och börserna världen över föll därför kraftigt. I slutet av året eskalerade den europeiska skuldkrisen och den svenska tillväxten bromsade in. Den svenska inflationen blev också lägre än väntat och bidrog till att Riksbanken sänkte reporäntan i december.

Under 2012 försvagades konjunkturen i Sverige ytterligare till följd av den svaga utvecklingen i omvärlden, inflationstrycket dämpades och reporäntan sänktes vid ytterligare tre tillfällen.

De omfattande problemen i euroområdet fick följdverkningar på många områden. Den europeiska skuld-, bank- och kostnadskrisen hanterades av flera myndigheter. ECB sänkte styrräntan och införde ett antal program för utlåning till banker. ECB annonserade dessutom under 2012 ett program, Outright Monetary Transactions (OMT), som gjorde det möjligt att köpa obegränsat med statsobligationer från euroländer som behövde stödåtgärder från den nyinrättade stödmyndigheten European Stability Mechanism (ESM). OMT motiverades med att ECB behövde säkerställa att penningpolitiken fick ett enhetligt genomslag genom en väl fungerande transmission till den reala ekonomin. Blotta möjligheten att köpa statsobligationer bidrog till att dämpa oron på de finansiella marknaderna.⁶

Arbetet med att bygga en bankunion påbörjades också. I spåren av skuldkrisen bedömde Riksbanken återigen att valutareserven behövde utökas och regeringen inrättade ett samverkansråd för makrotillsyn i Sverige i början av januari 2012.

5 Dessa tre länder är Finland, Luxemburg och Sverige, se EU-Kommissionens hemsida om "ongoing and closed excessive-deficit-procedures".

6 EU-domstolen bedömde 2015 att programmet ryms inom ECB:s mandat för prisstabilitet och är utformat på ett sätt som gör att det inte strider mot förbudet mot monetär finansiering, se ECB (2015).

6 Inflationen fortsätter att falla och penningpolitiken ställs inför svåra avvägningar

Redan 2006 hade Riksbanken börjat varna för att hushållens skulder och priserna på hus ökade i en takt som inte var hållbar på sikt (se Sveriges riksbank 2006, s.9). När reporäntan höjdes mellan juli 2010 och juli 2011 nämndes vid flera tillfällen att riskerna med hushållens skulder hade ökat påtagligt. Ränthöjningarna motiverades dock främst med att inflationen behövde stabiliseras nära målet 2 procent och att man ville undvika ett för högt resursutnyttjande. Men Riksbanken konstaterade att en gradvis stigande reporänta dessutom kan bidra till att hushållen lånar i en lugnare takt och minska risken för att obalanser byggs upp i den svenska ekonomin (se Sveriges riksbank 2010). Riksbanken tog alltså hänsyn till risker med hushållens skulder och bostadspriserna i sin bedömning, vilket senare bidrog till debatt om Riksbankens försök att "luta sig mot vinden".⁷

Den internationella konjunkturförsvagningen och lägre importpriser bidrog till att inflationen i Sverige blev lägre än väntat 2013. Det visade sig också vara svårt för företagen att föra vidare sina ökade kostnader till konsumenterna (se Apel m.fl. 2014). Men den penningpolitiska diskussionen fortsatte att också handla om de ökade risker med hushållens höga skuldsättning som en låg ränta kan medföra. Hushållens skuldsättning tog fart uppåt igen och mellan 2012 och 2017 ökade bostadspriserna med mellan 10–20 procent per år.

Den här avvägningen i penningpolitiken ställdes på sin spets mot slutet av 2013. Inflationen hade under hösten blivit överraskande låg, trots att konjunkturen utvecklats ungefär som väntat under större delen av året. Inflationstrycket var lägre än vad Riksbanken tidigare hade räknat med. Reporäntan sänktes till 0,75 procent och prognosen för reporäntan reviderades ner. Trots att hushållens skuldsättning bedömdes utgöra en risk på längre sikt ansågs ändå det oväntat låga inflationstrycket väga tyngre, vilket motiverade en mer expansiv penningpolitik.

Under 2014 fortsatte inflationsutfallen att vara lägre än väntat och prognoserna för inflationen reviderades gradvis ner. Samtidigt fortsatte inflationsförväntningarna att falla. Penningpolitiken behövde därför bli ännu mer expansiv och reporäntan sänktes till noll för att bidra till att inflationsförväntningarna blev förankrade vid målet.

Men det fanns ett tydligt dilemma som Stefan Ingves uttryckte vid flera tillfällen, bland annat i ett tal i november 2015: "Penningpolitiken är det politikområde som har bäst förutsättningar att påverka växelkursen och inflationen. Men vi skulle egentligen behöva en 'extra styrränta' riktad till hushållen, som skulle kunna sättas högre än den vanliga styrräntan för att dämpa hushållens skuldsättning. Men i och med att Riksbanken bara kan styra det allmänna ränteläget, och att det är en del av transmissionen att hushållen lånar mer vid lägre ränta, är vi i dagsläget hänvisade till andra politikområden när det gäller att hantera hushållens skuldsättning." (Se Ingves 2015.)

Riksbanken förhöll sig dock inte passiv utan rekommenderade åtgärder till berörda myndigheter för att dämpa hushållens växande skulder. Rekommendationerna rörde allt från fler bostäder, höjda kapitalkrav för bankerna, utökade direkta lånebegränsningar för hushållen till sänkta ränteavdrag.

Det brådskar med åtgärder för att begränsa ökningstakten i hushållens skulder, hävdade Stefan Ingves i sin kommentar i Riksbankens årsredovisning för 2014. "Det finns en rad åtgärder som kan genomföras för att dämpa skuldutvecklingen i hushållssektorn, exempelvis amorteringskrav, en begränsning av andelen lån med rörlig ränta, avskaffande av ränteavdraget och sänkt bolånetak. Vid rådande nollränta brådskar det för andra politikområden att minska riskerna förknippade med hushållens skulder. Det krävs både åtgärder

7 "Att luta sig mot vinden" betyder att en centralbank försöker att motverka finansiella obalanser med räntepolitik. Den allmänna bilden vid denna tid var dock i hög grad att Riksbankens penningpolitik var välmotiverad och främst baserad på traditionella penningpolitiska överväganden. Se Jansson (2014) för en analys av denna fråga och av hur den inhemska och internationella kritiken av Riksbankens penningpolitik uppstod.

riktade direkt mot hushållens efterfrågan på krediter och reformer för att skapa en bättre fungerande bostadsmarknad.” (Se Sveriges riksbank 2015.)

Även i euroområdet förblev inflationstrycket dämpat. ECB reviderade i juni 2014 ner sin inflationsprognos för 2014, 2015 och 2016 och beslutade att inlåningsräntan, som är den ränta som styr dagslåneräntan i euroområdet, skulle vara negativ från och med juni 2014.

I januari 2015 beslutade ECB att börja göra omfattande köp av obligationer, med fokus på statsobligationer, för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv och se till att inflationen började stiga. Det bidrog till att stödja återhämtningen i euroområdet, men köpen riskerade också att stärka kronans växelkurs vilket spelade en roll för den svenska penningpolitiken. ECB beslutade att utöka sina obligationsköp i december 2016 fram till slutet av 2017, eller vid behov ännu längre till dess inflationen mer varaktigt kunde bedömas vara på väg mot målet.⁸

I sina penningpolitiska beslut under senare år har Riksbanken alltså inte bara behövt ta hänsyn till den låga inflationen och de fallande inflationsförväntningarna i Sverige. Sverige är en liten, öppen ekonomi och starkt beroende inte bara av tillväxt och inflation globalt utan även av penningpolitiken i omvärlden. ECB:s låga styrränta och omfattande tillgångsköp under 2014–2017 påverkade därför Sverige och Riksbankens penningpolitik.

Under 2015 sänkte Riksbanken reporäntan för första gången under noll och beslutade också att börja köpa statsobligationer för att penningpolitiken skulle bli ännu mer expansiv och få ett bredare genomslag. Riksbanken sänkte därefter gradvis reporäntan till –0,50 procent. Vid slutet av 2018 bedöms de totala köpen av statsobligationer uppgå till cirka 350 miljarder kronor, om man inte räknar in återinvesteringar.

7 Det internationella finansiella regelverket stärks

Den globala finanskrisen tydliggjorde att den finansiella regleringen och tillsynen hade allvarliga brister. Efter avregleringar och finansiella innovationer på 1980- och 1990-talen hade den finansiella sektorn vuxit sig för stor och komplicerad för att kunna överblickas effektivt med de strukturer som då fanns. Krisens globala omfattning gjorde det uppenbart att det behövdes delvis nya institutioner för att få grepp om det invecklade systemet och en infrastruktur för att samordna myndigheternas åtgärder över gränserna. Det stod också klart att myndigheternas verktygslåda behövde kompletteras med nya redskap, både för att motverka att systemriskerna byggdes upp och för att hantera finansiella problem i stora och komplexa banker.

Dessa insikter utlöste ett omfattande globalt arbete med att stärka regleringen och tillsynen av finansiella marknader. Detta globalt koordinerade reformarbete inleddes 2009, när G20-ländernas ledare träffades i Pittsburgh. Där enades man bland annat om att Financial Stability Board (FSB) skulle ta sig an problemet med banker som är ”too big to fail”.⁹ Ur detta arbete kom bland annat riktlinjer för hur globalt systemviktiga problembanker skulle kunna hanteras effektivare (se FSB 2011). Tanken med ramverket var att kunna avveckla eller rekonstruera en bank på ett sätt som gjorde det möjligt att upprätthålla samhällsviktiga funktioner utan att skattebetalarna skulle behöva stå för eventuella förluster. Baserat på dessa riktlinjer antog EU 2014 det så kallade Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD). BRRD införlivades med svensk rätt i februari 2016, och i samband med det utnämndes Riksgälden till resolutionsmyndighet för svenska banker. Därmed kom även ”resolution” att introduceras som ett begrepp i svensk rätt för att beteckna hanteringen av banker i kris.

⁸ Den tyska författningsdomstolen meddelade i augusti 2017 att den anser att det finns tydliga indikationer på att ECB:s program för obligationsköp strider mot förbudet mot monetär finansiering och har därför hänfört ärendet till EU-domstolen för prövning, se Tysklands förbundsförfattningsdomstol (2017).

⁹ Financial Stability Board (FSB) är en internationell organisation som övervakar och ger rekommendationer rörande det globala finansiella systemet. FSB:s medlemmar består av representanter från de stora G20-länderna och internationella organisationer som BIS, ECB, EU-kommissionen, IMF, OECD och Världsbanken. FSB har sitt säte i Basel.

Efter krisen inleddes också ett intensivt arbete för att täppa igen luckor i det finansiella tillsynsregelverket. I Baselkommittén för banktillsyn togs ett antal initiativ inom ramen för vad som kom att kallas "Basel III" (se Niemeyer 2016). Detta handlade framför allt om att stärka bankernas motståndskraft mot störningar genom att dels ställa högre krav på bankernas kapital, både på kvantitet och kvalitet, dels skärpa kraven på hur bankerna hanterade likviditetsrisker. Bland annat infördes krav på att bankerna skulle hålla kapitalbuffertar utöver de grundläggande minimikraven. Dessutom skulle bankerna ha tillräckligt stora likviditetsreserver för att klara minst en månad av likviditetspåfrestningar. Baselkommitténs arbete leddes från 2011 av Stefan Ingves, som då tillträdde som dess ordförande.

Under den här perioden kom också ett nytt politikområde – makrotillsyn – att lanseras på bred front. I makrotillsynen skulle fokus ligga på riskerna i det finansiella systemet som helhet, och den utgjorde därmed ett komplement till den traditionella, mer snävt institutfokuserade tillsynen. Till makrotillsynens uppgifter hör bland annat att motverka de tendenser till "booms and busts" som ofta utmärker finanssektorn, det vill säga ett överdrivet risktagande i konjunkturuppgångar och ett destruktivt och självförstärkande flockbeteende i nedgångsfaser. Ett annat fokusområde för makrotillsynen är de ofta intrikata kopplingar som uppstår mellan olika finansiella aktörer och som bidrar till att problem kan fortplantas snabbt inom det finansiella systemet.

I slutet av augusti 2013 meddelade den dåvarande finansmarknadsministern Peter Norman att regeringen avsåg att låta Finansinspektionen ansvara för makrotillsynen i Sverige och att ett finansiellt stabilitetsråd skulle inrättas i vilket finansmarknadsministern och cheferna för Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden skulle ingå. Regeringens förslag gick i många avseenden emot den fördelning av ansvaret för den finansiella stabiliteten som Riksbanken hade förespråkade i sitt remissyttrande över Finanskriskommitténs delbetänkande (se Sveriges riksbank 2013).

Efter krisen bildades också nya myndigheter inom EU. I januari 2011 bildades den Europeiska systemrisknämnden (European Systemic Risk Board, ESRB) med uppgift att övervaka uppbyggnaden av systemrisk i EU och varna unionens medlemsländer vid behov. ESRB kom också att spela en viktig roll för att utveckla verktyglådan för makrotillsyn, ett arbete där ESRB:s Advisory Technical Committee (ATC) var en drivande kraft. I ATC, som kom att ledas av Stefan Ingves, utvecklades bland annat ESRB:s handbok för makrotillsyn, som ger vägledning för hur olika makrotillsynsverktygen ska användas, till exempel kontracykliska kapitalbuffertar, värdebaserade respektive inkomstbaserade lånetak (LTV och LTI) och sektorsvisa kapitalkrav med flera.¹⁰

Den mest genomgripande institutionella förändringen inom EU i krisens spår var dock utan tvekan att den Europeiska bankunionen skapades. Bankunionen innebar att ansvaret för banktillsyn överfördes från nationell nivå till EU-nivå. Bankunionen omfattar hela euroområdet och de övriga medlemsstater som väljer att ansluta sig. Arrangemanget baseras på EU:s gemensamma regelverk och omfattar för närvarande både en gemensam tillsynsmekanism (SSM) och en gemensam resolutionsmekanism (SRM). Det innebär bland annat att Europeiska centralbanken (ECB) tagit över tillsynsansvaret och att en gemensam resolutionsmyndighet, Single Resolution Board (SRB), tagit över krishanteringsansvaret för banker i de anslutna länderna. Tanken är att Bankunionen på sikt även ska omfatta ett gemensamt insättningsgarantisystem. Frågan om en gemensam insättningsgaranti, som är tänkt att med tiden finansieras gemensamt av Bankunionens länder, är dock ytterst kontroversiell och är långt ifrån avgjord inom EU. Särskilt i Tyskland och andra nordeuropeiska länder är man orolig över att tvingas betala oproportionerligt stora summor för att rädda insättare i andra länder (se Reuters 2016).

10 För en utförligare lista över och beskrivning av makrotillsynsverktygen, se exempelvis ESRB (2014).

När Bankunionen skapades valde Sverige att tills vidare ställa sig utanför. Ett skäl till det var osäkerheten om vilka förpliktelser det skulle innebära att delta och hur man skulle fördela de förluster som skulle kunna uppstå i europeiska krisbanker (se till exempel Dagens Nyheter 2012). Ett annat viktigt skäl var det bristande inflytande som Sverige skulle få över tillsynen av sina gränsöverskridande banker, eftersom Sverige inte är ett euroland.

Även IMF:s arbete och roll påverkades av den globala finanskrisen. I spåren av Lehman Brothers konkurs tvingades flera länder i euroområdet att vända sig till IMF för att söka finansiellt stöd. IMF utökade sin utlåningskapacitet med cirka 500 miljarder amerikanska dollar genom tillfälliga bilaterala lån från medlemsländerna. Sveriges riksdag beslutade att utöka sin beredskap att låna ut till IMF med 100 miljarder svenska kronor för att hjälpa till att dämpa effekterna av skuldkrisen i euroområdet.

Världens finansministrar och centralbankschefer enades under IMF:s årsmöte på hösten 2008 om en fempunktsplan för att återställa förtroendet på de finansiella marknaderna. Överenskommelsen gick i stort ut på att alla IMF:s medlemsländer skulle se till att de nationella insättargarantisystemen gjordes hållbara och konsistenta. Myndigheterna i alla länder skulle vidta nödvändiga åtgärder för att få igång andrahandsmarknaden för olika värdepapper. IMF skulle också ges en central roll i att samordna den fortsatta processen för att återupprätta förtroendet på de globala finansmarknaderna, dels genom att med lån hjälpa de länder som hade betalningsproblem, dels genom att fungera som plattform för diskussioner om vad som skulle göras för att undvika att liknande kriser skulle uppstå i framtiden. IMF inrättade också en rad nya alternativ för att kunna bistå flera länder med lån. Finanskrisen stärkte IMF:s roll som det internationella finansiella systemets brandkår.

8 Tydlig global återhämtning först tio år efter krisen

Finanskrisen bidrog sammantaget till en djup och utdragen nedgång i världsekonomin. I USA och Sverige har BNP efter krisen växt betydligt snabbare än i euroområdet, som halkat efter som en följd av den europeiska skuldkrisen. I slutet av 2016 låg BNP-nivån i USA 16,5 procent över nivån i början av 2007. I Sverige hade BNP stigit med 14,1 procent under samma period, medan BNP i euroområdet endast var 4,8 procent högre i slutet av 2016 än i början av 2007.¹¹ Arbetslösheten i euroområdet steg också kraftigt, särskilt i krisländerna. Både åtgärderna och bristen på åtgärder bidrog till folkligt missnöje och ett instabilt politiskt läge i flera euroländer. Under 2017 noterades dock en del positiva konjunktursignaler i euroområdet även om obalanserna hade minskat långsamt.

Långt efter den akuta finanskrisen var ränteläget i många utvecklade länder kvar på mycket låga nivåer. En av förklaringarna till de historiskt sett mycket låga styrräntorna var att de globala realräntorna trendmässigt hade gått ner. Den globala realräntan hade fallit med drygt 4 procentenheter sedan slutet av 1980-talet till strax under 1 procent 2016, bland annat till följd av strukturella förändringar i ekonomin i flera länder.¹² Realräntorna har även tidigare i historien varit på mycket låga nivåer och sedan återgått till mer normala nivåer (se även Hansson m.fl. 2018 och Rachel och Smith 2015). Det fanns dock en betydande osäkerhet om hur länge den globala realräntan skulle fortsätta vara så låg.

Världsekonomin har ändå under 2017 och större delen av 2018 varit i en återhämtningsfas. Framåtblickande indikatorer har stärkts under en period och de offentliga finanserna i euroområdet har förbättrats. Kombinationen av politisk osäkerhet och kvarstående finansiella obalanser bidrar dock till fortsatta risker i Europa, som kan hämma återhämtningen. Det

11 Mätt med BNP per invånare var återhämtningen efter krisen ännu mer långsam. BNP per invånare mellan 2007 och 2016 ökade med 4,4 procent i USA, 5 procent i Sverige men endast omkring 0,5 procent i euroområdet, se Ingves (2017).

12 Det finns flera tänkbara förklaringar till den fallande trenden för den globala realräntan. Till de viktigaste hör att sparandet har ökat till följd av längre livslängd och åldrande befolkning, minskad innovationskraft och lägre tillväxt samt högre efterfrågan på säkra tillgångar. Se Ingves (2017) för en genomgång olika möjliga orsaker.

finns till exempel fortfarande risker för att vissa euroländer inte ska efterleva de regler som gäller för makrotillsynspolitik och finanspolitik. Till bilden hör även att det saknats strukturella reformer i flera euroländer för att höja den potentiella tillväxttakten. Konsekvenserna av Storbritanniens beslut att lämna EU bidrar också till politisk och ekonomisk osäkerhet. I USA har den nya administrationen efter presidentvalet 2016 bedrivit en politik som begränsar handeln och om ett handelskrig skulle trappas upp finns det en risk att den globala tillväxten dämpas påtagligt.

I Sverige har penningpolitiken dock haft ett tydligt genomslag på ekonomin. Sedan början av 2014 har inflationen stigit, liksom de långsiktiga inflationsförväntningarna som ökat till omkring 2 procent. Under andra halvan av 2018 har KPIF-inflationen legat över 2 procent. Konjunkturen i Sverige är också stark och arbetslösheten har fallit tillbaka. Penningpolitiken har bidragit till denna positiva utveckling.

9 Slutsatser

Åren 2006–2017 blev dramatiska, såväl i Sverige som globalt, och präglades i stor utsträckning av den globala finanskris som bröt ut 2008. Tillsammans med den fortsatta globaliseringen och tekniska utvecklingen bidrog finanskrisen till att en rad genomgripande förändringar gjordes på de ekonomiska, finansiella och politiska områdena, både här hemma och i världen i stort. Inte minst gav den upphov till en rad existentiella frågor, där bland annat centralbankernas legitimitet och uppgifter kom att diskuteras ingående och på bred front.

Erfarenheterna från finanskrisen väckte bland annat viktiga frågor om vilka mandat och verktyg centralbankerna bör ha. Före krisen ansåg många centralbanksekonomer att penningpolitiken inte borde ha som uttryckligt mål att motverka uppbyggnaden av finansiella obalanser. Det ansågs vara lämpligare att använda penningpolitiken till att "städa upp" efter att en finanskris hade inträffat. Men efter det minst sagt omfattande städningsarbete som blev nödvändigt efter den globala finanskrisen – och som tio år efter krisens utbrott alltjämt pågår i vissa länder – har vissa ekonomer argumenterat för att penningpolitiken vid sidan av inflationsmålet borde ha en tydligare uppgift att motverka obalanser och risker liknande de som byggdes upp före krisens utbrott. Ett motiv till att på detta sätt förtydliga penningpolitikens uppgift kan sägas vara att den penningpolitiska transmissionsmekanismen, som bygger på att centralbankens räntebeslut får genomslag i hur bankerna sätter sina räntor för hushåll och företag, förutsätter ett stabilt finansiellt system.

Andra ekonomer har snarare lyft fram att det behövs ett nytt politikområde – *makrotillsyn*. Den globala finanskrisen ansågs inte bara bero på brister i hur penningpolitiken tillämpats, utan somliga såg den snarare som ett misslyckande för den traditionella finanstillsynen, som genom att alltför närsynt fokusera på utvecklingen i enskilda institut samtidigt som den väsentligen blundade för de finansiella bubblor som blåstes upp runt om i världen. Den befintliga finanstillsynen saknade till stor del både kunskaperna och mandatet att anta ett sådant fågelperspektiv. Enligt många bedömare behövdes det därför ett komplement till den myopiska "mikrotillsynen" – en "makrotillsyn" – med uppgift att övervaka och motverka risker i systemet som helhet. Makrotillsynen skulle också kunna tilldelas mer *riktade* verktyg för att motverka att risker byggdes upp i specifika sektorer än exempelvis centralbankernas tämligen trubbiga räntevapen. Som exempel på sådana riktade verktyg kan nämnas bolånetak och amorteringskrav, som kan riktas in på att motverka risker specifikt på bolåne marknaden. Med makrotillsynen på plats borde penningpolitiken, enligt vissa ekonomer, kunna fortsätta att i första hand stabilisera inflationen och realekonomin.

Efter krisen kom politikområdet makrotillsyn att etableras på många håll runt om i världen, exempelvis i form av särskilda råd myndigheter emellan och som tillskott till centralbankers eller tillsynsmyndigheters befintliga mandat. I Sverige kom makrotillsynen att tilldelas Finansinspektionen, om än med ett aningen kringgärdat mandat. Även ett finansiellt

stabilitetsråd kom att inrättas där Finansdepartementet, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden deltar.

Krisen visade också att de finansiella marknaderna blivit globala och gränsöverskridande i mycket större omfattning än tidigare. Reglering, tillsyn, analys och inte minst samarbetet på global och mellanstatlig nivå behövde därför stärkas väsentligt (se vidare i Johansson m.fl. 2018).

Krisen innebar att ett omfattande arbete påbörjades på många olika områden i skärningspunkten mellan exempelvis makroekonomi och finans, både bland centralbanker och akademiska forskare. Detta arbete bedöms fortsätta under lång tid framöver. Även på politisk nivå pågår en diskussion om centralbankens roll i allmänhet och penningpolitikens roll i synnerhet. Den svenska regeringen tillsatte till exempel i slutet av 2016 en parlamentarisk kommitté med uppdrag att göra en översyn av det penningpolitiska ramverket och lagen om Sveriges riksbank (se Finansdepartementet 2016).

Som vi konstaterat fick centralbankerna i allmänhet bära en stor börda för att stabilisera ekonomierna efter finanskrisen. Centralbankernas unika förmåga att snabbt skapa stora mängder likvida medel ger dem en särställning som "lender of last resort", det vill säga den som kan hjälpa banker i tillfälliga likviditetsproblem för att därigenom undvika ödesdigra dominoeffekter i det finansiella systemet. Stabiliteten i det finansiella systemet har stor betydelse för såväl centralbankens roll som "lender of last resort" som dess uppgifter att dels främja ett säkert och effektivt betalningsväsende, dels genomföra penningpolitiken på ett effektivt sätt. I praktiken innebär det att centralbanker även i framtiden behöver följa utvecklingen i det finansiella systemet nära och bemöta tendenser till riskupbyggnad i systemet med de medel som står dem till buds.

Referenser

- Apel, Mikael, Eric Frohm, Jyry Hokkanen, Christina Nyman och Stefan Palmqvist (2014), "Resultat från en enkät om företagens prissättning", *Ekonomiska kommentarer*, nr 4, Sveriges riksbank.
- Blinder, Alan (2013), *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*, The Penguin Press: New York.
- Dagens Nyheter (2012), "Borg högst tveksam till bankunionen", artikel 14 september 2012.
- ECB (2015), "ECB Governing Council takes note of ruling on OMT", pressmeddelande, 18 juni, European Central Bank.
- Elmér, Heidi, Gabriela Guibourg, David Kjellberg och Marianne Nessén (2012), "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen: utvärdering och lärdomar", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 8–30, Sveriges riksbank.
- ESRB (2014), "The ESRB handbook on operationalising macro-prudential policy in the banking sector", European Systemic Risk Board.
- Finansdepartementet (2016), "Översyn av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen", direktiv nr 114, Sveriges regering.
- FSB (2011) "Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions", oktober, tillgänglig på www.fsb.org.
- Gunnarsdóttir, Gudrun och Maria Strömqvist (2010), "Penningmarknadsförfarandena och den finansiella stabiliteten", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 19–45, Sveriges riksbank.
- Hansson, Jesper, Marianne Nessén och Anders Vredin (2018), "Stormen efter lugnet – lärdomar för den penningpolitiska analysen", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 66–85, Sveriges riksbank.
- IMF (1997), "IMF concludes article IV consultation with Sweden", pressmeddelande nr 24, 2 september, Internationella valutafonden.
- Ingves, Stefan (2015), "Bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning ur ett centralbanksperspektiv", tal vid Studieförbundet Näringsliv och Samhälle, World Trade Center Stockholm, 20 november, Sveriges riksbank.
- Ingves, Stefan (2017), "Penningpolitiska utmaningar: att väga idag mot i morgon", tal vid National-ekonomiska föreningen, Handelshögskolan i Stockholm, 16 maj, Sveriges riksbank.
- Ingves, Stefan och Göran Lind (2008), "Stockholm Solutions", *Finance and Development*, vol. 45, nr 4, Internationella valutafonden.
- Ingves, Stefan och Johan Molin (2009), "The monetary policy landscape in a financial crisis", *Sveriges Riksbank Economic Review*, nr 2, s. 86–109, Sveriges riksbank.
- Jansson, Per (2014), "Svensk penningpolitik efter finanskrisen: myter och fakta", tal vid SvD Bank Summit, Stockholm, 3 december, Sveriges riksbank.
- Johansson, Martin W., Johan Molin, Jonas Niemeyer och Christina Nordh Berntsson (2018), "Riksbankens arbete med finansiell stabilitet – före, under och efter den globala finanskrisen", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 46–65, Sveriges riksbank.
- Niemeyer, Jonas (2016), "Basel III: vad och varför?", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 57–89, Sveriges riksbank.
- Rachel, Lukasz och Thomas Smith (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper nr 571, Bank of England.
- Reuters (2016), "EU considers alternatives to common bank deposit insurance", artikel 27 maj 2016.
- Sveriges riksbank (2006), *Finansiell stabilitet*, nr 1, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank (2008), "Riksbanken beviljar lån till Lettlands centralbank", pressmeddelande 16 december 2008.

Sveriges riksbank (2009a), "Riksbanken ingår avtal med Estlands centralbank", pressmeddelande 27 februari 2009.

Sveriges riksbank (2009b), Årsredovisning 2008, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2009c), "Riksbanken utökar antalet motparter", pressmeddelande 3 april 2009.

Sveriges riksbank (2010), "Reporäntan höjs med 0,25 procentenheter till 1,25 procent", pressmeddelande 15 december 2010.

Sveriges riksbank (2013), "Remissyttrande om betänkandet Att förebygga och hantera finansiella kriser (SOU 2013:6)", tillgänglig på www.riksbank.se.

Sveriges riksbank (2015), Årsredovisning 2014, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2016), Riksbankens företagsundersökning: Låga prisökningar trots god konjunktur, maj, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2015), Årsredovisning för Sveriges riksbank 2014, mars 2015.

Tysklands förbunds författningsdomstol (2017), "Proceedings on the European Central bank's expanded asset purchase programme are stayed: referral to the Court of Justice of the European Union", pressmeddelande nr 70, 15 augusti, Tysklands förbunds författningsdomstol (*Bundesverfassungsgericht*).