

Reflektioner kring finanskrisen och tiden därefter

Stefan Ingves*

Författaren är riksbankschef och ordförande i Sveriges riksbanks direktion

I denna artikel reflekterar riksbankschef Stefan Ingves över finanskrisen och erfarenheterna under det decennium som förflutit sedan dess. Mot bakgrund av olika händelser beskrivs upptakten till krisen, hur insikterna om allvaret i situationen gradvis växte fram och hur läget blev akut på hösten 2008 då den svenska ekonomin drabbades på allvar och Riksbankens krishantering startade. Ett av syftena med skildringen är att ge en inblick i svårigheterna som beslutsfattandet i krisepisoder är förknippat med och att betona vikten av att vara förberedd.

1 Med krisen i backspegeln

Den 15 september i år var det exakt tio år sedan investmentbanken Lehman Brothers lämnade in sin konkursansökan och förtroendet för det finansiella systemet försvann. Det är naturligt att en sådan årsdag uppmärksammas och det är lätt att få intrycket att detta var startpunkten för den finanskris som drabbade den globala ekonomin i slutet av 00-talet. Men problemen i finanssektorn hade byggts upp under en lång period och precis som vid vulkanutbrott fanns det tecken på att något allvarligt var på gång långt innan Lehmans konkurs, även om det var svårt att säga när, var och hur utbrottet skulle ske.

Det hela var heller inte över i och med att den mest akuta krishanteringen var avklarad och förtroendet på finansmarknaderna började återställas. På många sätt kämpar centralbankerna fortfarande med efterdyningarna av krisen, när det gäller både stabilitetsarbetet och penningpolitiken, och det är viktigt att uppmärksamma att krisen i praktiken var en process med en uppbyggnad och en kulmen som sedan följdes av ett långt efterspel. Detta jubileumsnummer av Penning- och valutapolitik innehåller fyra artiklar som, utifrån olika perspektiv, beskriver den processen på ett bra sätt.

En inledande artikel av Claes Berg, Pernilla Meyersson och Johan Molin, alla med lång erfarenhet av policyarbete, går igenom den ekonomiska utvecklingen under finanskrisen, den djupa lågkonjunkturen som följde och konjunkturuppgången med låg inflation som vi upplevt de senaste åren, se Berg m.fl. (2018). Riksbankens nuvarande och tidigare kommunikationschef, Ann-Leena Mikiver och Pernilla Meyersson, beskriver därefter de utmaningar som kommunikationen om Riksbankens stabilitetsarbete och penningpolitik har ställts inför under och efter krisen, se Meyersson och Mikiver (2018). Martin W Johansson, Johan Molin, Jonas Niemeyer och Christina Nordh Berntsson har varit djupt involverade i Riksbankens arbete med finansiell stabilitet före, under och efter finanskrisen och deras artikel beskriver hur arbetet har förändrats mellan dessa perioder, se Johansson m.fl. (2018). Slutligen sammanfattar den nuvarande och två tidigare chefer för Riksbankens avdelning för penningpolitik, Jesper Hansson, Marianne Nessén och Anders Vredin, de penningpolitiska erfarenheterna under och efter finanskrisen och lyfter fram kritiska områden som behöver utvecklas i den penningpolitiska analysen, se Hansson m.fl. (2018).

* Artikeln bygger på en presentation på ett seminarium där de övriga artiklarna i detta nummer av Penning- och valutapolitik presenterades för Riksbankens personal. Tack till Björn Andersson för hjälp med bearbetningen av presentationen. Tack också till Frida Fallan, Jesper Lindé, Pernilla Meyersson, Marianne Nessén, Anders Vredin och Dilan Ölcer för synpunkter och hjälp med arbetet kring artikeln. De åsikter som uttrycks i denna artikel är författarens egna och ska inte nödvändigtvis uppfattas som ståndpunkterna hos övriga ledamöter i Riksbankens direktion.

Det som naturligtvis är svårt i redogörelser av den här typen är att fånga stämningsslagen och den allmänna ekonomiska oreda som präglar krisepisoder, likaså den vända som beslutsfattande under sådana omständigheter kan vara förknippad med. Då man tio år senare försöker dra slutsatser och förklara hur det kom sig att vi faktiskt lyckades landa på fötterna finns det en risk att berättelsen får ett stort mått av rekonstruerad logik där sambanden ser tydligare ut och besluten verkar klokare än de uppfattades som då det hela begav sig. Det är därför upp till de som var med att, så gott det går, ge en bild av de resonemang, förningar och ibland snabba bedömningar som låg bakom besluten så att det också finns en berättelse som ger en inblick i den logik som faktiskt praktiserades. Om man, som i mitt fall, varit med om besvärliga förlopp tidigare börjar man ana att saker och ting kan gå över styr och det ger en gradvis stigande beredskap att agera.

Som Meyersson och Mikiver noterar i sin artikel var en av de viktigaste händelserna under finanskrisen, ur Riksbankens perspektiv, publiceringen av pressmeddelandet i oktober 2008 som i praktiken innebar att vi garanterade att förse banksystemet med all likviditet som krävdes för att det skulle fortsätta fungera. Ett sådant pressmeddelande kommer naturligtvis inte från ingenstans, utan det är resultatet av en process där insikten gradvis växer fram om att, ja, det här är något vi kanske måste göra. Jag ska inte redogöra för alla händelser som ledde fram till pressmeddelandet och alla beslut vi fattade med anledning av det – en bra sammanfattning finns i artikeln av Berg, Meyersson och Molin – men jag vill ändå ge några exempel på sådant som bidrog till att forma min bild av hur läget gradvis blev allt värre i slutet av 00-talet.¹ Jag tänkte också kort kommentera utvecklingen efter 2010 och avslutningsvis göra några reflektioner kring erfarenheterna och kring krishantering generellt.

2 Vägen mot ett pressmeddelande

2.1 Så var det dags igen

För det är ju så att finansiella kriser, både akuthantering och förebyggande insatser, på ett eller annat sätt har varit en stor del av mitt yrkesliv ända sedan jag kom gående i korridoren på finansdepartementet och fick ansvaret för det som populärt kallades för bankakuten under den svenska finanskrisen i början på 90-talet. Bankstödsnämnden, som var det officiella namnet, hade ansvaret för de stödåtgärder som staten då satte in för bankerna, ett ansvar som inkluderade att ta över och sälja av tillgångarna hos banker som fallerade. Finansmarknadsfrågor och finansiell stabilitet fortsatte sedan att vara i fokus för mig, först som vice riksbankschef och därefter som chef för avdelningen för monetära och finansiella system på Internationella valutafonden (IMF). Man kan ju därför tycka att det är ödets ironi att det är jag som kommer gående i en korridor som chef för Riksbanken då en ny finansiell kris bryter ut, inte ens två decennier efter att jag drogs in i hanteringen av den förra.

Samtidigt ska man inte dra för stora växlar på sådana sammanträffanden. Sverige är ett litet land och antalet personer med kunskaper om teknikaliteterna i det finansiella systemet och i bankverksamhet är begränsat av naturliga skäl. Det är därför inte konstigt att många av personerna med nyckelpositioner både bland myndigheter och i banker under den senaste finanskrisen också hade erfarenheter från den svenska 90-talskrisen och kände varandra sedan den tiden. Faktum är att det i många fall underlättade arbetet under den senaste finanskrisen betydligt eftersom det fanns något av ett gemensamt minne om hur det fungerade förra gången. Ofta fanns det därför en ganska snabbt framväxande konsensus om vilka beslut som behövde fattas och av vem. Det bidrog till att Sverige på ett lyckosamt sätt

¹ Se också Molin (2010) och Elmér m.fl. (2012) för mer detaljer om de stabilitetsskapande och penningpolitiska åtgärder som Riksbanken vidtog under krisen.

klarade sig igenom finanskrisen, trots att förutsättningarna för att lyckas var långt från goda med tanke på hur den institutionella strukturen och de juridiska ramarna såg ut.²

2.2 Sverige okej i utgångsläget, men med oroande brister i regelverket

Även om det finns en del likheter – inte bara då det gäller delar av persongalleriet – mellan den svenska 90-talskrisen och finanskrisen på 00-talet är en viktig skillnad att utgångsläget då var helt annorlunda.³ Ett enkelt sätt att uttrycka det på är att Sverige inte var okej under 90-talskrisen, medan resten av världen var det. Det, tillsammans med de reformer av det ekonomisk-politiska ramverket som vidtogs, var en av de grundläggande förklaringarna till att svensk ekonomi kom på fötter igen. Under 00-talets kris var däremot Sverige okej, medan resten av världen inte var det. Utgångsläget var på så vis betydligt bättre ur ett svenskt perspektiv på 00-talet, även om vi naturligtvis påverkades mycket av omvärldens problem. Medan 90-talskrisen kom att handla om insolvens i banksystemet här hemma så handlade 00-talets kris om insolvens i banksystemen i Baltikum, på Island, i Irland, Spanien, USA och många andra ställen utom Sverige. För vår del blev krisen i allt väsentligt en fråga om brist på likviditet i det finansiella systemet.

I vid mening var alltså det svenska utgångsläget relativt bra då finanskrisen startade. Men ett uppenbart problem var att vi saknade ett adekvat finansiellt regelverk, till exempel när det gällde hanteringen av finansiella institut med problem. Under 90-talskrisen hade det med blixstens hastighet skapats ett regelverk som bland annat inkluderade en allmän bankgaranti som skyddade bankernas fordringsägare och regler som gjorde det möjligt att hantera och rekonstruera krisande banker. Det regelverket hade solnedgångsklausuler som gjorde att lagarna bara gällde temporärt och de försvann i mitten på 90-talet. När det började bli problem i bankerna mot slutet av 00-talet fanns det därför inte mycket kvar att luta sig mot för att hantera problemen. Det som fanns var i princip den allmänna konkurslagstiftningen, som inte lämpar sig för hantering av banker, och ett system för insättningsgaranti från 1996, som i praktiken inte var funktionellt.⁴

Detta hade visat sig med all önskvärd tydlighet i hanteringen av Custodia, ett kreditmarknadsbolag som fick sitt tillstånd att bedriva finansieringsrörelse återkallat av Finansinspektionen i januari 2006.⁵ Genom att begära så kallad inhibition – vilket innebar att återkallelsen tillfälligt hävdades – och överklaga beslutet i domstol i två omgångar kunde Custodia fortsätta att bedriva sin verksamhet ett antal månader tills bolaget till slut försattes i konkurs i augusti samma år. I samband med Finansinspektionens beslut hade bolaget frusit utbetalningarna då man inte klarade av att hantera anstormningen av sparare och andra fordringsägare. Många inriktade sig därför på att få ersättning via den statliga insättningsgarantin, men regelverket för denna var sådant att handläggningen inte kunde starta förrän bolaget var försatt i konkurs. Det gjorde att de första utbetalningarna av garantiersättningar dröjde till oktober, det vill säga nio månader efter det att Finansinspektionens beslutat att återkalla bolagets tillstånd.

För min del var det en viktig bakgrund mot vilken senare händelser under finanskrisen rullades upp. Custodia-episoden, som alltså utspelade sig under 2006, fick naturligtvis en hel del uppmärksamhet medan den pågick. Men jag misstänker att vi inte var fler än en handfull personer i september 2007 som reflekterade över den episoden och vad den sa om Sveriges beredskap, samtidigt som tv-nyheterna visade bilder på långa köer av sparare som ville ta ut sina pengar från den brittiska banken Northern Rock. Det var uppenbart inte läge

2 Se Goodhart och Rochet (2011). Dessa brister var ett av skälen till Riksbankens framställning till riksdagen om en översyn av det finansiella regelverket, se Sveriges riksbank (2010).

3 Molin och Ingves (2008) går in närmare på likheterna mellan 90-talskrisen i Sverige och finanskrisen på 00-talet.

4 Ett lagförslag om en ny ordning för hantering av banker i kris hade lagts fram år 2000 av den så kallade Banklagskommittén, men kommitténs förslag hade inte följts upp med ny lagstiftning.

5 Detaljerna om fallet Custodia finns i Sveriges riksbank (2006).

för ett storskaligt test av den svenska insättningsgarantin givet det regelverk vi hade. Man ska komma ihåg att Custodia var ett relativt litet kreditbolag med cirka 1300 insättare. Det var illa nog att så många personers privatekonomi påverkades i nio månader. Om problem hade uppstått i ett större finansinstitut med hundratusentals sparare skulle sannolikt en fördröjning av ersättningen från insättningsgarantin på flera månader – eller kanske bara på någon vecka – ha skapat stor osäkerhet och stramat åt likviditeten på ett sätt som hade känts i hela ekonomin.

2.3 Insikten om allvaret växer fram

Från 2006 och framåt börjar sedan insikten om allvaret växa fram i takt med allt mer oroande signaler från omvärlden. Som Berg, Meyersson och Molin beskriver i sin artikel fortplantades oron på de finansiella marknaderna från USA vidare till Europa där finansieringsproblemen för bankerna började bli påtagliga. Under sommaren 2007 valde flera europeiska banker att avstå från att låna ut sina likviditetsöverskott på interbankmarknaden och placerade dem i stället hos centralbankerna, vilket gjorde att de kortaste interbankkräntorna sköt i höjden. I början av augusti stängde plötsligt den franska banken BNP Paribas tre av sina fonder på grund av, som man sa, den totala bristen på likviditet på marknaden. Dagen efter gjorde flera centralbanker en stor koordinerad insats för att på olika sätt öka likviditeten.

Riksbanken deltog inte i insatsen eftersom situationen vid den tidpunkten inte var lika bekymmersam för de svenska bankerna. Men vi följde naturligtvis noga vad som hände via vårt deltagande i kommittéer på Bank of International Settlements (BIS), vårt övriga internationella arbete och vårt internationella kontaktnät. Även om det just då inte gick att säga om, och i så fall hur, Sverige skulle påverkas så började man få en känsla av att något fundamentalt var fel och att problemen på finansmarknaderna nog var allvarligare än vad många kanske hoppades. Det var egentligen den känslan, snarare än något konkret problem som behövde åtgärdas, som gjorde att jag den hösten tog upp möjligheten att få till stånd ett så kallat swapavtal i euro med den europeiska centralbanken, ECB.⁶ Avtalet som Riksbanken och ECB sedan ingick var ett av få som ECB gjorde med andra centralbanker och inledningsvis hemlighölls det på ömse håll. Avtalet innebar att Riksbanken hade möjlighet att låna upp till 10 miljarder euro i utbyte mot svenska kronor. Det var bra att ha den möjligheten i ryggen när vi senare lånade ut euro till centralbankerna på Island och i Lettland då läget blev akut 2008.

Men, som sagt, på hösten 2007 fanns det inga akuta problem för de svenska bankerna. Det som dock började bli allt mer oroande var utvecklingen i de baltiska länderna där svenska banker dominerade kreditmarknaderna, och för ett par av bankerna var den totala utlåningen och resultaten allt mer beroende av verksamheten i Baltikum. En stark ekonomisk tillväxt, underblåst av en snabb kreditexpansion, hade bidragit till att överhettat de baltiska ekonomierna och skapa stora obalanser. Riskerna ökade för att en kommande konjunkturredgång skulle bli kraftig, vilket också skulle kunna påverka svenska banker märkbart. Med facit i hand vet vi att den globala finanskrisen var den utlösande faktorn och att nedgången i de baltiska ekonomierna blev mycket snabb och kraftig. Den ekonomiska åtstramning som invånarna i länderna därefter levde under för att kunna vända på utvecklingen var omfattande.⁷

Om jag får vara uppriktig så tycker jag inte vi kan stänga böckerna helt när det gäller finanskrisen förrän vi tagit oss en allvarlig funderare på vilket ansvar Sverige och svenska banker hade för oredan i de baltiska ekonomierna under 00-talet. Naturligtvis faller det tyngsta ansvaret på länderna själva och den ekonomiska politiken som bland annat aktivt uppmuntrade bankerna att hålla den snabba kreditillväxten uppe. Men det var tydligt att

6 Ett swapavtal om valuta är en överenskommelse om att köpa, respektive sälja en valuta till dagens kurs för att sedan sälja, respektive köpa tillbaka samma valuta vid ett bestämt tillfälle i framtiden till en given kurs.

7 Mer om detaljerna kring utvecklingen i Baltikum, de svenska bankernas verksamhet och Riksbankens åtgärder finns också i Ingves (2010).

intresset för återhållsamhet var minimalt också från bankernas sida. Och när det till slut blev uppenbart för alla att utvecklingen var ohållbar, och det även skickades signaler till Sverige att man behövde hjälp med att få grepp om situationen, hände ändå inte mycket. Så Sverige bär ett ansvar för oredan och många har undgått kritik. Det saknades en vilja och ett mod att fatta beslut när allt drog iväg – inställningen ”hit men inte längre” lyste med sin frånvaro.

Riksbanken varnade relativt tidigt för utvecklingen i de baltiska länderna och riskerna kopplade till den starka kredittillväxten. Även om formuleringarna nog var alltför försiktiga i början beskriver artikeln av Johansson, Molin, Niemeyer och Nordh Berntsson hur tonen gradvis skärptes i våra stabilitetsrapporter, framför allt från 2006 och framåt, då riskerna med utvecklingen för de svenska bankerna klarnade allt mer. Att Riksbanken började publicera särskilda stabilitetsrapporter berodde för övrigt på erfarenheterna från den svenska 90-talskrisen. Vår tanke var att om Riksbanken öppet berättar om sin syn på stabilitetsläget, en inte helt okontroversiell idé då vi startade, så bidrar det förhoppningsvis till att problemen får uppmärksamhet i tid så att vi inte hamnar i samma situation igen. Konceptet fyllde onekligen en nödvändig funktion, vilket inte minst bevisas av att liknande rapporter numera ges ut av ett stort antal länder och organisationer. Men, som det visade sig under 00-talet, det räcker inte att påtala risker för att undvika kriser – det behövs också mer handfasta medel att ta till.

Samtidigt som utvecklingen i de baltiska länderna blev allt mer oroande så började även de isländska problemen att bli påtagliga. På våren 2008 var det uppenbart att Islands ekonomi i princip var på väg att falla ihop under tyngden av problemen för de isländska bankerna, vars balansomslutningar vuxit till en storlek som var flera gånger större än Islands bruttonationalprodukt (BNP). Landet behövde stöd för att värna både den makroekonomiska och den finansiella stabiliteten. Vi sände egna spanare till Island som återkom med rapporter om att läget inte var under kontroll. Det ledde till ett frenetiskt arbete på svenska myndigheter och jag minns att det traditionella värmötet på IMF blev helt annorlunda tillställning än normalt för min del. I stället för att springa på formella möten som planerat satt vi som representerade Sverige från finansdepartementet och Riksbanken på det nordisk-baltiska kontoret på IMF och grävde ned oss i detaljerna kring den isländska finanssektorn. För Riksbankens del ledde det sedan till att vi tillsammans med centralbankskollegorna i Norge och Danmark ingick ett swapavtal i euro med Islands centralbank i mitten på maj. I sak var transaktionen inklusive isländska åtaganden ett IMF-program utan IMF.

Men läget för Island blev som bekant värre och ett annat tydligt minne jag har är från ett frukostmöte om Island i samband med årsmötet på BIS under sommaren 2008 då en stor del av världens centralbankschefer samlades. Vid frukosten i en liten krets i källaren på Hilton var stämningen så dålig att ingen hade aptit att äta någonting. Känslan att Island i ekonomisk mening var på väg över ett stup var grundmurad.

2.4 Läget blir akut

Sedan kom hösten, Lehman Brothers gick i konkurs i september och krisen gick in i ett akut skede som också kändes på allvar här hemma. Svenska banker började få allt svårare att finansiera sig långsiktigt. Osäkerheten som Lehmans konkurs hade skapat gjorde att investerare och banker höll i sina pengar. Efterfrågan på säkra placeringar ökade kraftigt samtidigt som man gjorde sig av med mer riskfyllda värdepapper. Många ville hålla statspapper, få ville sälja och i Sverige var utbudet litet redan i utgångsläget eftersom det inte fanns något större lånebehov från statens sida. Riksgälden hade dock ett åtagande att till en fast ränta låna ut statskuldväxlar på förfrågan från de banker som fungerade som återförsäljare av statspapper. Ett par dagar efter Lehman-kraschen blev marknaden helt beroende av denna möjlighet och trycket efter statskuldväxlar var då så högt att Riksgälden valde att upphöra med arrangementet, vilket i praktiken innebar att man stängde statspappersmarknaden. Det var givetvis ingen lösning på problemet och det var mycket angeläget att snabbt få igång marknaden igen.

Jag råkade vara på besök på ECB när telefonen började ringa och jag fick sedan tillbringa ett par intensiva timmar bakom en pelare vid ingången till köket där det fanns ett ledigt uttag så att jag kunde hålla mobilen igång medan överläggningar pågick. Lösningen blev att Riksgälden via extra auktioner ökade utbudet av statskuldväxlar på marknaden. Pengarna de fick in lånades sedan ut till bankerna i så kallade omvända repotransaktioner med bostadsobligationer som säkerhet, vilket samtidigt bidrog till att förbättra läget på den obligationsmarknaden.⁸

Det var utmärkt att Riksgälden kunde lösa det hela på det sättet. Men rollfördelningen blev onekligen bakvänd eftersom Riksgälden i det läget i praktiken tog över Riksbankens roll som den institution som snabbt kan tillföra pengar till det finansiella systemet, det som på engelska brukar kallas "lender of last resort". Riksbanken hade dock inte allt på plats för att kunna tillföra likviditet till bankerna med så kort varsel. Förberedelserna för sådana operationer hade pågått under en tid och de var i princip färdiga – bara några veckor senare började Riksbanken låna ut dollar och kronor till bankerna. Men just den dagen, just då, hade vi inte möjligheten och det var naturligtvis en mycket allvarlig läxa för Riksbanken.

I slutet av september fick Riksbanken ett swapavtal i dollar med den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, och vi började sedan, som sagt, låna ut dollar för att underlätta bankernas upplåning. I början av oktober inrättade vi också en första lånefacilitet om 60 miljarder svenska kronor för att öka tillgången på krediter med längre löptider.

Faktiskt samma dag som Riksbanken annonserade den lånefaciliteten fick vi ytterligare ett tecken på att problemen på finansmarknaderna på allvar påverkade Sverige. För min del kom det tecknet i form av en lapp som plötsligt dök upp på mitt bord där det stod att Riksbankens RIX-system stod still. RIX är knutpunkten i den svenska finansiella infrastrukturen och det centrala system genom vilket stora betalningar mellan bankerna klareras. I normala fall är det en process som är avklarad klockan 17 varje dag, men misstro mellan bankerna hade gjort att det inte hade fungerat den dagen. I grunden handlade det om bristen på likviditet som alla banker brottades med i allt större utsträckning. För att RIX skulle kunna stänga för dagen krävdes att banksystemet som helhet kommit i balans. Ett steg i den processen är att banker med överskott av likviditet i slutet av dagen lånar ut till de med underskott. Men som situationen såg ut upplevde vissa av bankerna med överskott av likviditet att andra utnyttjade systemet för att skaffa sig finansiering. Och den 2 oktober kände en av bankerna ett behov av att statuera exempel och vägrade helt enkelt att låna ut.

Det här hade kanske inte varit en så stor sak om det inte varit för det faktum att hela det finansiella systemet samtidigt var i gungning. Att i det läget meddela omvärlden att det svenska betalningssystemet stod still på grund av att svenska banker inte lånade sinsemellan skulle ha varit förödande för förtroendet för den svenska finansmarknaden och svenska banker – *alla* svenska banker. Det var därför oerhört angeläget att det här löstes, och löstes på ett sätt som *inte* involverade någon särskild utlåning från Riksbanken. Nu slumpade det sig så att de flesta av bankernas vd:ar var på Riksbanken i ett annat ärende då det här inträffade och vi kunde ta upp problemet direkt med dem. Jag kan väl säga att tonläget på den diskussionen och de överläggningar som sedan följde under kvällen speglade allvaret i situationen, för att uttrycka det diplomatiskt. Men efter ett par timmar var problemet löst. Den sena stängningen av RIX satte igång rykten om att betalningssystemet hade havererat och dagen därpå fick Riksbanken gå ut och förklara att så inte var fallet, utan att det handlat om "oklarheter och missförstånd" mellan bankerna som nu var lösta.

Den här episoden var en föraning om vad som komma skulle. Krisen på de internationella finansmarknaderna drabbade svenska banker och andra finansiella aktörer i allt större utsträckning och marknaderna för långsiktiga krediter fungerade allt sämre. Den 6 oktober

⁸ En repotransaktion (från engelskans repurchase agreement) är ett återköpsavtal som liknar ett kortfristigt lån där en part förbinder sig att sälja ett värdepapper till en motpart idag och samtidigt förbinder sig att köpa tillbaka värdepapperet till ett bestämt pris vid en viss tidpunkt i framtiden. Den part som lånar ut värdepapperet betalar en ränta som utgörs av skillnaden mellan priset vid sälj- respektive köptillfället. För den part som lånar värdepapperet beskrivs transaktionen som "omvänd".

beslutade vi därför att höja beloppet i den första lånefaciliteten i kronor till 100 miljarder och att genomföra ytterligare en auktion på 100 miljarder en vecka senare. I samband med detta publicerade vi också det pressmeddelande som jag nämnde ovan, där Riksbanken gjorde utfästelsen att vi stod beredda att tillföra den likviditet som behövdes i det svenska finansiella systemet för att värna den finansiella stabiliteten och säkra finansmarknadernas funktionssätt (se Sveriges riksbank 2008). Att leda arbetet med och att ansvara för en sådan utfästelse känns både i huvudet och maggropen!

Som jag har beskrivit var det alltså en lång väg fram till det pressmeddelandet. Vi insåg inte plötsligt att ett sådant behövdes och skrev ihop det på fem minuter, utan insikten att Riksbanken behövde gå ut och garantera likviditeten på det här sättet växte fram gradvis. Men när vi skickade ut pressmeddelandet så var det ändå med viss bävan, för vi skulle ju också stå för det. Och det var uppenbart att det var en balansakt som Riksbanken gav sig in på. För även om vi naturligtvis kunde skapa obegränsat med kronor så var valutareserven egentligen för liten – hade det blivit en stor rusning efter dollar och andra valutor så hade pengarna inte räckt till. Så var det bara. Men det var en risk vi fick ta. Sedan var det bara att förlita sig på att vår kommunikationsförmåga och åtgärderna som vi, Riksgälden, regeringen och Finansinspektionen satte in var tillräckliga för att vända det hela.

I slutet av 2008 kom nya åtgärder nästan varje dag. Övriga artiklar i det här numret beskriver Riksbankens insatser mer i detalj, så jag ska inte gå in på dem närmare här. Men det kan vara värt att säga några ord om de särskilda likviditetsstöd som Riksbanken gav Kaupthing Bank Sverige och Carnegie Investment Bank.

I bakgrunden fanns erfarenheterna från Custodia, som jag var inne på tidigare, och givet hur läget såg ut i oktober 2008 riskerade en betalningsinställelse i någon av bankerna att påverka förtroendet för hela det svenska finansiella systemet. Samtidigt är det viktigt att poängtera att det aldrig är lätt att fatta den typen av beslut – det handlar om att, ofta under tidspress, fatta beslut om lån på väldigt stora belopp och det går inte att på förhand säga vad som är rätt eller fel. Detaljerna kring de tillgångar som används som säkerheter för lånen kan dessutom vara svåra att reda ut. När det till exempel gäller Kaupthing Bank Sverige fick vi tag i de sista goda säkerheterna just innan det isländska moderbolaget gick i konkurs. I slutänden visade det sig att vi inte förlorade några pengar på vare sig Kaupthing eller Carnegie. Sammanräknat innebar faktiskt stödåtgärderna under krisen i form av låneprogram och likviditetsstöd en vinst för Riksbanken på uppskattningsvis ett par miljarder. Men poängen är att man aldrig säkert kan veta att det blir så när beslutet om stöd ska fattas.

En sista sak om krishanteringen som kopplar tillbaka till det jag nämnde tidigare om Baltikum. Mot slutet av 2008 fick Lettland stora bekymmer då kapital började flöda ur landet i snabb takt. Läget var osäkert och på finansmarknaderna fanns det en växande oro för att svenska banker skulle drabbas av utvecklingen i de baltiska länderna. Åren innan hade Riksbanken inga andra åtgärder att ta till än att kommunicera de risker vi såg med utvecklingen. Nu fanns det en risk att en kris i Lettland kunde få följder för det svenska banksystemet och något behövde göras för att stabilisera läget. Riksbankens bedömning var att det var mer motiverat att stärka Lettland och de övriga baltiska länderna, och därmed bankernas dotterbolag och filialer där, än att vänta tills moderbolagen i Sverige fick problem. Så med kort varsel slöt Riksbanken tillsammans med Danmarks Nationalbank ett swapavtal med Lettlands centralbank som gav banken möjligheten att låna upp till 500 miljoner euro. Ett par månader senare gav Riksbanken också ett lånelöfte till Estlands centralbank om valutastöd.

Det främsta syftet med avtalet med Lettland var att stödja landets valutareserv tills det fanns ett IMF-program på plats – något det svenska finansdepartementet arbetade hårt för att få till stånd – och utbetalningar från IMF och EU kunde nå Lettland. Avtalet med Lettland och det senare med Estland, som dock aldrig utnyttjades, stöttade naturligtvis de baltiska länderna i den besvärliga situation som de befann sig i. Utan att gå in på några detaljer kan

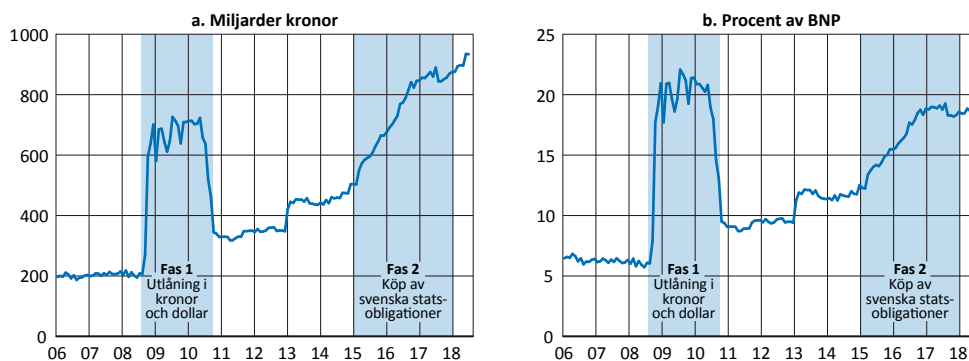
jag konstatera att diskussionerna med våra motparter var raka och hårdhänta. Samtidigt ska man inte hymla med att det ytterst handlade om att upprätthålla den finansiella stabiliteten på hemmaplan.

3 Från 700 miljarder till 700 miljarder – och ännu mer

Ett sätt att illustrera krishantering och den aktivitet som rådde 2008/09 är via mängden pressmeddelanden som Riksbanken publicerade. Mellan september och december 2008 skickade Riksbanken ut nära tre pressmeddelanden i veckan i genomsnitt, att jämföra med ett i veckan åren innan krisen. Och under 2009 publicerade vi sammanlagt 108 pressmeddelanden – fler än vad som publicerades 2006 och 2007 sammanlagt. Som Meyersson och Mikiver beskriver i sin artikel var den möda vi lade på att berätta om vad som pågick en viktig del i krishantering.

Ett annat sätt att illustrera hanteringen och de åtgärder som Riksbanken faktiskt vidtog är att se vad som hände med storleken på vår balansräkning (se Diagram 1). Omslutningen ökade dramatiskt till en nivå kring 700 miljarder kronor, motsvarande 20 procent av BNP, som ett resultat av utlåningen till bankerna. Då krisen passerat och Riksbankens stora program med lån till fast ränta avslutades mot slutet av 2010 minskade omslutningen lika snabbt som den ökat, även om den var något större än före 2008 eftersom Riksbanken förstärkte valutareserven under krisen.

Diagram 1. Omslutning på Riksbankens balansräkning



Källor: SCB och Sveriges riksbank

Under 2010 var känslan också att ekonomin var på väg tillbaka till det normala. Ungefär så brukar det vara efter sådana här krisförlopp. Bankernas tillgång till marknadsfinansiering hade förbättrats och i stabilitetsrapporten kunde Riksbanken konstatera att bankernas motståndskraft mot negativa händelser var god. Det fanns vissa frågetecken vad gällde återhämtningen i euroområdet, men svensk ekonomi hade börjat återhämta sig från den djupa nedgången 2009 och dessutom i snabbare takt än väntat. Våra och andras prognoser indikerade en konjunkturuppgång enligt vanligt mönster, om än från en ovanligt djup svacka. Men som bekant blev mönstret allt annat än vanligt.

Återhämtningen i Sverige och övriga världen bröts av ny oro på kreditmarknaderna under 2011, nu kopplad till statsfinansiella problem i flera europeiska länder. Den svenska konjunkturen vände nedåt och BNP föll igen 2012 samtidigt som inflationen sjönk. Ett beslut som Riksbanken fattade under 2012, och som senare skulle visa sig bli betydelsefullt, var att upprätta en värdepappersportfölj om 10 miljarder kronor. Storleksmässigt var det en blygsam portfölj, och att upprätta den var egentligen mest en försiktighetsåtgärd med tanke på erfarenheterna under krisen 2008 – en åtgärd som visade att Riksbanken hade lärt sig läxan. Tanken med portföljen var att se till att alla system, avtal, kunskaper och så vidare fanns

på plats om det skulle bli nödvändigt att antingen vidta åtgärder för att upprätthålla den finansiella stabiliteten eller se till att penningpolitiken fick den effekt som behövdes.

För att ge stöd åt ekonomin och få upp inflationen sänkte Riksbanken reporäntan under 2012 och 2013 och i början på 2014 blev signalerna om konjunkturutsikterna ljusare. Men inflationen, som varit oväntat låg, föll ännu mer. Den långa perioden med en inflation under målet började också märkas i de långsiktiga inflationsförväntningarna. Samtidigt lade ECB om sin penningpolitik i mer expansiv riktning och annonserade ett omfattande stödpaket med lån till företag och stödköp av obligationer. Det var ett välbehövligt stöd till euroområdet ekonomi, men för Riksbanken var risken att det samtidigt skulle bidra till att kronan stärktes mot euron. Därmed fanns risken att inflationen i Sverige skulle fortsätta att vara låg eller sjunka ännu längre under vårt mål. Riksbanken behövde därför fokusera på att få inflationen tillbaka till 2 procent och upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Det lyckades vi också med. Men det tog lång tid och krävde betydligt mer stöd från penningpolitiken än vi hade kunnat ana.

Det illustreras bland annat av att reporäntan fortfarande är negativ tre år efter det att Riksbanken sänkte den under noll i början på 2015. Men ännu mer slående är utvecklingen av vår balansräkning. I början av 2015 startade ECB sitt program med tillgångsköp i stor skala och i februari 2015 beslutade Riksbanken att, förutom att sänka reporäntan under noll, också köpa statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv – den tekniska möjligheten att göra det fanns som sagt på plats.

Så här i backspeglarna är det anmärkningsvärt hur omslutningen på balansräkningen gradvis växte till samma storlek som under krisanteringen 2008/09 i takt med att programmet med obligationsköp utökades och redan i början av 2016 var balansräkningen tillbaka på en nivå kring 700 miljarder (se den vänstra panelen i Diagram 1). Efter det har omslutningen ökat ytterligare till cirka 900 miljarder, vilket innebär att den i dagsläget är ungefär lika stor som under krisen om man jämför med storleken på BNP (se den högra panelen i Diagram 1). Att det skulle bli på det här viset hade vi naturligtvis ingen aning om när Riksbanken fattade beslutet 2012 att skaffa en liten portfölj med statsobligationer så att vi hade ett verktyg i lådan om det skulle behövas. Men vi har helt enkelt fått laga efter läge.

Den här utvecklingen av Riksbankens balansräkning illustrerar också en poäng som Hansson, Nessén och Vredin gör i sin artikel, nämligen att man behöver fundera mer på hur penningpolitiken faktiskt bedrivs och sprider sig genom ekonomin via det finansiella systemet, det vill säga det man brukar kalla transmissionen av penningpolitiken. Om man håller fast vid en tankemodell i vilken penningpolitik likställs med förändringar av styrräntan – ett rimligt antagande före krisen – blir det svårt att förstå vad som händer i en ekonomi där så kallade okonventionella åtgärder som obligationsköp spelar en viktig roll. Och som erfarenheterna också har visat behöver vi en djupare förståelse för hur olika penningpolitiska åtgärder via finansiella marknader påverkar räntorna som hushåll och företag faktiskt möter och hur och varför effekten på marknadsräntorna varierar.

Det är egentligen ingen dramatik i den reflektionen om man ser det hela i ett längre tidsperspektiv. Riksbanken, liksom andra centralbanker givetvis, kämpar ständigt med att förstå transmissionsmekanismen. Man hittar en tankemodell som verkar fungera och så tenderar man att ta den för givet tills utvecklingen inte alls blir som man trodde och man får tänka om. Så söker man sig framåt. På det sättet finns det en tydlig parallell till hur själva styrsystemet för penningpolitiken också förändras över tiden.⁹

Ytterligare en poäng i artikeln av Hansson, Nessén och Vredin som det är viktigt att fundera mer kring, givet hur penningpolitiken har utvecklats efter krisen, är förhållandet mellan penningpolitiken och finanspolitiken och hur man får till stånd en lämplig kombination av de båda. Under den fasta växelkursen på 70- och 80-talet var det finanspolitiken som tog hand om stabiliseringspolitiken, vilken finansierades med en stor upplåning. Statsskulden

9 En bra beskrivning av hur räntestyrningssystemet i Sverige utvecklats över en längre tidsperiod finns i Sellin (2018).

sköt därför i höjden. Efter 90-talskrisen och övergången till rörlig växelkurs har inställningen i stället varit att penningpolitiken ska ta hand om den aktiva stabiliseringspolitiken. Det har varit lyckosamt på många sätt. Men eftersom tanken med penningpolitiken är att sänka ränteläget då ekonomin behöver stimuleras har det också bidragit till en skulduppyggnad, nu i privat sektor. Så vi behöver fundera på sätt att få till en bra balans, för blir skuldsättningen alltför hög – oavsett om det är i offentlig eller privat sektor – riskerar det att leda till bekymmer längre fram.

4 Att flyga i dimma med ett öga

Detta om utvecklingen under och efter finanskrisen. Vad ska man då ta med sig från de här dryga tio åren? Artiklarna som samlats i det här numret av Penning- och valutapolitik innehåller många lärdomar om krishantering och kloka slutsatser om vad erfarenheterna innebär för stabilitetsarbetet och för den penningpolitiska analysen framöver. Jag har några reflektioner som komplement till dessa.

Bra kommunikation är naturligtvis alltid viktigt, och det gäller särskilt under kriser. Vad det i praktiken handlar om är att förmedla berättelser om framtiden som verkar rimliga. Om berättelsen är någorlunda övertygande får man med sig de flesta människor ombord, även om de av naturliga skäl inte har full insikt om alla detaljer och teknikaliteter i de åtgärder som genomförs. Det fungerar dock aldrig att säga "det finns ingen anledning till oro" för då försvinner alla ned i livbåtarna direkt. Om det inte finns något mer substantiellt att kommunicera så kan man alltid prata om processen – vad kommer att ske härnäst, vad ska man göra framöver och när. Min erfarenhet är att det fungerar bra och bidrar till att minska den generella oron och osäkerheten. Det fungerar däremot inte alls om man sedan inte gör som man har sagt. Att faktiskt leverera det man lovat är viktigt.

En lärdom från krisen som jag redan har tagit upp är vikten av att vara förberedd och ha saker på plats. Om man ser tillbaka på vad som hänt, och jämför med vad vi förväntade oss om framtiden 2006, är det uppenbart att i princip ingenting blev som vi trodde. Riksbanken har gjort väldigt mycket annat än vad vi föreställde oss att vi skulle göra, vilket beror på att vi har behövt laga efter läge givet det uppdrag vi har. En viktig lärdom är därför att se till att man tekniskt, juridiskt och kunskapsmässigt kan genomföra de olika åtgärder som man föreställer sig att en centralbank eventuellt kan behöva vidta. Om man sedan verkligen kommer att sätta in åtgärderna eller inte är en annan sak och för vissa generationer kommer förberedelserna aldrig till någon praktisk användning. Men om man inte har infrastrukturen på plats kan det bli bekymmersamt för andra generationer som behöver gräva djupare i verktygslådan.

Det innebär också att det är viktigt att träna. Krisövningar är särskilt viktiga, eftersom det är ett sätt att få till stånd en antydning till rätt stämningläge. Övningar kan annars lätt bli för teoretiska och även om fallstudier är nyttiga ligger det i sakens natur att de fall man studerar är sådana som är framgångsrika. Få har träning i hur man gör när allt är elände i utgångsläget.

Som jag har försökt visa är det också viktigt att förstå att det inte finns några garantier för att de beslut man fattar är de rätta. Att ta sig igenom kriser som den 2008/09 är som att flyga i dimma med ett öga. Om man exakt visste var man var och vad som försiggick runt omkring skulle det inte finnas något problem och krisen skulle vara löst. Så det handlar i princip om att hantera det okända. Och när man gör det blir saker och ting sällan som man har föreställt sig. Krishanteringen blir därför en sekvens av händelser där man gör så gott man kan. Om världen ändrar sig gör man något annat eller justerar tills det hela verkar lösa sig. Men ändrar man sig inte under resan blir det problem. Den stora osäkerheten får heller inte bli en ursäkt för att inte fatta beslut, för sådana måste fattas och inte sällan med kort varsel. Det innebär också att det långdragna grupparbete som ofta präglar arbetet på institutioner som

Riksbanken behöver läggas åt sidan i kriser. Diskussionen måste ha ett slut och någon måste leda.

Vad som är svårt att fånga då man övar krishantering är den uthållighet som ledarskap till stor del handlar om i sådana situationer – att orka leda. Om man inte orkar måste man kliva åt sidan. Det går inte heller att ha en konstant dialog med sig själv om huruvida man orkar eller inte, för då blir beslutsfattandet lidande.

Det handlar egentligen om två saker. För det första måste man själv göra så gott man kan för att hålla måttet. Om man är högt upp i hierarkin behöver man orka mer så att man kan stå där när alla andra är trötta. Därför är det viktigt att delegera och se till att man själv kan vila då andra är igång – om *ingen* sover blir slutresultatet garanterat dåligt. För det andra klarar inte alla stress. Människor reagerar väldigt olika och det är omöjligt att veta på förhand hur medarbetare hanterar pressade situationer där till exempel ett beslut om stöd behöver fattas omgående och utan fullständig information. Då man står mitt i oredan finns det tyvärr ingen tid för coachning, utan man får ta coachningen då allt är över.

Slutligen, efter episoder som finanskrisen och det långa efterspelet till den kan inställningen lätt bli att det som hänt var så osannolikt att sannolikheten att det ska hända igen är – för att citera Tage Danielssons monolog om Harrisburgolyckan – så oerhört löjligt jätteliten att man nästan säkert kan säga att det inte kan hända igen. Och så räknar man med att allting återgår till det gamla, för det är tungt att ändra på saker och ting.

Men även om det aldrig går att säga *när* nästa kris kommer kan man vara säker på *att* den kommer. Så vad kan vi göra på ett övergripande plan för att förbereda oss? En lärdom som är uppenbar från både den globala finanskrisen och vår egen kris på 90-talet är att se till att inte skapa onödigt stora hemmagjorda obalanser, givet den stora öppenheten i den svenska ekonomin och våra bankers stora beroende av utlandsfinansiering. Det är därför det är så angeläget att få ordning på svensk bostadsmarknad. Om vi inte har kontroll på den och låter priserna stiga allt högre och låter hushållens skulder stiga allt mer är risken stor att allt går åt andra hållet med en väldig fart förr eller senare, och då far både makroekonomin och många enskilda människor väldigt illa. Samtidigt får vi inte heller låta det nominella ankarat i ekonomin släppa. För historien har också lärt oss att om man lägger oreda när det gäller inflationen till andra problem så riskerar situationen att bli mycket värre.

Låt mig avslutningsvis notera att jag här på några få sidor har försökt fånga ett långt och ekonomiskt tidvis farligt händelseförlopp. Med facit i hand har Sverige klarat sig väl. Jag menar att Riksbanken har bidragit till det resultatet. Att landa på fötterna under sådana omständigheter gör man inte utan många ytterst lojala medarbetares kunskap, uthållighet, sinnesnärvaro och förståelse för situationens allvar när deras insatser krävdes som mest. Detsamma gäller mina kollegor i direktionen som insåg när det var dags att gå till beslut.

Referenser

- Berg, Claes, Pernilla Meyersson och Johan Molin (2018), "Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006–2017", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 18–33, Sveriges riksbank.
- Elmér, Heidi, Gabriela Guibourg, David Kjellberg och Marianne Nessén (2012), "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s. 1–23, Sveriges riksbank.
- Goodhart, Charles och Jean-Charles Rochet (2011), "Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005–2010", *Rapporter från riksdagen 2010/11:RFR5*, Finansutskottet.
- 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.
- Ingves, Stefan (2010), "Krisen i Baltikum – Riksbankens åtgärder, bedömningar och lärdomar", tal i finansutskottet den 2 februari, 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.
- Meyersson, Pernilla och Ann-Leena Mikiver (2018), "Riksbankens kommunikation före, under och efter den finansiella krisen", *Penning- och valutapolitik*, nr 4, s. 34–45, Sveriges riksbank.
- Molin, Johan (2010), "Hur har Riksbanken hanterat den finansiella krisen?", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 121–145, Sveriges riksbank.
- Molin, Johan och Stefan Ingves (2008), "Can the authorities manage crises in the financial system?", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 5–22, Sveriges riksbank.
- Sellin, Peter (2018), "Riksbankens räntestyrningssystem 1885–2018", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 48–79, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank (2006), "Kan svenska myndigheter hantera probleminstitut?", fördjupning i *Finansiell Stabilitet*, nr 2.
- Sveriges riksbank (2008), "Ökade lån och längre löptid", pressmeddelande 2008-10-06.
- Sveriges riksbank (2010), "Framställning om vissa utredningsbehov med anledning av finanskrisen", Framställning till riksdagen 2009/10:RB4.