

FÖRDJUPNING

Den finansiella krisens effekter på svensk ekonomi

Den finansiella krisen bedöms få stora negativa konsekvenser för den svenska reala ekonomin. En modellbaserad analys kvantifierar dessa effekter och visar att stramare finansiella villkor leder till en markant lägre BNP-tillväxt. Modellen används även för att generera prognoser på BNP-tillväxten. Modellresultaten indikerar att tillväxten blir låg under såväl 2009 som 2010.

Under 2008 har de finansiella marknaderna präglats av en global kris. Sverige har inte förskonats från den finansiella turbulensen. Denna fördjupning analyserar finanskrisens effekt på den svenska reala ekonomin.² Dels beskrivs i kvalitativa termer vilka kanaler som den finansiella krisen främst påverkar den reala ekonomin genom, dels redovisas en empirisk analys av de sammantagna effekter de stramare finansiella förhållandena har på BNP-tillväxten.

KRISENS EFFEKTER

Den finansiella krisen påverkar den reala ekonomin huvudsakligen genom hårdare kreditvillkor, högre räntor för hushåll och företag samt fallande tillgångspriser. Fördjupningen fokuserar på de viktigaste effekterna, nämligen följderna för konsumtion och investeringar.

Hårdare kreditvillkor är i någon mån ett normalt inslag i en lågkonjunktur. Den stora skillnaden under den rådande finanskrisen är att krediten stryps även till kreditvärdiga företag och hushåll med en god långsiktig betalningsförmåga. De hårdare kreditvillkoren leder för företagen i första hand till att de får svårt att genomföra önskade investeringar, men det kan också medföra att de får svårt att möta sina löpande betalningar.³ För hushållens vidkommande är de hårdare kreditvillkoren kanske främst en begränsning för konsumtionen. En viktig aspekt av detta är att det blir svårare att med hjälp av lån omfördela konsumtionen över tiden för hushåll som önskar göra detta.

Högre räntor, precis som hårdare kreditvillkor, håller tillbaka investeringar och konsumtion. För investeringarna är detta uppenbart då finansieringskostnaden stiger i och med de högre

² För en utförligare diskussion om den finansiella krisens bakgrund och förlopp, se fördjupningen "Den finansiella krisen – utveckling under 2008".

³ Att kreditvillkoren i den svenska ekonomin har blivit hårdare kan till exempel illustreras med att över 20 procent av byggföretagen i Konjunkturbarometern oktober 2008 anser att finansiella restriktioner är det främsta hindret för företagets verksamhet. Vidare visar Konjunkturbarometern november 2008 att drygt 30 procent av företagen inom näringslivet upplever att det är svårare än normalt att finansiera verksamheten.

räntorna. Orsaken till att den privata konsumtionen dämpas med högre räntor beror delvis på att det blir dyrare att låna till konsumtion. På motsvarande sätt möjliggör en högre ränta högre framtida konsumtion genom ökad avkastning på sparat kapital. Vidare leder de högre räntorna till högre bolånekostnader, vilket begränsar hushållens konsumtionsutrymme.

Utöver hårdare kreditvillkor och högre räntor påverkar den finansiella krisen den reala ekonomin även genom ett antal andra kanaler. En av dessa uppstår på grund av den **osäkerhet** som den finansiella krisen är förknippad med, till exempel i form av stora svängningar på aktiemarknaden och en ökad risk för arbetslöshet. Denna osäkerhet leder till ett ökat försiktighets-sparande hos hushållen. I rådande konjunkturläge är hushållen hänvisade till att öka sitt sparande genom att minska konsumtionsutgifterna.

Intimt förknippad med den finansiella krisen är även **fallande tillgångspriser**. Fallande börskurser är ett naturligt inslag i en finansiell kris, bland annat på grund av minskad riskbenägenhet vilket leder till tillgångsportföljer viktas om. Lägre förmögenhet får en återhållande effekt på hushållens konsumtion. För företagen innebär fallande börskurser att det blir svårare att finansiera till exempel investeringar med nyemissioner. Ett annat vanligt förekommande inslag i en finansiell kris – och i detta fall kan man även säga att det är en utlösande orsak till krisen – är fallande huspriser. Husprisfall leder också vanligtvis till lägre konsumtion eftersom en minskad förmögenhet stimulerar till ökat sparande för att, i viss mån, motverka förmögenhetsförlusten. Denna effekt motverkas dock i viss utsträckning av att det för blivande husägare krävs att man sparar mindre eftersom den summa som krävs i egen insats, vilken generellt bestäms som en andel av huspriset, sjunker.⁴ Bankerna torde också vara mindre villiga att bevilja lån med hus som säkerhet till såväl privat konsumtion som husrelaterade utgifter för renoveringar och tillbyggnader.

Vidare kommer den finansiella krisen påverka kreditvillkor, räntor och tillgångspriser i andra länder, vilket dämpar den globala konjunkturen. Den svenska **exporten** påverkas därmed negativt av finanskrisen. För en liten exportberoende ekonomi som den svenska, där exportandelen är ca 50 procent av BNP, är denna indirekta effekt betydande.

I samband med diskussionen av olika kanaler bör slutligen risken för en negativ spiral noteras. Minskande investeringar och konsumtion leder till minskande vinster för företagen och därmed fallande aktiekurser. Detta i sin tur leder till en ytterligare minskning av hushållens konsumtion och företagens investeringar och så vidare. På liknande sätt kan en sämre konjunktur

⁴ För utförligare diskussion rörande detta, se Muellbauer, J. ("Housing, Credit and Consumer Expenditure", CEPR Discussion Papers 6782, 2008).

även leda till ökade kreditförluster för bankerna och därmed till förstärkt finansiell turbulens.

EMPIRISK SKATTNING AV FINANSKRISENS REALA EFFEKT

I syfte att uppskatta effekten av den finansiella krisen på den svenska reala ekonomin har Konjunkturinstitutet konstruerat ett finansiellt index. Indexet är ett sammanfattande mått på tillståndet i den finansiella sektorn. Genom att väga samman informationen från flera finansiella variabler kan sambandet mellan finansiella marknader och den reala ekonomin modelleras på ett enkelt och robust sätt. Komponenterna i indexet är kort realränta, kort interbanksread och utvecklingen på Stockholmsbörsens generalindex (OMX).⁵ Syftet med dessa tre variabler är att fånga olika relevanta aspekter av finanskrisen. Den korta realräntan representerar kostnaden för kortsiktig likviditet och den korta interbanksreaden ger en uppfattning om motpartsrisik inom banksystemet. Den korta interbanksreaden fångar även eventuella effekter av så kallad flykt till kvalitet, det vill säga att investerare flyttar sitt kapital från mer riskfyllda tillgångar till säkrast möjliga tillgångar, vilket i första hand innebär statsskuldsväxlar. Utvecklingen på Stockholmsbörsen speglar många faktorer på marknaden, men förväntan om framtida vinster kan betraktas som sammanfattningsmättet på dessa.

Indexets konstruktion är sådant att ett högre värde innebär att tillståndet i det finansiella systemet försämrats.⁶ Av diagram 17 framgår att tillståndet i den finansiella sektorn enligt indexet är det sämsta sedan början på 1990-talet, men även att situationen är mindre allvarlig än under 1990-talskrisens höjdpunkt. Indexets utveckling är också konsistent med att såväl räntor som riskpremier var osedvanligt låga under åren som föregick krisen.

Den modell som används för att skatta effekten av den finansiella krisen på den reala ekonomin är en bayesiansk vektorautoregressionsmodell.⁷ I modellen ingår sex variabler, varav två

Diagram 17 Tillståndet i den finansiella sektorn



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

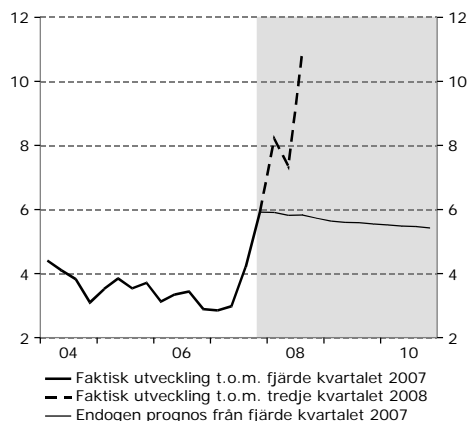
⁵ Den korta realräntan beräknas som differensen mellan tremånaders STIBOR-ränta och faktisk procentuell förändring i KPI under den senaste tolv månadersperioden. Den korta interbanksreaden beräknas som differensen mellan tremånaders STIBOR-ränta och räntan på en tremånaders statsskuldsväxel. Utvecklingen på Stockholmsbörsens generalindex ges som den procentuella förändringen i OMX-indexet under ett kvartal.

⁶ Utvecklingen på Stockholmsbörsen har omvänt tecken så att ett börsfall ger ett positivt värde på serien. De olika komponenterna i indexet standardiseras så att de har medelvärde noll och standardavvikelse ett och vägs sedan ihop. Vikterna för de olika komponenterna i indexet sätts samtliga till 1/3. Indexet normaliseras så att det har medelvärde 100 och standardavvikelse tio över den beräknade perioden, det vill säga från och med första kvartalet 1988 till och med tredje kvartalet 2008.

⁷ Metoden är utvecklad av Villani, M. ("Steady State Priors for Vector Autoregressions", Under publicering i *Journal of Applied Econometrics*, 2008). En empirisk tillämpning med samma ekonometriska metodologi som i denna fördjupning, samt en liknande frågeställning och modellspecifikation, återfinns i Österholm, P. och Zettelmeyer, J. ("The Effect of External Conditions on Growth in Latin America", *IMF Staff Papers* 55, 595-623, 2008). I den artikeln undersöks effekterna av reala och finansiella chocker i omvärlden på latinamerikansk BNP-tillväxt.

Diagram 18 Skillnad i avkastning mellan amerikanska företagsobligationer med hög risk och amerikanska statsobligationer

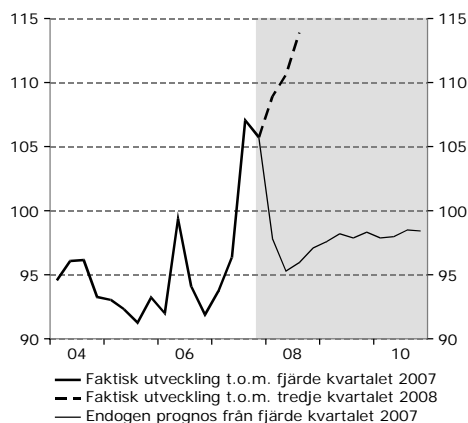
Procentenheter, kvartalsvärden



Källor: IMF och Konjunkturinstitutet.

Diagram 19 Finansiellt index

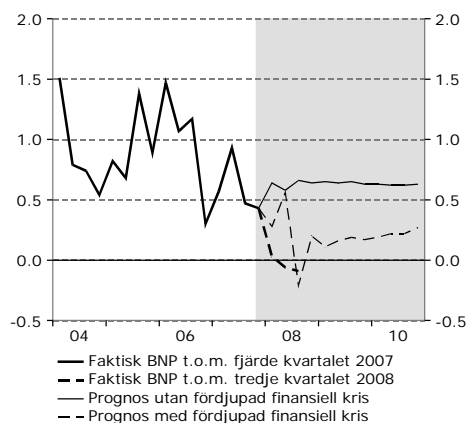
Index, kvartalsvärden



Källor: Reuters EcoWin, SCB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 20 BNP i Sverige

Procentuell förändring, säsongrensade kvartalsvärden



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

är amerikanska och fyra svenska. Eftersom krisen kommer från USA, och USA dessutom är en viktig handelspartner för Sverige, inkluderas amerikansk BNP-tillväxt samt skillnaden i avkastning mellan amerikanska företagsobligationer med hög risk och amerikanska statsobligationer. Dessa två variabler syftar till att fånga de reala respektive finansiella effekter som den amerikanska ekonomin har på den svenska. För Sverige inkluderas, utöver BNP-tillväxt och det finansiella indexet, Konjunkturindikatorn och Hushållens konfidensindikator.⁸ De två sistnämnda variablerna bedöms båda ha prognosförmåga för BNP-tillväxten och fungera som substitut för utelämnade variabler som potentiellt är relevanta.

Modellens uppskattning av den finansiella krisens effekt på den reala ekonomin kan illustreras genom följande experiment: Modellen skattas först på data från och med första kvartalet 1988 till och med fjärde kvartalet 2007 – en tidpunkt när ett antal tecken på finansiell oro hade börjat visa sig. Så gott som inga prognosmakare hade dock några förningar om den stundande krisen och tillväxtprognoserna från denna tidpunkt var generellt sett relativt optimistiska. Modellens endogena prognos vid denna tidpunkt av skillnaden i avkastning mellan amerikanska företagsobligationer med hög risk och amerikanska statsobligationer, det finansiella indexet och BNP-tillväxt i Sverige ges av de tunna heldragna linjerna i diagram 18–20. Som framgår av diagrammen förutspådde modellen att den försämring av de finansiella villkoren som skett fram till och med det fjärde kvartalet 2007 skulle vända. Tillsammans med en gradvis normalisering av de finansiella villkoren förutspåddes även en förhållandevis hög BNP-tillväxt i Sverige.

Antag i stället att det vid samma tidpunkt (fjärde kvartalet 2007) hade varit känt att de finansiella villkoren dramatiskt skulle försämrats under de kommande tre kvartalen. Genom att föra in denna information i modellen erhålls en modellprognos för BNP-tillväxten under antagandet om en ytterligare fördjupning av den finansiella krisen. Detta sker genom att betinga på de faktiska värdena för skillnaden i avkastning mellan amerikanska företagsobligationer med hög risk och amerikanska statsobligationer samt det finansiella indexet från och med första till och med tredje kvartalet 2008. Som framgår av diagram 20 är modellens prognos under antagandet om framtida finansiell turbulens betydligt mer negativ än den endogena prognos som innebär att krisen inte fördjupas. Den prognostiserade utvecklingen vid en fördjupad finansiell kris är dessutom ganska väl i linje med den faktiska utvecklingen för BNP-tillväxten i Sverige, vilket indike-

⁸ Konjunkturindikatorn och Hushållens konfidensindikator kan båda laddas ner från Konjunkturinstitutets hemsida, <http://www.konj.se/>. För en utförligare diskussion av Konjunkturindikatorn, se fördjupningen "Konjunkturinstitutets kortfristiga indikatorer".

rar att modellens egenskaper rörande transmissionen av finansiella chocker förefaller rimlig. Genom att jämföra de två BNP-prognoserna i diagram 20 erhålls också ett modellestimat av den finansiella krisens effekt på den svenska reala ekonomin. I genomsnitt blir kvartalstillväxten drygt 0,4 procentenheter lägre från och med första kvartalet 2008 till och med fjärde kvartalet 2010 när modellen tar den finansiella krisen i beaktande.

Vad säger då modellen om framtidsutsikterna? För att besvara denna fråga skattas modellen på data från och med första kvartalet 1988 till och med tredje kvartalet 2008 och prognoser genereras därefter fram till och med fjärde kvartalet 2010. Modellens prognos över svensk BNP-tillväxt ges i diagram 21. Som framgår av diagrammet förutspår modellen att BNP-tillväxten kommer att avta ytterligare och vara negativ under 2009. Återhämtningen förutspås vara långsam, med blygsamma tillväxttal under 2010. Som framgår av diagram 21 ligger modellens prognos någorlunda väl i linje med Konjunkturinstitutets samlade bedömning för BNP-tillväxten. Att det finns skillnader mellan modellens och Konjunkturinstitutets prognos är naturligtvis väntat eftersom den senare baseras på en mycket mer omfattande informationsmängd och är dessutom inte mekanisk till sin natur. En viktig skillnad i detta avseende är att Konjunkturinstitutet räknar med att finanspolitiken den närmaste tiden kommer att vara betydligt mer expansiv än vad som följer av det historiska mönstret.

EN JÄMFÖRELSE MED 1990-TALSKRISEN

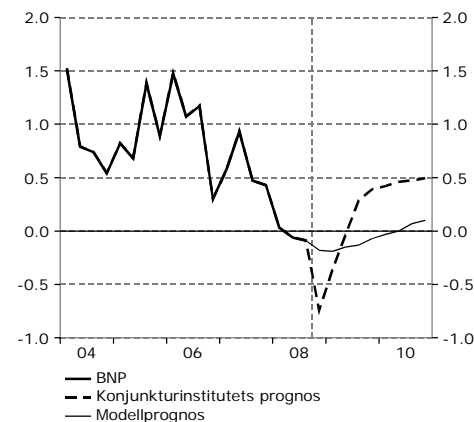
Det är intressant att jämföra den finansiella kris som nu drabbat Sverige med 1990-talskrisen eftersom skillnader mellan de två episoderna kan ge ytterligare insikt om framtidsutsikterna för den svenska ekonomin.

Inledningsvis kan det noteras att den nuvarande finanskrisen startade utomlands och spreds till Sverige via globaliserade och väl integrerade finansmarknader. Detta innebär att tillväxten i OECD-området är betydligt lägre än vad som var fallet under 1990-talskrisen. Vidare hade den avsevärda depreciering som inträffade när väl den fasta växelkursen övergavs i november 1992 mycket positiva effekter för svensk exportindustri. Detta återspeglades bland annat i en synnerligen god börsutveckling den efterföljande tiden. Det faktum att den nuvarande finanskrisens globala karaktär dämpar efterfrågeutvecklingen markant i hela världen medför att den svenska exporten kommer att utvecklas svagt trots att kronan har försvagats betydligt.

De skyhöga realräntor som uppstod i samband med försvaret av den fasta växelkursen 1992 och som hängde kvar under etableringen av trovärdighet för den därpå följande inflationsmålsregimen hade negativa effekter på den reala ekonomin. I nuläget finns det fortfarande en risk för höga realräntor i samband med

Diagram 21 BNP i Sverige

Procentuell förändring, säsongrensade kvartalsvärden



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

en förtroendekris i banksystemet, men Riksbankens agerande kommer på det stora hela att vara mycket annorlunda. Riksbanken har under hösten kraftfullt sänkt styrräntan från 4,75 procent i september till 2 procent i mitten av december. Detta agerande står i bjärt kontrast till de höga styrräntenivåer som rådde i samband med 1990-talskrisen.

Om dagens finanskris i första hand kan ses som genererad utomlands var 1990-talskrisen främst framkallad av olika inhemska störningar, bland annat en oansvarig bankutlåning och den kostnadskris som hade sitt ursprung i en inflationstakt som var oförenlig med den fasta växelkurspolitiken. När det gäller bankernas utlåning idag förefaller det vara betydligt mindre fara för omfattande kreditförluster, även om exponeringen i Baltikum innebär vissa risker och inte helt saknar likhet med somliga sidor av 1990-talskrisen.

En ytterligare aspekt att jämföra mellan dagens finanskris och 1990-talskrisen är statsfinansernas ställning eftersom finanspolitiken är ett av de verktyg som kommer att användas för att dämpa de reala effekterna av den finansiella krisen. För Sveriges del är det offentligfinansiella utgångsläget otvetydigt bättre nu än under 1990-talskrisen. Större delen av 2000-talet har präglats av budgetöverskott och en minskande statsskuld som andel av BNP vilket står i kontrast med perioden som ledde fram till 1990-talskrisen. Under större delen av 1980-talet var budgetunderskotten mycket stora och statsskulden växte således snabbt. I rådande läge är förutsättningarna bättre för att aktivt använda finanspolitiken för att mildra konjunkturedgången.