

## FÖRDJUPNING

# Effekten på svensk BNP-tillväxt av finansiell turbulens

**Tillgångar bedöms i dagsläget vara högt värderade på många finansiella marknader. Konjunkturinstitutet uppskattar att risken för finansiell turbulens och fallande tillgångspriser inte är försumbar, vare sig internationellt eller i Sverige. I denna fördjupning studeras de effekter som en sådan utveckling kan tänkas ha på svensk BNP-tillväxt med hjälp av en ekonometrisk modell. Resultaten indikerar att finansiell turbulens som har sitt ursprung i utlandet skulle sänka den svenska BNP-tillväxten påtagligt.**

### GENERELLT SETT STARK PRISUTVECKLING PÅ FINANSIELLA MARKNADER DE SENASTE ÅREN

Efter finanskrisen har prisutvecklingen på många tillgångsmarknader varit stark, såväl i Sverige som internationellt. Priser på aktier har stigit relativt kraftigt de senaste åren, även om det har skett en viss avmattnings under de senaste månaderna (se diagram 135).

De stigande tillgångspriserna kan delvis förklaras av trendmässigt fallande långräntor (se diagram 136), vilket har accentuerats av de obligationsköp som ett antal centralbanker, inklusive Riksbanken, genomför. De omfattande köpen av statsobligationer har drivit upp priserna på dessa. Men statsobligationsköpen har även bidragit till högre priser på företagsobligationer och aktier när investerare har sökt sig mot mer riskfyllda tillgångar i jakt på högre avkastning. Därutöver går det inte att utesluta att de höga tillgångspriserna i viss mån beror på att marknadens aktörer har felaktiga förväntningar rörande såväl framtida räntor som vinster.

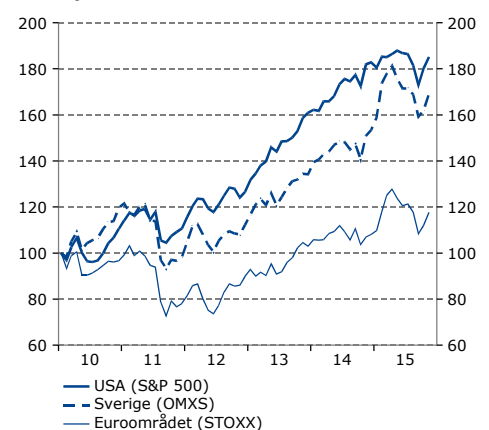
### ETT FLERTAL BEDÖMARE SER RISKER PÅ FINANSIELLA MARKNADER

Ett flertal bedömare, däribland IMF, OECD och Riksbanken, har relativt nyligen uttryckt att tillgångspriser är höga och att rådande värderingar kan vara alltför optimistiska.<sup>58</sup> Konjunkturinstitutet delar bedömningen att ett flertal tillgångar, på såväl internationella som svenska marknader, förefaller vara högt värderade. Det finns därmed en större risk än normalt för finansiell turbulens och att tillgångspriser kan komma att falla påtagligt.

<sup>58</sup> Se till exempel *Global Financial Stability Report*, april 2015, IMF, *Business and Finance Outlook*, 2015, OECD, och *Finansiell stabilitet*, 2015:2, Sveriges Riksbank.

**Diagram 135 Börsutveckling**

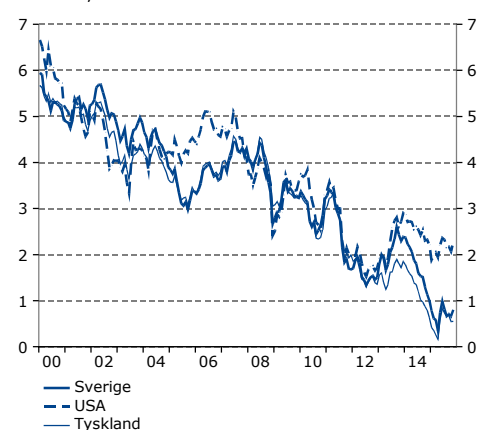
Index januari 2010=100, månadsvärden



Källor: Standard & Poor's, Nasdaq OMX och STOXX.

**Diagram 136 Långräntor, tioåriga statsobligationer**

Procent, månadsvärden



Källa: Nationella källor.

### REALA KONSEKVENSER AV FINANSIELL TURBULENS

Med finansiell turbulens avses i denna fördjupning att volatiliteten i tillgångspriserna är mycket hög. Detta är något som brukar sammanfalla med en minskad riskbenägenhet hos investerare och prisfall på tillgångar med hög risk. Finansiell turbulens tenderar att ha realekonomiska konsekvenser. Detta har visat sig vid ett flertal tillfällen i historien och det var synnerligen påtagligt i samband med den globala finanskrisen 2008–2009.<sup>59</sup> De realekonomiska effekterna uppkommer bland annat som en följd av att hushållen drar ner på sin konsumtion eftersom deras tillgångar minskat i värde. Men såväl hushållens konsumtion som företagens investeringar hålls också tillbaka genom att hushållens och företagens förtroende påverkas negativt. Företagens investeringar hämmas dessutom av att finansieringskostnaderna tenderar att gå upp. Vid mer omfattande finansiell turbulens är även störningar till det finansiella systemet en faktor som har negativ påverkan, bland annat genom att kreditgivningen tenderar att stramas åt, vilket hämmar konsumtion och investeringar ytterligare.

### RESULTAT FRÅN EN EKONOMETRISK MODELL

Här nedan redovisas modellberäkningar som syftar till att kvantifiera förväntade effekter på den svenska reala ekonomin av ökad finansiell turbulens. Fokus i analysen ligger på effekterna för svensk BNP-tillväxt. Effekterna skattas med hjälp av en bayesiansk vektorautoregressionsmodell som har utvecklats på Konjunkturinstitutet.<sup>60</sup>

Modellen innehåller sju variabler. Omvärlden representeras i modellen av tre variabler för USA: BNP-tillväxt, ett politiskt osäkerhetsindex samt skillnaden i avkastning mellan företagsobligationer med hög risk och statsobligationer, den så kallade high yield bond-spreaden.<sup>61</sup> Den svenska ekonomin beskrivs av fyra variabler: BNP-tillväxt, konfidensindikatorn för tillverkningsin-

<sup>59</sup> För en översikt, se till exempel Claessens, S. m.fl. (red.), *Financial crises: causes, consequences, and policy responses*, IMF, Washington DC, 2014.

<sup>60</sup> Modellen ges i sin helhet i Stockhammar, P. och P. Österholm, "Effects of US policy uncertainty on Swedish GDP growth", som kommer att publiceras i *Empirical Economics*, 2015.

<sup>61</sup> För detaljer rörande det politiska osäkerhetsindexet, se Baker S. m.fl., "Measuring economic policy uncertainty", NBER Working Paper 21633, 2015. High yield bond-spreaden har i ett flertal studier visat sig ha prognosförmåga för real aktivitet; för ett tidigt exempel, se Mody, A. och M. P. Taylor, "The high-yield spread as a predictor of real economic activity: Evidence of a financial accelerator for the United States", *IMF Staff Papers*, 50, 2003, sid. 373–402.

dustrin, konfidensindikatorn för hushållen och ett index över tillståndet i den finansiella sektorn.<sup>62</sup>

Beräkningarna utgår från att oron på finansiella marknader uppkommer utomlands. Mer specifikt antas att den finansiella turbulensen manifesteras genom att high yield bond-spreaden i USA ökar påtagligt.<sup>63</sup> En anledning till att en sådan turbulens skulle kunna uppstå är att aktörerna på de finansiella marknaderna gör en ny bedömning av prissättningen, exempelvis i ljuset av ny, högre bedömning av styrräntebanan i USA.

Att den finansiella turbulensen här modelleras med hjälp av en amerikansk variabel innebär dock inte att turbulensen nödvändigtvis har sitt ursprung i USA. Man kan även tänka sig att problemen uppstår på någon annan marknad, exempelvis euroområdet eller i något av BRIC-länderna, och sedan sprider sig till USA.

### SVAG SVENSK BNP-UTVECKLING I LJUSET AV FINANSIELL TURBULENS

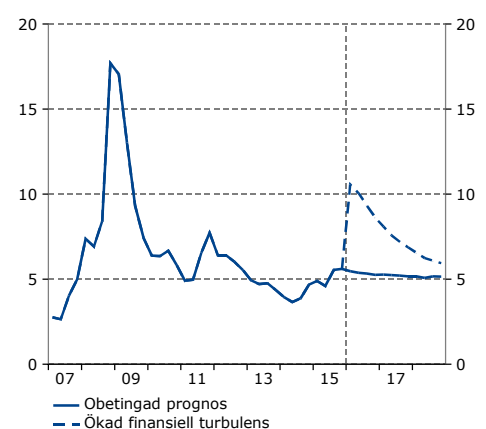
Modellens uppskattning av effekten av finansiell turbulens på svensk BNP-tillväxt illustreras genom att vi jämför två uppsättningar prognoser från modellen. Den första av dessa är en obetingad, eller så kallad endogen, prognos. Den andra är en betingad prognos där det antas att high yield bond-spreaden stiger med fem procentenheter under första kvartalet 2016 (se diagram 137). Detta är en kraftig uppgång, men nivån efter uppgången är ändå måttlig jämfört med den som nåddes i samband med finanskrisens kulmen 2008.

Modellen skattas på data från och med första kvartalet 1988 till och med tredje kvartalet 2015. Den endogena prognosen från modellen för high yield bond-spreaden respektive BNP-tillväxten i Sverige ges av de heldragna linjerna i diagram 137 och diagram 138. Som framgår av diagrammen förutsår modellen att high yield bond-spreaden och tillväxttakten i svensk BNP kommer att avta något framgent. Tillväxten för helåret 2016 blir 3,1 procent. Detta är avsevärt lägre än Konjunkturinstitutets prognos på 3,9 procent. En anledning till skillnaden är att modellen inte fångar den starka ökningen i offentlig konsumtion

<sup>62</sup> Det finansiella indexet är konstruerat så att högre värden innebär att tillståndet i den finansiella sektorn försämrats. Se Österholm, P. "The effect on the Swedish real economy of the financial crisis", *Applied Financial Economics*, 20, 2010, sid. 265–274, för detaljer rörande indexets konstruktion.

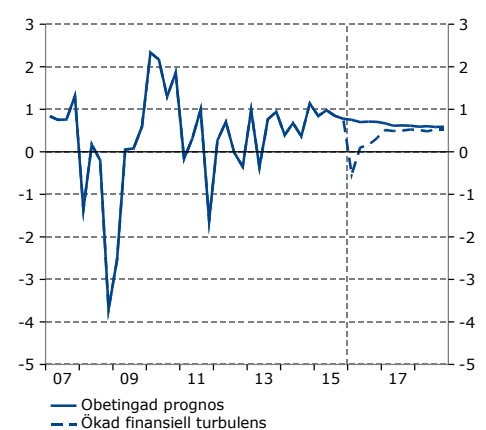
<sup>63</sup> High yield bond-spread antas vara ett mått som beskriver investerarens riskbenägenhet. Måttet ökar när riskbenägenheten avtar; se till exempel Levi Yeyati, E. och M. González Rozada, "Global factors and emerging market spreads", *Economic Journal*, 118, 2008, sid. 1917–1936 eller Österholm, P. och J. Zettelmeyer, "The effect of external conditions on growth in Latin America", *IMF Staff Papers*, 55, 2008, sid. 595–623. Att i stället för high yield bond-spread använda avkastningen på amerikanska företagsobligationer med hög risk i modellen påverkar inte nämnvärt resultatet i denna fördjupning.

Diagram 137 Obetingad och betingad prognos för high yield bond-spread

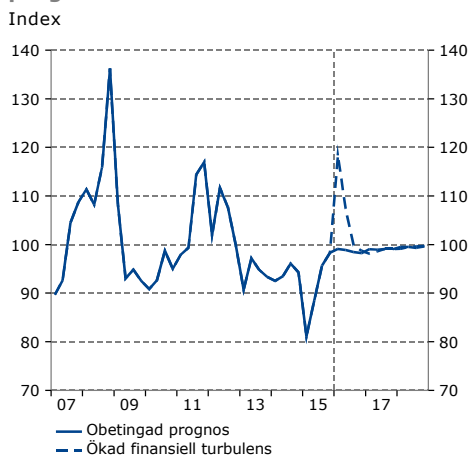


Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 138 Obetingad och betingad prognos för svensk BNP-tillväxt



Källa: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 139 Obetingad och betingad prognos för finansiellt index**

Källa: Konjunkturinstitutet.

som Konjunkturinstitutet bedömer kommer att driva på BNP-tillväxten påtagligt 2016. Modellens prognos för BNP-tillväxten 2017 är 2,7 procent, vilket är relativt väl i linje med Konjunkturinstitutets prognos på 2,5 procent.

När det i stället antas att high yield bond-spreaden stiger med 5 procentenheter första kvartalet 2016 (se streckad linje i diagram 137) kan det till att börja med noteras att den finansiella turbulensen smittar av sig på svenska finansiella marknader. Som framgår av diagram 139 så ökar det finansiella indexet påtagligt, det vill säga finansiella förhållanden i Sverige försämras. Detta förefaller högst rimligt i en värld med hög finansiell integration och omfattande utrikeshandel. Den svenska BNP-tillväxten blir negativ det första kvartalet 2016, närmare bestämt  $-0,5$  procent (se diagram 138, streckad linje). Tillväxten blir även svag under ett antal kvartal därefter. År 2016 blir tillväxten 1,0 procent och 1,6 procent 2017, vilket är mycket lägre än i den obetingade modellprognosen. För helåren 2016 och 2017 blir tillväxteffekterna i Sverige  $-2,1$  respektive  $-1,1$  procentenheter i scenariot med finansiell turbulens.

#### OSÄKERHET I RESULTATEN

De resultat som redovisats i denna fördjupning bygger på ett antal antaganden och skattade historiska samband, vilka antas vara konstanta över tiden. Det finns dock anledning att tro att sambanden mellan variabler i viss mån är tidsvarierande. Detta är ett skäl att vara försiktig vid tolkningen av modellresultaten.

Det är till exempel inte osannolikt att de realekonomiska effekter som uppstod i samband med finanskrisen 2008–2009 var ovanligt stora. Under finanskrisen kollapsade såväl industriproduktion som handel. Det är därmed inte orimligt att tro att en ökning av high yield bond-spreaden av den storleksordning som har analyserats här skulle kunna få mindre effekter än de som redovisats ovan.

Samtidigt befinner vi oss nu i en situation med historiskt låga styrrentor i många länder. Detta innebär att Riksbanken och andra centralbanker inte kan möta ökad finansiell turbulens med ytterligare expansiv penningpolitik i särskilt stor utsträckning. Skillnaden mot hur centralbankerna agerade vid finanskrisen skulle med andra ord vara påtaglig. Som exempel kan nämnas att Riksbanken sänkte reporäntan från 4,75 till 0,25 procent mellan oktober 2008 och juli 2009. Just denna aspekt skulle kunna innebära att effekterna i denna fördjupning har underskattats.

Effekterna på svensk BNP-tillväxt av finansiell turbulens kan sammanfattningsvis såväl överskattats som underskattats av modellen. Konjunkturinstitutets sammantagna bedömning är dock att finansiell turbulens i vår omvärld – i linje med vad som beskrivits ovan – skulle medföra att den svenska BNP-tillväxten blir avsevärt svagare 2016 och 2017.