



## När musiken tystnar

– om den globala finanskrisen

Författare: Ola Pettersson, LO-ekonom

Enheten för ekonomisk politik och arbetsmarknad



# När musiken tystnar

– om den globala finanskrisen

Författare: Ola Pettersson, LO-ekonom

Enheten för ekonomisk politik och arbetsmarknad

*“When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you've got to get up and dance. We're still dancing.”*

***Chuck Prince, VD Citigroup (Financial Times, juli 2007)***

## Sammanfattning

Finanskrisen utlöstes av fallande bostadspriser och svårigheter för många amerikanska hushåll att klara sina räntebetalningar. Det fick stora effekter på värdet av bolån och relaterade värdepapper. Under sommaren 2007 blev det klart att många banker och finansiella institutioner skulle drabbas av stora förluster. Konkursen för investeringsbanken Lehman Brothers den 15 september 2008 skapade en djup i förtroendekris och hotade att lamslå banksystemet. Sedan dess har centralbanker, myndigheter och regeringar i många länder tvingats till extraordinära insatser i form av räntesänkningar, bankgarantier, kapitaltillskott och stimulanspaket för att få igång kreditmarknaderna och mildra effekterna på produktion och sysselsättning.

Förutsättningarna för krisen lades av de globala obalanserna i världsekonomin, som skapade en situation med låga reala räntor och efterfrågan på högavkastande tillgångar. Tillsammans med nya finansiella instrument och nya finansieringsformer bidrog detta till en tillgångsbubbla inom fastighetssektorn i flera länder. Bristande reglering och tillsyn gjorde att en stor del av det kapital som flödade till USA och andra underskottsländer investerades på ett vårdslöst sätt. När tillgångsbubblan brast var banker och andra finansiella institutioner därför bräckliga och sårbara.

Om den finansiella sektorn ska fylla sina grundläggande funktioner i samhällsekonomin på ett bättre sätt krävs detaljerad reglering och minutiös övervakning. En reformagenda med ett löntagarperspektiv behöver följande inslag:

- **Demokratiskt inflytande.** Stora samhällskostnader i samband med finanskriser gör självreglering omöjlig. Bristen på intressegemenskap mellan samhälle och finansiella företag gör att återregleringen måste drivas aktivt av demokratiska församlingar och folkvalda.
- **Kapital.** Dagens regelverk för bankernas kapitaltäckningskrav behöver ses över i grunden. Kapitalkravsmåtten behöver vara enkla, svårmanipulerade och leda till betydligt större kapitalbuffertar än i dag. Endast genuint riskkapital bör kunna räknas in i kapitalbasen.
- **Tillsyn.** Ansvariga myndigheter behöver högre kompetens och större resurser, särskilt när det gäller att analysera och hantera systemrisker. En EU-baserad finansinspektion kan behövas för att få tillräcklig kraft i övervakningsarbetet.
- **Reglerade institut.** Samtliga institut som kan innebära systemrisker behöver reglering och tillsyn. Ytterligare koncentration i finanssektorn är djupt problematisk och ökar riskerna för samhället.
- **Ersättningssystem.** Långsiktiga och transparenta ersättningsmodeller minskar risken för överdrivet risktagande och leder till bättre investeringsbeslut.
- **Statliga garantier.** Staten ska inte subventionera den finansiella sektorns finansiering, vilket kräver fulla, riskbaserade premier för insättningsgarantier, stabilitetsfonder och andra stödprogram.

# Innehållsförteckning

<b>SAMMANFATTNING</b> .....	<b>3</b>
<b>INLEDNING</b> .....	<b>5</b>
<b>KRISENS FÖRLOPP</b> .....	<b>6</b>
FÖRLUSTER PÅ BOLÅN .....	6
LÄGRE FÖRTROENDE OCH SÄMRE LIKVIDITET .....	6
STORA FÖRLUSTER I BANKERNA .....	8
BOLÅNEINSTITUTEN FÅR PROBLEM .....	8
FÖRTROENDEKOLLAPS .....	9
MASSIVA STÖDÅTGÄRDER .....	10
REALA EFFEKTER OCH STATLIGA STIMULANSÅTGÄRDER .....	12
<b>KRISENS ORSAKER</b> .....	<b>16</b>
GLOBALA OBALANSER .....	17
FINANSIELLA INNOVATIONER .....	19
REGLERING OCH TILLSYN .....	22
INCITAMENT OCH ERSÄTTNINGSSYSTEM.....	25
PENNINGPOLITIK .....	26
BOSTADSMARKNADEN .....	28
<b>KRISEN I HISTORISK JÄMFÖRELSE</b> .....	<b>31</b>
DEN STORA DEPRESSIONEN (1929-1933).....	31
SAVINGS & LOAN-KRISEN (1986-1995) .....	32
DEN SVENSKA BANKKRISEN (1991-1993).....	33
ASIENKRISEN (1997-98) .....	35
<b>FINANSIELL REGLERING OCH TILLSYN</b> .....	<b>37</b>
VARFÖR ÄR DET VIKTIGT MED FINANSIELL STABILITET? .....	37
REGELVERK OCH TILLSYN FÖRE KRISEN .....	38
LAGSTIFTNING TILL FÖLJD AV KRISEN .....	39
<b>REFORMFÖRSLAG</b> .....	<b>41</b>
USA .....	41
STORBRIANNIEN .....	42
EU .....	43
<b>AVSLUTANDE DISKUSSION</b> .....	<b>46</b>
DEMOKRATISKT INFLYTANDE.....	46
KAPITAL .....	46
TILLSYN .....	48
REGLERADE INSTITUT.....	49
ERSÄTTNINGSSYSTEM .....	50
STATLIGA GARANTIER .....	51
<b>REFERENSER</b> .....	<b>53</b>

## Inledning

Den finansiella kris och ekonomiska kris som drabbat den globala ekonomin kommer efter en lång period av tillväxt och välförbättring i många länder. Under ett decennium växte den amerikanska ekonomin, världens största, med drygt 3 procent per år. Arbetslöshet och inflation var låga i historisk jämförelse. Men 2006 började de amerikanska bostadsinvesteringarna och huspriserna sjunka. Det blev inledningen på den djupaste krisen sedan depressionen på 1930-talet.

Finanskrisen väcker frågor av stor vikt för löntagarna. Vad beror den på? Hur förhåller den sig till tidigare kriser? Sådana frågor, som är av mer historisk karaktär, behöver också följas av andra, mer framåtblickande. Vilken roll vill vi att den finansiella sektorn ska spela i samhällsekonomin? Hur behöver den finansiella sektorn vara reglerad för att inte vara en belastning för samhället i övrigt? Hur säkerställer vi att liknande kriser inte händer igen? I denna rapport ska jag försöka antyda svar på några av dessa frågor.

Den ekonomiska vetenskapen har precis börjat försöka förstå sig på krisen. Själva den utlösande faktorn, raset i bostadspriserna och förlusterna på bolånerelaterade värdepapper, utgör i sig ett problem för nationalekonomisk forskning, särskilt för den ledande skolbildningen inom finansiell ekonomi: teorin om effektiva marknader.<sup>1</sup> Denna teori har haft stort inflytande över allt från pensionssystemets utformning till redovisningsregler. Även om det börjar uppstå en form av samstämmighet bland ekonomer kring krisens orsaker, är det värt att komma ihåg att 1930-talets stora depression fortfarande är hett omdebatterad bland ekonomhistoriker och ekonomiska teoretiker.

Rapportens inleds med en översiktlig beskrivning av krisens förlopp, som följs av en genomgång av krisens orsaker. Krisen jämförs sedan med andra finansiella kriser. Därefter följer kapitel som dels beskriver hur regleringen av den finansiella sektorn ser ut idag, dels hur det är troligt att regleringen, som effekt av krisen, kommer att utvecklas under de kommande åren. Slutligen förs ett resonemang om ett möjligt löntagarperspektiv på dessa reformförslag.

Det är uppenbart att denna kris bör få långtgående effekter på hur regleringen av finansiella institutioner och instrument ska utformas. Det är också rimligt att krisen får effekter på hur belöningsystem utformas i den finansiella sektorn och hur staten tar betalt för olika former av stöd och garantier.

Rapporten fokuserar i hög grad på amerikanska förhållanden, även om den också försöker spegla den svenska utvecklingen. Rapporten berör effekter på den reala ekonomin<sup>2</sup>, och krisens spridning till världsekonomin, endast i förbigående.

---

<sup>1</sup> Teorin om effektiva marknader säger att finansiella marknader är effektiva när det gäller att avspegla befintlig information och att inkorporera ny information i prissättningen. Varken analys av historiska prisrörelser eller av fundamentala mått kan bidra till att identifiera felaktiga priser. Denna hypotes säger också att det finns ett starkt samband mellan risk och förväntad avkastning.

<sup>2</sup> Med begreppet real ekonomi menas exempelvis produktion och sysselsättning.

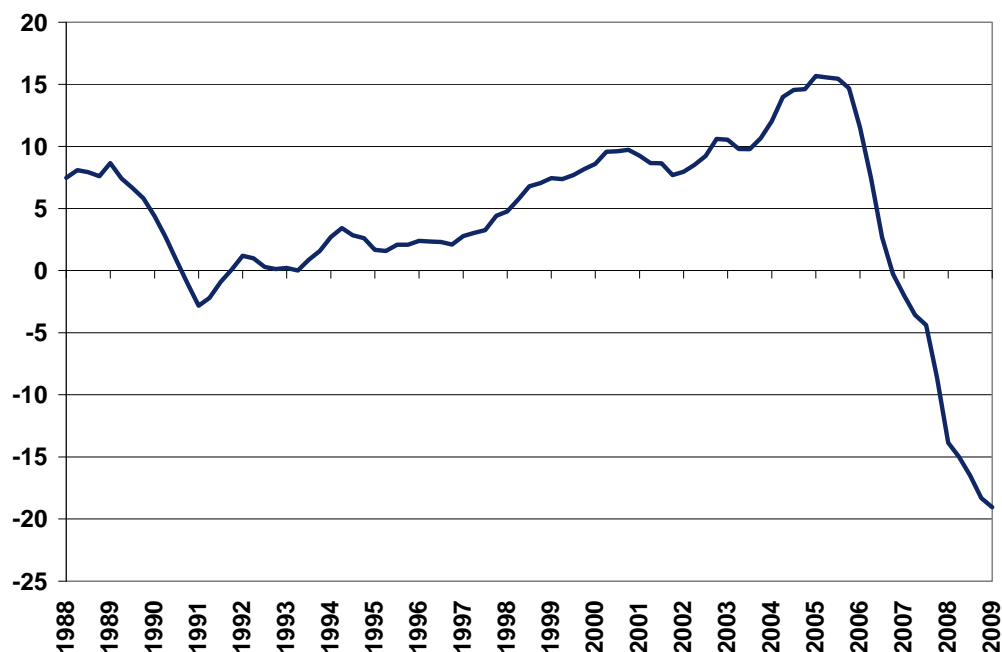
# Krisens förlopp

## Förluster på bolån

Den första förändringen om krisen kom i maj 2006 när flera mätningar visade att nivån på de amerikanska bostadspriserna hade börjat falla (se Figur 1). Under sommaren och hösten 2006 hördes allt fler signaler om att den amerikanska bostadsmarknaden, i termer av priser och nybyggnation, hade säckat ihop. Nationalräkenskaperna för tredje kvartalet 2006 visade att den amerikanska ekonomin höll på att bromsa in.

I februari 2007 började det uppmärksammas att många hushåll med så kallade *subprimelån*<sup>3</sup> hade svårt att klara räntebetalningarna. Priset på värdepapper med kopplingar till bolån började falla. Även de privata företag som sysslar med kreditvärdering, ratinginstituten, började dra öronen åt sig, och sänkte betygen för många bolånerelaterade värdepapper, i vissa fall i flera steg, vilket är mycket ovanligt.<sup>4</sup> Allt fler blickar vändes mot de 54 miljoner amerikanska hushåll som har bolån.<sup>5</sup>

**Figur 1: Amerikanska bostadspriser, procentuell förändring, årstakt**



Källa: Case-Shiller National Index, Standard & Poors

## Lägre förtroende och sämre likviditet

Under sommaren 2007 började det stå klart att många banker och finansiella institutioner hade problem kopplade till den amerikanska bostadsmarknaden. I mitten på juni tvingades investeringsbanken Bear Sterns skjuta till drygt 3 miljarder dollar

<sup>3</sup> Subprimelån är lån till hushåll med låg kreditvärdighet. Någon svensk motsvarighet finns egentligen inte.

<sup>4</sup> En kreditrating är en värdering av den långsiktiga risken för betalningsinställelse. En rating säger ingenting om värdet på ett skuldinstrumentet eller hur lätt det kommer att vara att sälja till en annan köpare. Kreditrating uttrycks ofta i olika riskklasser, där exempelvis AAA betecknar låg risk för utebliven betalning.

<sup>5</sup> Greenlaw et al (2008), s. 15.

till två fonder med problem. I juli misslyckades IKB, en mindre tysk bank, med att få ny finansiering till en fond med investeringar i bolånerelaterade värdepapper och kunde inte själv bidra med utlovat kapital. En första kulmen på krisen nåddes i och med att en fransk bank, BNP Paribas, den 9 augusti 2007 stängde uttagsmöjligheterna från tre av sina fonder, eftersom det inte längre gick att sätta en rättvisande värdering på fondens tillgångar, som framförallt bestod av *strukturerade produkter*.<sup>6</sup>

### **FAKTARUTA: KRISENS SKEDEN**

#### **2006 – sommaren 2007: Förluster på bolån**

En stigande andel av amerikanska hushåll får svårt att klara betalningarna på sina bolån. Förväntningar om fallande bostadspriser blir vanligt förekommande.

#### **Sommar – höst 2007: Lägre förtroende och sämre likviditet**

Räntorna på interbanklån och flera typer av kreditprodukter stiger kraftigt. Mindre banker har svårt att få finansiering.

#### **Höst 2007 – tidig sommar 2008: Stora förluster i bankerna**

Banker gör stora förluster på sin värdepappershandel. Marknaden för lån mot säkerhet får stora problem. Oron för att stora banker har likviditetsproblem stiger.

#### **Sommar 2008: Bolåneinstituten får problem**

Bankernas förluster stiger och likviditetsproblemen blir allt mer intensiva. De stora amerikanska bolåneinstituten Fannie Mae och Freddie Mac får problem med sin finansiering.

#### **September 2008: Förtroendekollaps**

Lehman Brothers går i konkurs. En förtroendekollaps gentemot stora banker gör dem helt beroende av stöd från centralbankerna.

#### **Oktober 2008: Massiva stödåtgärder**

Regeringar garanterar de stora finansiella institutionerna. Centralbanker skjuter till stora mängder likviditet och lättar på lånevillkoren. Upplåningsgarantier lanseras.

#### **November 2008 – ?: Reala effekter och statliga stimulanspaket**

Företag och hushåll har svårare att få lån. Förtroendet bland företag och hushåll försämras över hela världen, med kraftig effekt på investeringar och konsumtion. Många regeringar sjösätter stimulanspaket för att mildra effekten på produktionen.

Källa: Financial Services Authority (2009).

Banker sågs plötsligt som riskabla att låna ut pengar till och räntan för utlåning mellan banker steg kraftigt. Både den europeiska centralbanken ECB och den amerikanska centralbanken Federal Reserve såg sig tvungna att låna ut mer pengar än vanligt till bankerna. Den 18 september 2007 sänkte Federal Reserve sin styrränta med en halv procentenhet.

<sup>6</sup> Strukturerade produkter har som bas alltid någon form av räntepapper, ofta obligationslån, som kompletterats med en option på aktie-, ränte- eller valutamarknaden. De kallas bl. a. aktieindexobligationer och kreditkorgsobligationer. Se Nyberg et al (2006), s. 133-134.

## Stora förluster i bankerna

Även om dessa störningar framförallt kunde härledas till den amerikanska bostadsmarknaden, så fick de snabbt spridning till Europa och andra delar av det finansiella systemet. I september 2007 blev bolåneinstitutet Northern Rock föremål för den första uttagsanstörningen i Storbritannien på över hundra år. Northern Rock byggde sin finansiering på att ge ut vad som på svenska skulle kallas bankcertifikat, det vill säga räntepapper med korta löptider samt på *värdepapperisering*<sup>7</sup> av bolån. Efter den 9 augusti minskade efterfrågan på korta räntepapper och Northern Rock lyckades inte någon hitta alternativ finansiering. När Northern Rocks situation blev offentlig den 14 september började inlånarna att köa utanför bankens kontor för att få ut sina pengar. Den brittiska regeringen förstatligade Northern Rock efter att ha misslyckats med att hitta en privat köpare.

Under hösten 2007 skrev många banker i framförallt USA ner värdet på bolånerelaterade tillgångar, samtidigt som de försökte förstärka det egna kapitalet genom nyemissioner. Olika försök gjordes att skatta hur stora förlusterna på amerikanska bostadslån skulle bli. I juli uppskattade den amerikanska centralbankschefen Ben Bernanke förlusterna på subprimelån till mellan 50 och 100 miljarder dollar. I december 2007 hade skattningsarna blivit betydligt högre. Vissa analyser pekade på att bolåneförlusterna snarare skulle uppgå till minst 250 miljarder dollar.<sup>8</sup>

I december 2007 och januari sänkte Federal Reserve styrräntan med sammanlagt 1,5 procentenhet för att förbättra *likviditeten*<sup>9</sup> i den finansiella sektorn. Federal Reserve gjorde det även lättare för banker att låna pengar mot säkerhet. I februari 2008 antog den amerikanska Kongressen ett ekonomiskt stimulanspaket, som inkluderade en skatterabatt till hushållen värd ca 100 miljarder dollar.

Investeringsbanken Bear Sterns, en av de större i USA, fick i mars 2008 allt större problem att få finansiering. Banken var kraftigt belånad och en stor del av tillgångarna var kopplade till bolån. Kunder och motparter undvek att göra affärer med banken eller krävde allt större säkerheter. Bear Sterns sågs av amerikanska myndigheter som en central aktör i det finansiella systemet och kunde inte tillåtas ställa in betalningarna. Federal Reserve tog över bolånerelaterade tillgångar för 29 miljarder dollar och såg till att den finansiellt starkaste av de amerikanska storbankerna – JPMorgan Chase – kunde köpa Bear Sterns billigt. Under april gjorde IMF en ny prognos för hur stora förlusterna på bolån skulle bli: 565 miljarder dollar.<sup>10</sup>

## Bolåneinstitutet får problem

De amerikanska bolåneinstitutet Fannie Mae och Freddie Mac var federala fram till dess att de privatiserades mellan 1968 och 1970. Även efter detta har de haft Kongressens uppdrag att underlätta för privatpersoner att få bostadslån.<sup>11</sup> Det gör dessa företag genom att köpa bolån av banker. Finansieringen får man genom att emittera obligationer, så kallade *agency bonds*, med bolånen som säkerhet. Under

---

<sup>7</sup> Värdepapperisering innebär att en stock av krediter samlas i ett särskilt bolag, som sedan finansieras på marknaden genom emission av obligationer. Se Nyberg et al (2006), s. 99.

<sup>8</sup> Greenlaw et al (2008), s. 13.

<sup>9</sup> Likviditet är förmågan att kunna köpa eller sälja en tillgång med kort varsel.

<sup>10</sup> IMF (2008a).

<sup>11</sup> De kallas därför för Government-Sponsored Enterprises (GSEs).



2007 var Fannie Mae och Freddie Mac nästan de enda aktörerna på bolånemarknaden eftersom de hade fått i uppdrag av Kongressen att köpa mer lån än vanligt i ett försök att stabilisera bostadsmarknaden. Under 2008 ledde högre upplåningskostnader och behov av nytt kapital till stora problem för instituten. Under juli började många investerare att ifrågasätta institutens solvens. Deras aktiekurser sjönk kraftigt, samtidigt som räntorna på agency bonds gick upp, vilket innebar att finansieringskostnaderna steg. Den 13 juli 2008 garanterade den amerikanska finansministern Henry Paulson Fannie Mae och Freddie Macs samtliga skulder, som vid den tidpunkten omfattade 5 300 miljarder dollar. Om dessa två institut hade blivit insolventa kunde det ha hotat den amerikanska statens kreditvärdighet, eftersom det fanns en vida spridd uppfattning att de var försedda med en implicit statlig garanti. Den 7 september beslöt den amerikanska regeringen att de två bolåneinstitut skulle övergå i ett statligt förvaltarskap.

### **Förtroendekollaps**

I september 2008 fick Lehman Brothers, USA:s fjärde största investeringsbank, problem av samma typ som redan drabbat Bear Sterns, när kunder, motparter och långgivare blev allt mer ovilliga att ha med banken att göra. Det gick inte att hitta någon köpare så länge regeringen inte garanterade värdet på Lehmans tillgångar. Det amerikanska finansdepartementet, Treasury, och Federal Reserve, beslutade den 14 september att inte ge några garantier, vilket innebar dödsstöten för Lehman Brothers, som ansökte om konkurs måndagen den 15 september.<sup>12</sup>

Lehmans fall sände chockvågor genom de finansiella marknaderna, eftersom de flesta finansiella aktörer hade utgått från att banken inte skulle tillåtas att gå i konkurs. Kostnaderna för olika typer av kreditförsäkringar, särskilt gentemot banker och andra finansiella företag, sköt i höjden. Värdet på värdepapper utgivna av banker störtade. Aktiemarknaderna föll kraftigt. Amerikanska företag, kommuner och delstater började få problem att överhuvudtaget få krediter. Vid denna tidpunkt stod det klart att den finansiella krisen skulle få reala och globala effekter.

Ungefär samtidigt blev det känt att AIG, USA:s största försäkringsbolag, hade akuta likviditetsproblem. Vid sidan av att sälja försäkringar hade AIG byggt upp en stor verksamhet inom *kreditderivat*<sup>13</sup>. Dessa instrument användes bland annat som försäkringar mot förluster på bolånerelaterade värdepapper. Problemen på de finansiella marknaderna hade lett till enorma förluster. Federal Reserve valde därför den 16 september att gå in med 85 miljarder dollar i kapital i utbyte mot 80 procents ägande.

De kraftiga effekterna av Lehmans fall och problemen i AIG framgår av Figur 2, som visar skillnaden i ränta mellan bankernas upplåning och den amerikanska statens upplåning, som brukar betraktas som riskfri. När denna skillnad (så kallad TED-spread) stiger är det vanligtvis ett tecken på att de finansiella marknaderna ser en ökad kreditrisk hos bankerna. Det är också ett tecken på att bankerna har stora problem med sin finansiering.

---

<sup>12</sup> Enligt Bernanke (2008) gav den amerikanska lagstiftningen inget utrymme för att rädda Lehman Brothers eftersom det inte var en bank med inlåning och inte ingick i insättningsgarantisystemet.

<sup>13</sup> Kreditderivat är knutna till kreditrisken i obligationer, framförallt företagsobligationer. Den vanligaste formen av kreditderivat är Credit Default Swaps (CDS). Se Nyberg et al (2006), s. 130-132.

**Figur 2: Interbankmarknaden, TED-spread**



Källa: Federal Reserve Board

Dessa problem drabbade inte endast andra amerikanska banker, som Wachovia och Washington Mutual, utan även Dexia, Fortis och Hypo Real Estate i euroområdet. I Storbritannien tog Lloyds TSB över bankkollegan HBOS. Abbey National tog över bolåneinstitutet Bradford & Bingleys kontorsnät, medan själva tillgångarna togs över av den brittiska staten.<sup>14</sup>

Island drabbades oerhört hårt av finanskrisen. De isländska bankerna har under senare år expanderat i främst Norden och Storbritannien via företagsförvärv och egna etableringar. Finansieringen har huvudsakligen skett genom lån på de internationella kapitalmarknaderna. Akuta finansieringsproblem ledde till att den isländska staten under september och oktober tog över landets tre största banker: Glitnir, Landsbanki och Kaupthing. För att stabilisera valutan och refinansiera bankerna fick Island ett stödpaket från IMF värt två miljarder dollar.<sup>15</sup>

### **Massiva stödåtgärder**

Den 19 september presenterade finansminister Henry Paulson och centralbankschefen Ben Bernanke en räddningsplan för den finansiella sektorn värd 700 miljarder dollar. Ny lagstiftning gjorde det möjligt för Treasury att köpa tillgångar, ge garantier och skjuta till kapital till finansiella institutioner med svaga balansräkningar. Men tillgångsmarknaderna fortsatte att falla. Mellan den 6 och den 10 oktober hade den amerikanska börsen sin sämsta vecka på hundra år och föll med 18 procent. Som framgår av Figur 3 har finanskrisen fått väldigt kraftig effekt på börser över hela världen.

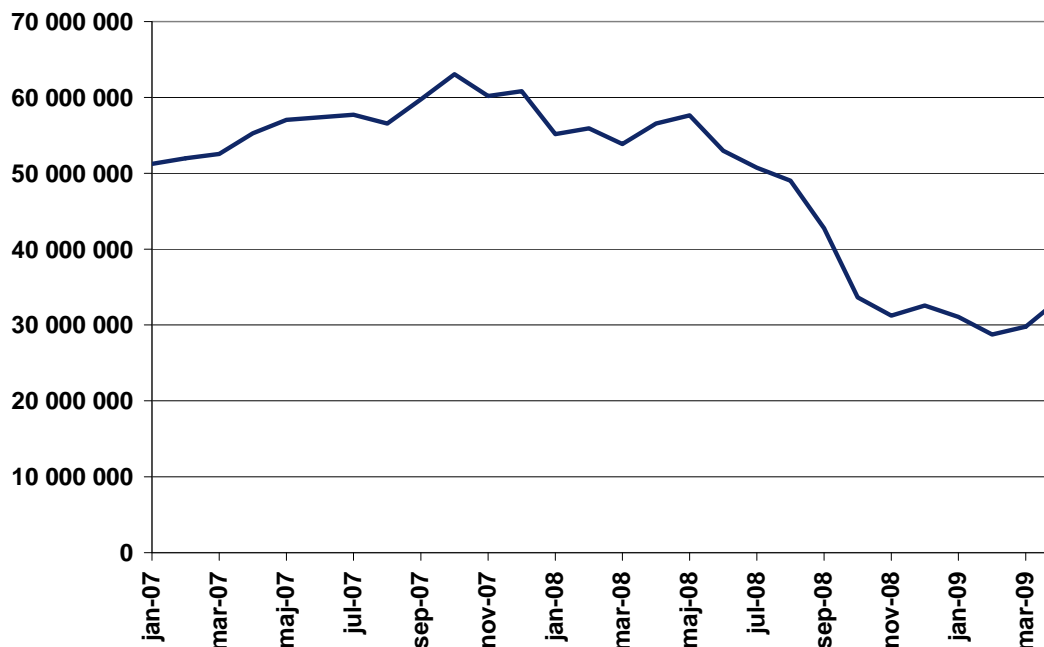
I oktober 2008 sänktes den amerikanska styrräntan med sammanlagt en procentenhet. Investerarnas förtroende för finansiella institutioner var i början av oktober så lågt att

<sup>14</sup> HM Government (2009), s. 20.

<sup>15</sup> Riksbanken (2008).

en internationell finansiell kollaps inte framstod som osannolik.<sup>16</sup> I oktober 2008 höjde IMF, än en gång, sin skattning av förlusterna från amerikanska bolån, den här gången till 750 miljarder dollar.<sup>17</sup>

**Figur 3: Globalt börsvärde, miljoner dollar<sup>18</sup>**



Källa: World Federation of Exchanges

Den finansiella krisen fick kraftiga återverkningar på alla viktiga tillgångsmarknader. Investerare övergav tillgångar som ansågs riskfyllda och sökte sig istället till traditionellt säkra investeringar, som korta amerikanska statspapper. Det stora köptrycket gjorde att räntorna på dessa under en period låg kring noll.

Paniken nådde även Sverige. Den 6 oktober lade regeringen en proposition om att dubbla insättningsgarantin till 500 000 kr per konto.<sup>19</sup> Den 8 oktober sänkte Riksbanken i en gemensam aktion med andra centralbanker styrräntan med en halv procentenhet. I slutet av oktober sänktes den svenska styrräntan med ytterligare en halv procentenhet. Riksbanken gav under oktober så kallat likviditetsstöd till både Kaupthing Sverige och Carnegie Investment Bank, med hänvisning till att en betalningsinställelse skulle skada förtroendet för betalningssystemet.

De svenska bankerna har haft låg exponering mot den amerikanska bostadsmarknaden. Men lägre förtroende för banker generellt ledde till att kostnaderna för marknadsfinansiering ökade kraftigt. Under hösten fungerade marknaden för bostadsobligationer, som utgör en viktig del av bankernas likviditetsbuffertar, dåligt. Som mest var marginalen mellan bostadsobligationer och statsobligationer 200 räntepunkter, jämfört med 10 till 30 punkter före krisen.<sup>20</sup>

<sup>16</sup> Bernanke (2009a).

<sup>17</sup> IMF (2008b).

<sup>18</sup> Total marknadskapitalisering för World Federation of Exchanges 51 medlemsbörser.

<sup>19</sup> Proposition 2008/09:49.

<sup>20</sup> Bergström (2009), s. 8.

Samtliga EU-länder lade under oktober fram liknande finansiella stabilitetsplaner. I Sverige presenterades planen den 20 oktober. Riksgäldskontoret pekades ut som ansvarig myndighet för att stödja den finansiella sektorn. Regeringen slog även fast att samtliga fyra storbanker är centrala för stabiliteten i det svenska finansiella systemet och därmed i praktiken inte kommer att tillåtas gå omkull. Flera europeiska länder inrättade upplåningsgarantiprogram för att säkra bankernas finansiering. Det svenska programmet omfattar maximalt 1 500 miljarder kronor. Den tyska motsvarigheten uppgår till 400 miljarder euro, eller drygt 4 000 miljarder kronor.

I USA fortsatte problemen inom den finansiella sektorn att hopa sig. Under oktober och november lånade Federal Reserve och Treasury ut ytterligare 77 miljarder dollar till AIG, som därmed totalt hade fått 150 miljarder dollar i olika former av statligt stöd.<sup>21</sup> Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), den amerikanska insättningsgarantimyndigheten, garanterade den 14 oktober all ny upplåning av de banker som ingår i insättningsgarantisystemet. Citigroup, en av USA:s största banker, fick den 23 november ett stort stödpaket. Regeringen ställde ut garantier för tillgångar och värdepapper motsvarande 306 miljarder dollar, samtliga kopplade till bostads- och fastighetssektorn. Treasury åtog sig att investera 20 miljarder dollar i banken i utbyte mot preferensaktier. Enligt en sammanställning gjord i februari i år (Figur 4) har USA, vid sidan av garantier och mer indirekta former av stöd, skjutit till cirka 317 miljarder dollar i kapital till bankerna.

**Figur 4: Statliga kapitaltillskott till banker, miljarder dollar**

<b>L a n d</b>	<b>K a p i t a l t i l l s k o t t</b>
U S A	3 1 7 , 5
T y s k l a n d	4 0 , 7
S t o r b r i t a n n i e n	5 2 , 2
S c h w e i z	5 , 2
L u x e m b u r g	3 , 7
K i n a	2 , 1
H o l l a n d	1 7 , 9
F r a n k r i k e	1 0 , 5
B e l g i e n	1 5 , 6
<b>T o t a l</b>	<b>4 6 5 , 4</b>

Källa: HM Government (2009).

Även i Storbritannien tvingades regeringen investera stora belopp i bankerna i form av eget kapital. Royal Bank of Scotland har fått 20 miljarder pund i kapitaltillskott, medan Lloyds/HBOS har fått 17 miljarder pund i nytt kapital.

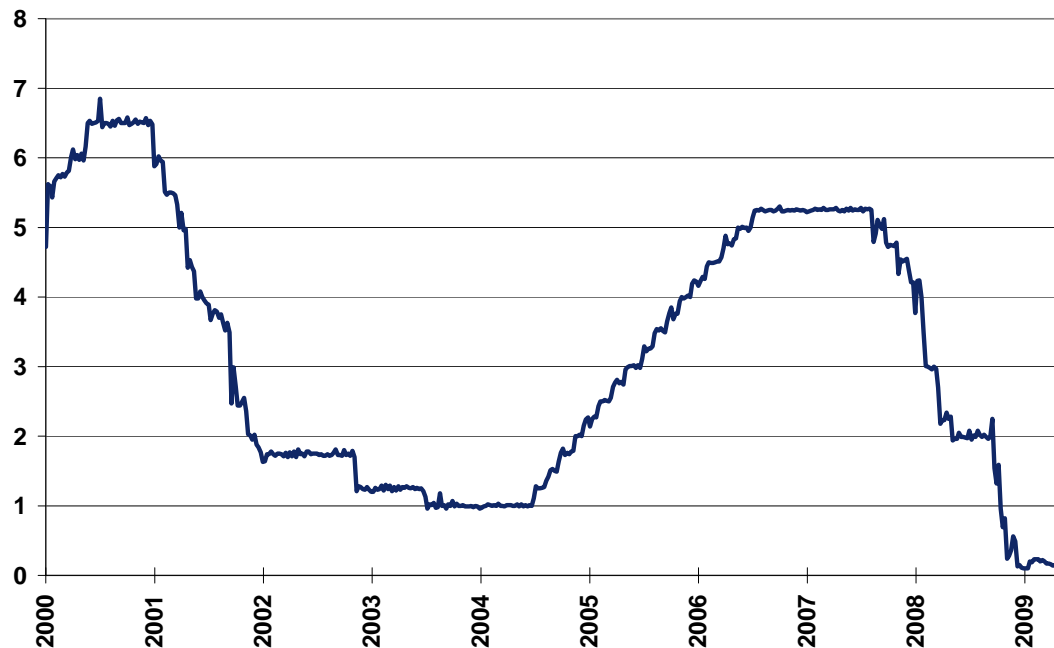
### **Reala effekter och statliga stimulansåtgärder**

Centralbanker världen över fortsatte att utforska nya bottenivåer för sina styrräntor. Den 3 december sänkte Sveriges Riksbank styrräntan radikalt: från 3,75 till 2 procent. Den 16 december satte Federal Reserve målet för den amerikanska styrräntan till strax över noll procent, som framgår av Figur 5. På grund av dåligt fungerande finansiella

<sup>21</sup> USA:s BNP 2008 var 14 265 miljarder dollar, enligt Bureau of Economic Analysis. Stödet till AIG motsvarar därför drygt 1 procent av BNP.

marknader fick räntesänkningarna inte lika stor effekt på de korta räntorna och utlåningen som de vanligtvis skulle ha fått. Federal Reserve lanserade därför en lång rad olika program för att underlätta kreditförsörjningen. Fler finansiella institutioner fick låna pengar hos Federal Reserve, mot nya typer av säkerheter. På vissa finansiella marknader valde den amerikanska centralbanken att köpa värdepapper direkt av säljarna, något som tidigare inte förekommit. På ett år fördubblades Federal Reserves balansräkning till nästan 2 000 miljarder dollar.

**Figur 5: Federal Reserves styrränta, effektiv**



Källa: Federal Reserve Board

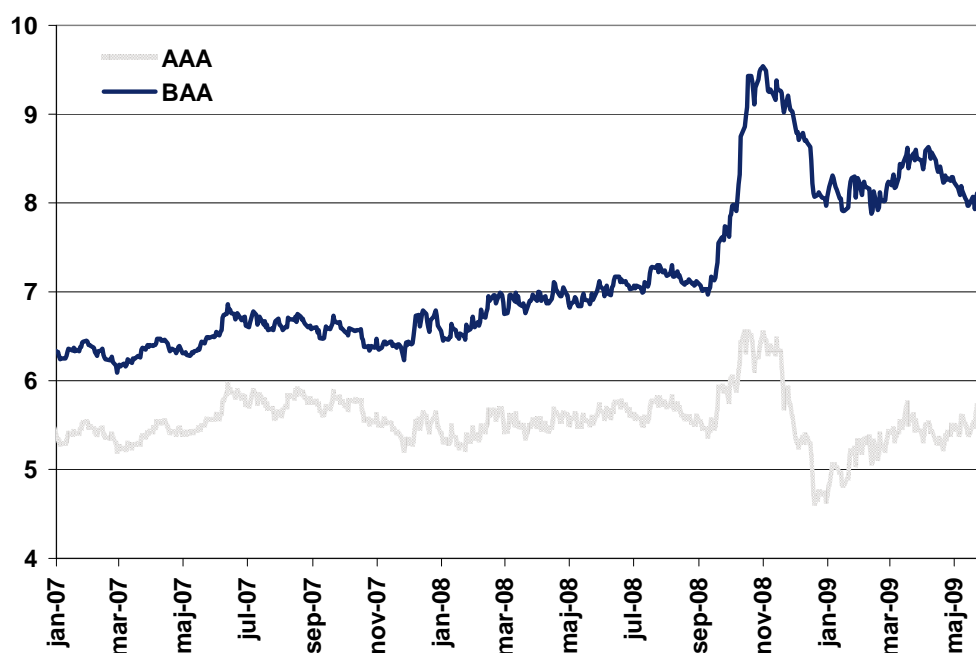
Samma fenomen, om än i mindre skala, kunde noteras i Sverige. Riksbanken försåg bankerna med krediter i kronor och dollar med längre löptid än vad marknaden kunde erbjuda. Under andra halvåret 2008 ökade Riksbanken sin utlåning till bankerna med över 450 miljarder kronor, varav närmare 200 miljarder kronor avsåg utlåning i dollar, finansierat genom ett bytesavtal med Federal Reserve. Även Riksbanken ändrade sina krav vid utlåningen, så att fler typer av värdepapper kunde lämnas som säkerheter.<sup>22</sup> Under perioden mellan oktober och januari svarade Riksbanken och staten för, eller garanterade, i stort sett hela banksektorns upplåning.<sup>23</sup>

**Under början på 2009 började vissa av centralbankernas åtgärder att få effekt. I mars kunde exempelvis Ben Bernanke rapportera att marknaderna för företagens korta räntepapper fungerade bättre och att räntorna för lån mellan bankerna hade gått ner kraftigt. Räntenivåerna för företagsobligationer hade minskat något, särskilt för företag med hög rating (se Figur 6). Fortfarande var det närapå omöjligt att värdepapperisera krediter. I skrivande stund tyckts det som att den värsta krisen på de finansiella marknaderna är över.**

<sup>22</sup> Ingves (2009).

<sup>23</sup> Öberg (2009).

**Figur 6: Räntor på amerikanska företagsobligationer**



Källa: Federal Reserve Board

Däremot vet vi inte ännu hur djup krisen i den reala ekonomin kommer att bli. Mycket tyder på att effekterna kommer att bli stora. Fallande tillgångspriser har haft stor inverkan på de amerikanska hushållens förmögenhet (se Figur 7), vilket i sig ger stora effekter på konsumtionen. Men det är inte bara USA som drabbats hårt.

Under fjärde kvartalet 2008 inträffade ett kraftigt, synkroniserat fall i den globala ekonomiska aktiviteten, med särskilt tydlig effekt i världshandeln. Länder med stort exportberoende, som Japan, Sverige, Sydkorea och Tyskland, påverkas därför mer av krisen än de länder, USA och Storbritannien, vars finansiella sektorer har varit centrala för krisens förlopp. Medan industriproduktionen har minskat med 10 procent i Storbritannien, har den rasat med 20 procent i Tyskland och 30 procent i Japan. Efterfrågan på exempelvis vitvaror och maskiner har fallit kraftigt på grund av svagare konsumentförtroende och försämrad tillgång på krediter.<sup>24</sup>

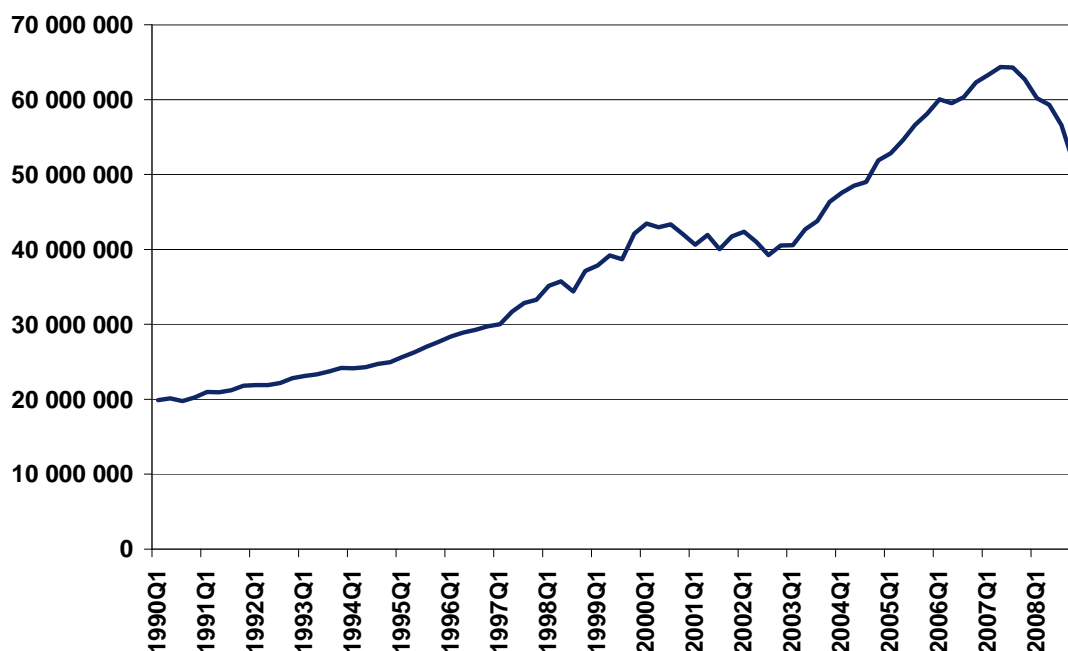
Det finns tecken som tyder på att takten i fallet i produktionen har börjat avta i industriländerna och att stämningläget både bland konsumenter och företag har börjat förbättras. I Sverige minskade produktionen med cirka 1 procent under första kvartalet, jämfört med fjärde kvartalet 2008, då motsvarande siffra var minus 5 procent.

Det som framförallt inger oro är att bankkriser, historiskt, har tagit ganska lång tid att reparera. För Sveriges del är utvecklingen i Baltikum särskilt bekymrande. Svenska banker är de viktigaste aktörerna i Baltikum och riskerar att göra stora kreditförluster. Riksbankens bedömning är att de svenska bankerna kommer att göra kreditförluster om sammanlagt 170 miljarder kronor under 2009 och 2010, varav ca 40 procent

<sup>24</sup> Bean (2009).

härör från Baltikum och övriga Östeuropa. Vid slutet av första kvartalet var storbankernas totala utlåning till de baltiska länderna 483 miljarder kronor.<sup>25</sup>

**Figur 7: Amerikanska hushålls nettoförmögenhet, miljoner dollar**



Källa: Federal Reserve Board

De baltiska ekonomierna har drabbats hårdare än alla andra länder i EU av finanskrisen och lågkonjunkturen. Mellan 2003 och 2007 hade de hög tillväxt till följd av stark inhemsk efterfrågan finansierad med lån från utlandet. Finanskrisen gjorde att kapitalflödena utifrån minskade, samtidigt som fallet i världshandeln blev särskilt kännbart i dessa länder. Under första kvartalet i år föll den ekonomiska aktiviteten, mätt som BNP, med 11 procent i Litauen, med 16 procent i Estland och med hela 19 procent i Lettland, jämfört med samma period förra året.

Problemen på den amerikanska bostadsmarknaden, som utlöste krisen, kvarstår. Bostadspriserna faller fortfarande. Andelen hushåll – en åttondel – som inte klarar att betala sina bolån ökar och ligger den högsta nivån sedan mätningarna började 1972.<sup>26</sup> Stabilare förhållanden på bostadsmarknaden är troligen en förutsättning för att den amerikanska ekonomin ska kunna växa i mer än mycket måttlig takt. Dess utveckling är av den anledningen viktig för den globala ekonomins utveckling.

<sup>25</sup> Riksbanken (2009).

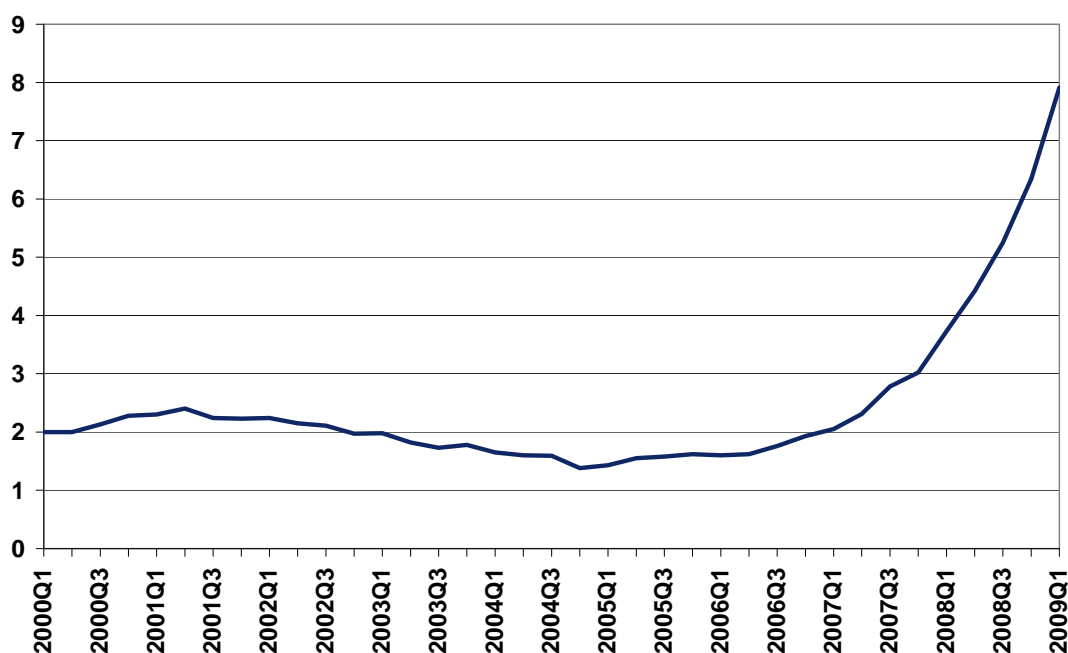
<sup>26</sup> Howley (2009).

## Krisens orsaker

Finanskrisen föregicks i USA av en period med snabbt stigande huspriser, låga räntor och stigande bytesbalansunderskott. Krisen hade också föregåtts av en period med finansiell avreglering, både formellt och i form av lägre ambitionsnivå från ansvariga myndigheter.<sup>27</sup> Vad gäller den utlösande faktorn råder det knappast något tvivel om att fallande bostadspriser är centrala. Andelen bolån med uteblivna betalningar ökade kraftigt (se Figur 8) och många finansiella institutioner gjorde stora förluster, antingen direkt på bolån eller via relaterade värdepapper.

Ingen av dessa faktorer innebär med någon självklarhet en finansiell kris av den omfattning vi nu har upplevt. Vi kan säga att de är nödvändiga, men inte tillräckliga villkor.

**Figur 8: Amerikanska bolån med uteblivna betalningar, procent**



Källa: Federal Reserve Board

Orsakerna till finanskrisen är enligt den tolkning som idag framstår som mest trolig följande: Globala obalanser skapade en situation med låga reala räntor, vilket i sin tur bidrog till en snabb kreditillväxt. Nya finansiella instrument och nya finansieringsformer för finansiella institut spelade en central roll i att möjliggöra kreditillväxten. En tillgångsbubbla byggdes upp inom bostadssektorn. Krisen möjliggjordes alltså av en kombination av förhållanden på makronivå, stora nationers ekonomiska politik, och förhållanden på mikronivå, det vill säga beslut i företag och finansiella institutioner.

Mellan dessa två beslutsnivåer borde det ha funnits fungerande reglering och tillsyn av den finansiella sektorn. Så var inte fallet. Avreglering av den finansiella sektorn, i kombination med obefintlig tillsyn, gjorde att en stor del av det kapital som flödade in

<sup>27</sup> Reinhart och Rogoff (2007).



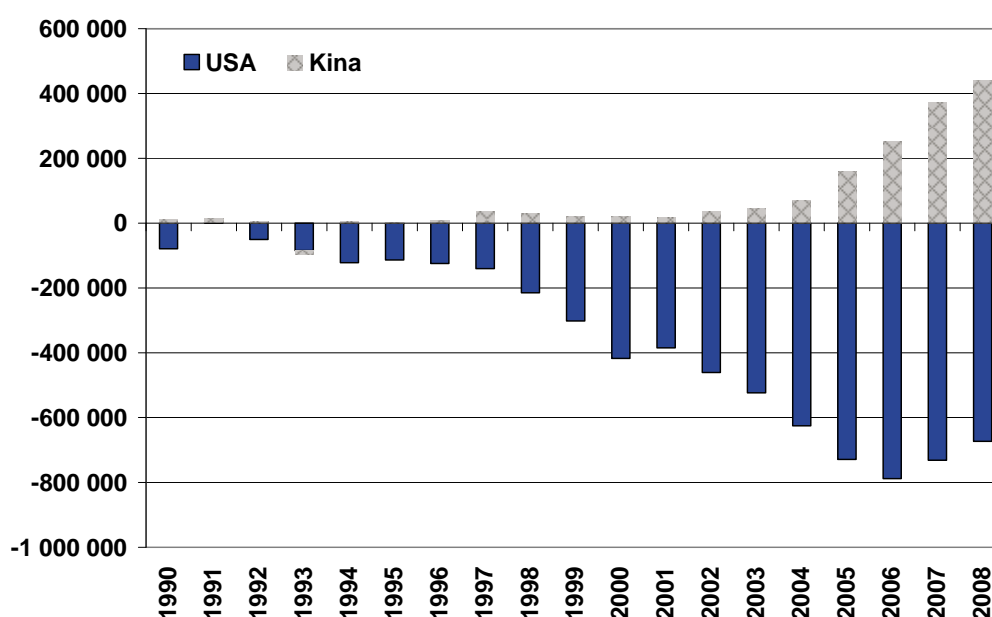
i USA och andra underskottsländer investerades på ett vårdslöst sätt.<sup>28</sup> Det gjorde att det finansiella systemet, särskilt bankerna, visade sig oväntat sårbara när *tillgångsbubblan*<sup>29</sup> väl sprack. Ersättningssystemen i den finansiella sektorn har troligen bidragit till att vissa företag tog för stora risker. En penningpolitik som försökte dämpa fallet i tillgångspriser, men inte ansågs lämplig för att kyla av bubblor, kan också ha varit en bidragande orsak.

Det som fortfarande framstår som något av ett mysterium är hur impulsen, den utlösande faktorn, kunde få en så förvånande stor effekt. Hur kunde förluster på kanske 1 000 miljarder dollar leda till att det globala börsvärdet föll med 30 000 miljarder dollar?

### Globala obalanser

Den amerikanska ekonomin hade kraftigt stigande underskott i sina bytesbalanser<sup>30</sup> mellan början på 1990-talet och 2006. Motsvarande bytesbalansöverskott har framförallt varit koncentrerade till Kina, andra asiatiska länder, oljeexporterande länder och ett fåtal europeiska exportnationer. Det amerikanska bytesbalansunderskottet härrör framförallt från ett underskott i handelsbalansen, som 1996 var 1,2 procent av BNP och 2006 hade vuxit till 5,9 procent av BNP.

**Figur 9: Bytesbalans, miljoner dollar**



Källa: OECD

Orsaken till de globala obalanserna är inte given. Beror de på en stor efterfrågan på krediter i USA? Eller beror de på ett stort utbud av krediter från länder med överskott i bytesbalanserna? Denna fråga har diskuterats intensivt bland amerikanska ekonomer under flera år. Vissa ekonomer har hävdade att det har funnits rationella skäl till att en

<sup>28</sup> Bernanke (2009b).

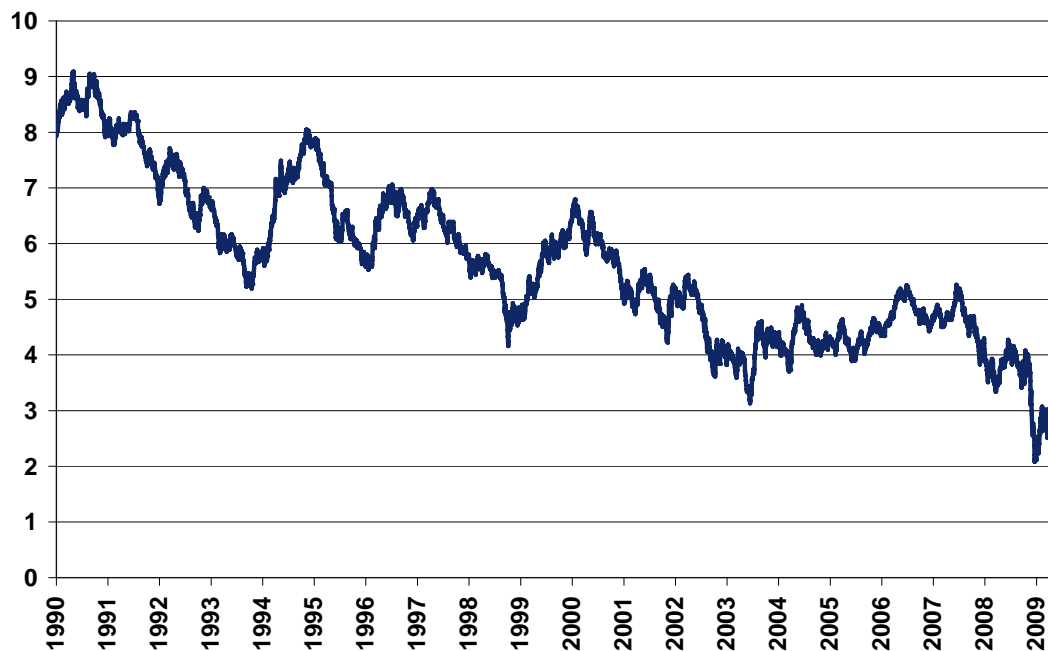
<sup>29</sup> En bubbla kan sägas existera när en tillgång köps framför allt därför att dess värde förväntas stiga.

<sup>30</sup> Bytesbalansens saldo visar skillnaden mellan vad som produceras och vad som förbrukas i ett land. Bytesbalansen är summan av handels- och tjänstebalanserna, transfereringar till och från utlandet samt avkastningen på kapital.

så stor del av världens sparande har gått till USA. Jämfört med andra rika länder har USA hög befolkningstillväxt och finansiella marknader som är ”djupa” och välfungerande.<sup>31</sup> Idag finns det relativt stor samstämmighet om att bytesbalansunderskottet framförallt är ett uttryck för det låga sparandet i hushållssektorn och inte på förträffligheten i det amerikanska finansiella systemet.

Ytterligare en trolig förklaring är de bittra erfarenheter som många asiatiska länder gjorde under Asienkrisen 1997-1998. Då lärde man sig att det var mindre riskfyllt att låna ut än att låna, vilket ledde till mindre betoning på inhemsk konsumtion och investeringar, och flera av de asiatiska länderna gick från att nettoimportera till att nettoexportera kapital.<sup>32</sup>

**Figur 10: Ränta, amerikansk statsobligation, 10 år**



Källa: Federal Reserve Board

De globala obalanserna doldes delvis av att Kina, Indien och andra länder under senare år spelat en allt viktigare roll i världsekonomin och bidragit till att utbudet av arbetskraft och billiga produkter ökat kraftigt. Dessa förändringar ledde till att inflationstrycket minskade i många länder. Låga prishöjningar i konsumentledet, tillsammans med låga inflationsförväntningar, gjorde det möjligt för centralbanker att tillämpa historiskt låga nominella styrräntor utan risk för hög inflation.<sup>33</sup>

De globala makroekonomiska balanserna har utgjort fond för den finansiella krisen. Det höga sparandet i länder som Kina, i kombination med en mer eller mindre fast växelkurs, ofta i syfte att stödja en tillväxtstrategi byggd på export, har lett till kraftigt ökade centralbanksreserver. Dessa har investerats i räntepapper med låg risk, framförallt amerikanska statsobligationer. Tillsammans med låga nominella räntor har detta inneburit låg avkastning på många räntepapper (se Figur 10), en låg realränta

<sup>31</sup> Se exempelvis Cooper (2008).

<sup>32</sup> Diamond och Rajan (2009), s. 2.

<sup>33</sup> HM Government (2009), s. 28.

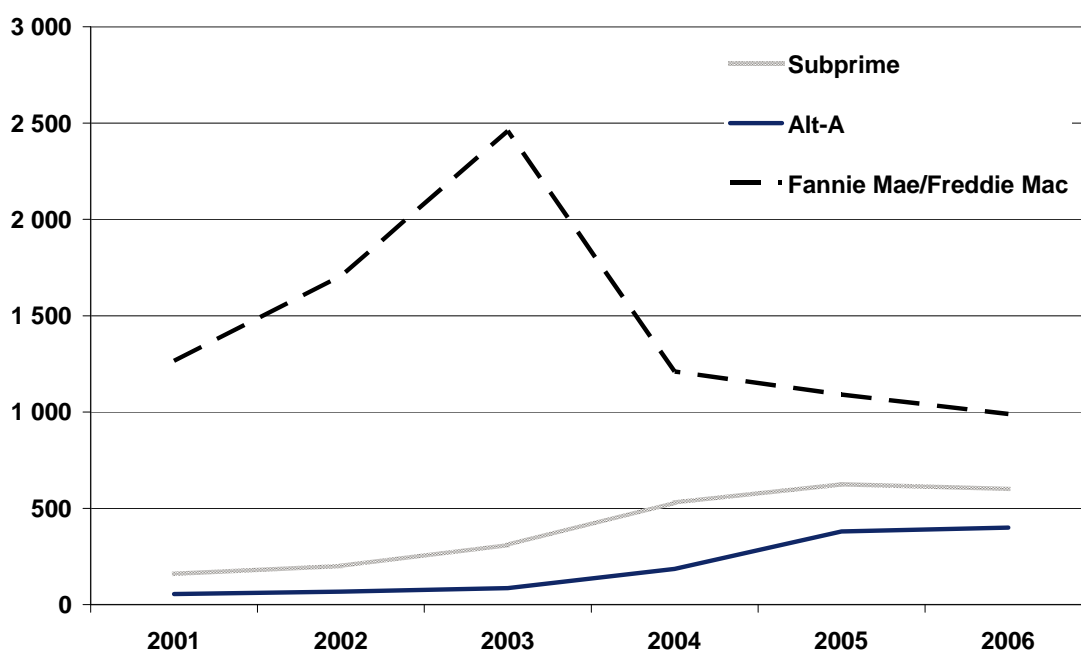
och en mycket kraftfull kreditexpansion i många ekonomier, särskilt USA och Storbritannien.

### Finansiella innovationer

Globala obalanser var grundförutsättningen för låga realräntor och en snabb kredittillväxt. Men det var framförallt nya finansiella instrument och nya finansieringsformer som byggde in ett stort mått av instabilitet i den finansiella sektorn.

Mer avancerade former av kreditprodukter, och hela den finansiella verksamhet som går under beteckningen värdepapperisering har vuxit i omfattning framförallt sedan mitten av 1990-talet. I praktiken är det banker som har varit mest aktiva när det gäller att omvandla bolån och andra krediter till värdepapper, som sedan antingen sålts vidare till investerare eller behållits i bankens egen balansräkning.

Figur 11: Typ av bolån i USA, årlig utgivning, miljarder dollar



Källa: Greenlaw et al (2008), Inside Mortgage Finance.

I teorin syftar värdepapperisering till att sprida risken på lån till de som helst vill ta den. Ofta har dessa värdepapper underliggande tillgångar från många olika typer av låneportföljer, som sedan delas upp i olika så kallade trancher, med ränteinkomster enligt en viss prioritetsordning. En lägre prioritet innebär högre risk, men också högre förväntad avkastning.

Värdepapperisering har haft en nyckelroll när det gäller tillväxten av bostadslån, särskilt i USA. Den största delen av värdepapperiserade bolån har getts ut av Fannie Mae och Freddie Mac.<sup>34</sup> Men från och med 2001 ökade subprimelån kraftigt som

<sup>34</sup> Det finns framför allt tre typer av värdepapperiserade bolån: i) *Agency* är lån som getts enligt krav uppställda av Freddie Mac och Fannie Mae och som går till hushåll med hög kreditvärdighet, ii) *Alt A* är lån till hushåll med god kreditvärdighet men där dokumentationen av inkomst och skuldsättning är bristfällig och iii) *Subprime* är lån till hushåll med låg kreditvärdighet.

andel av nya bolån, som framgår av Figur 11. 2001 gavs det ut subprimelån motsvarande 160 miljarder dollar. 2005 hade denna typ av utlåning ökat avsevärt och omfattade då 625 miljarder dollar.<sup>35</sup>

Värdepapperisering handlar inte bara om att sprida risk. Under de goda åren var många banker angelägna om att förbättra sina resultat genom att ha så stora tillgångar som möjligt i förhållande till sitt eget kapital. Ett sätt att göra detta var genom att *inte* sälja vidare de värdepapperiserade bolånen, utan att behålla dem som en tillgång direkt i balansräkningen eller via bolag utanför balansräkningen.<sup>36</sup> Ett annat sätt var att ge lån till personer som tidigare inte uppfattades som kreditvärdiga och på det sättet lyckas "fylla ut" balansräkningen.<sup>37</sup>

När allt fler personer med dålig kreditvärdighet slutade att betala på sina bolån, och bolånerelaterade värdepapper därigenom gav upphov till oväntat stora förluster, så undergrävde det förtroendet för så gott som samtliga finansiella instrument som var kopplade till värdepapperisering.

Flera nackdelar med värdepapperisering, som tidigare inte uppmärksammats, kom nu i förgrunden. Till att börja med så bryter värdepapperisering länken mellan den som har gett lånet och har möjlighet att övervaka det (banken) och den som köper värdepapperet med lånet som underliggande tillgång (investeraren). Incitamenten att samla in information om lånet, och att se till att räntebetalningen sköts på ett bra sätt, minskar.<sup>38</sup>

Till det kommer att värdepapperisering, genom sin stora komplexitet och brist på transparens vad gäller risker och förluster, bidrog till ökad osäkerhet i ett redan känsligt läge. Oklarheter om hur dessa värdepapper faktiskt fungerade och vem som ägde dem gjorde att det framstod som riskabelt att ha att göra med väldigt många typer av finansiella aktörer. Ökad motpartsrisik ledde till ett behov av att hålla större reserver, vilket därigenom kan ha bidragit till att priset på vissa tillgångar sjönk ytterligare.<sup>39</sup> Värdepapperiseringen lyckades därför inte med att sprida risken, utan bara med att förstärka osäkerheten om var förlusterna var koncentrerade.<sup>40</sup> Här har vi en viktig förklaring till varför så stora delar av den finansiella sektorn kom att påverkas av den tilltagande paniken under 2007 och 2008.

När det blev uppenbart att många banker fortfarande ägde en stor andel av dessa värdepapper skakades förtroendet för det finansiella systemets nyckelaktörer. Helt plötsligt uppstod en grundläggande osäkerhet om många stora banker överhuvudtaget var solventa. På de premisserna kan en finansiell marknad inte fungera.<sup>41</sup>

Den andra viktiga utvecklingen som bidrog till bankernas sårbarhet var att de i allt högre grad finansierat sig via värdepapper med korta löptider, eller via lån från andra

---

<sup>35</sup> Greenlaw et al (2008), s. 16.

<sup>36</sup> Denna typ av fenomen kallas för Special Investment Vehicles (SIV), eller Special Purpose Vehicle (SPV).

<sup>37</sup> Shin (2009).

<sup>38</sup> Buiter (2009), s. 6.

<sup>39</sup> Bergström (2009), s. 7.

<sup>40</sup> De Larosière (2009), s. 8.

<sup>41</sup> Bordo (2008), s. 15.

banker. Amerikanska investeringsbanker tog denna utveckling allra längst, bland annat genom att finansiera sig via så kallade repor. En repa innebär att en investeringsbank lånar pengar genom att sälja en tillgång och lova att köpa tillbaka den vid ett senare tillfälle. Värdet på utestående repor ökade tre gånger mellan 2001 och 2007.<sup>42</sup>

#### **FAKTARUTA: VÄRDEPAPPERISERINGSPROCESSEN**

- Värdepapperiseringen innebär att en bank överför rättigheterna till bolån eller andra krediter till ett särskilt bolag (Special Purpose Vehicle). Detta bolag ger sedan ut värdepapper, exempelvis mortgage-backed securitites (MBS).
- Kreditrisken förs genom denna process från banken till det särskilda bolaget och till innehavarna att de nya värdepapperna.
- Dessa värdepapper struktureras sedan i olika trancher. I den enklaste modellen finns tre trancher. Senior-tranchen har högsta prioritet till räntebetalningarna. Därefter kommer mezzanine-tranchen, och sist equity-tranchen, som har lägst prioritet.
- Trancherna struktureras så att de får vissa kreditbetyg, exempelvis högsta möjliga kreditbetyg (AAA) för senior-tranchen. Räntan för respektive tranch sätts i relation till kreditbetyget. Ju högre risk, desto högre ränta behövs för att investerarna ska vara villiga att köpa ett värdepapper.
- De viktigaste köparna är pensionsbolag, försäkringsbolag och hedgefonder. Även utländska centralbanker har varit köpare till vissa typer av produkter.

Ytterligare en faktor som bidrog till att kortsiktig finansiering var så populärt var att skillnaden mellan långa räntor och korta räntor var ovanligt stor. På den finansiella marknaden säger man att "avkastningskurvan" (yield curve på engelska), förhållandet mellan räntenivå och löptid, var brantare än vanligt. När skillnaden mellan bolåneräntor och korta upplåningsräntor var så mycket som 4 till 5 procentenheter blev lockelsen att låna ut långt och låna kort ("play the yield curve" på engelska) särskilt stark.<sup>43</sup>

Om osäkerheten på de finansiella marknaderna plötsligt stiger kraftigt, och räntan på repolån stiger, så behöver banken snabbt sälja en stor del av tillgångarna (se faktarutan om Bankernas balansräkningar). Det var precis detta som hände under 2007 och 2008 när aktörerna på finansmarknaden plötsligt började ifrågasätta vilket värde bolånerelaterade värdepapper egentligen representerade. Denna situation förstärktes av att alla aktörer försökte sälja ungefär samma värdepapper samtidigt.

Sammantaget innebar dessa två utvecklingstendenser att många banker hade försatt sig i en mycket riskfylld situation. På tillgångssidan av balansräkningen hade de en stor andel värdepapperiseringsprodukter som på kort sikt var nästan omöjliga att sälja utan stora förluster. Skuldsidan av balansräkningen, å andra sidan, bestod till stor del

<sup>42</sup> FSA (2009), s. 21.

<sup>43</sup> Hellwig (2008), s. 49.

av kortsiktig finansiering. Bankerna hade med andra ord utsatt sig för en enorm likviditetsrisk.<sup>44</sup>

#### **FAKTARUTA: SKULDSÄTTNINGSGRAD**

- Skuldsättningsgrad, på engelska *leverage*, kan mätas på olika sätt, men används oftast för att beskriva förhållandet mellan eget kapital (E) och skulder (S). På svenska används även begreppet *hävstång*.
- Ett företag som har eget kapital på 10 mkr och skulder på 90 mkr, och därigenom en *balansomslutning* på 100 mkr, har en skuldsättningsgrad på  $S / E = 90 / 10 = 9$ .
- *Leverage* kan också uttryckas som ett förhållande mellan eget kapital och tillgångar (T):  $S / E = (T / E) * (S / T)$ .
- Så länge avkastningen på tillgångarna är högre än räntan på skulderna bidrar en högre skuldsättningsgrad till att öka avkastningen på eget kapital.
- Högre skuldsättningsgrad möjliggör större potentiella vinster, men ökar också risken för stora förluster.

#### **Reglering och tillsyn**

En beskrivning av hur uppbyggnaden av stora risker i det finansiella systemet gick till är inte samma sak som en förklaring av varför denna utveckling tilläts gå så långt. Det är väl känt både att banker spelar en central roll i det finansiella systemet och att de är instabila. Det är därför som den finansiella sektorn traditionellt är mer reglerad än många andra sektorer. När banksektorn inte längre förmår sköta sin roll i samhällsekonomin innebär det att det har begåtts grundläggande misstag i hur regleringen är utformad och hur tillsynen är utförd.

Många av de ledande personerna inom tillsynsmyndigheter och centralbanker tycks vara eniga om att ett grundläggande problem när det gäller reglering och tillsyn är att den i alltför hög grad fokuserat på individuella banker och finansföretag, och inte tillmätt samspelet mellan det finansiella systemet, konjunkturförlopp och internationella kapitalrörelser tillräcklig vikt.<sup>45</sup> I en terminologi som börjar bli vanlig kallar man det för att tillsynen varit ensidigt *micro-prudential* (tillsyn på mikronivå) när den borde ha varit mer *macro-prudential* (tillsyn på makronivå).

<sup>44</sup> Brunnermeier (2009), s. 5.

<sup>45</sup> Se exempelvis Blanchard (2008), s. 6.

## FAKTARUTA: BANKERNAS BALANSRÄKNINGAR

- Banker och andra viktiga finansiärer har traditionellt betydligt större tillgångar, i form av utlåning och värdepapper, än de har eget kapital.
- Banker förändrar sina balansräkningar när tillgångspriser och uppfattad risk förändras. Hur denna process går till och vad som styr den är en viktig nyckel till att förstå finanskrisens mekanismer.
- Det som driver dynamiken är bankernas riskhanteringssystem. I princip alla banker använder systemet Value at Risk (VaR), som anger att det inte är mer än ex. 1 procents sannolikhet att bankens förlust blir större än ex. 5 miljarder dollar över en viss tidsperiod. VaR uttrycks ofta som en andel av varje dollar i tillgångar, ex. 5 mdr dollar / 100 mdr dollar = 0,05. VaR kan tolkas som en uppskattning av den största förlust banken kan föreställa sig att göra.
- Bankerna vill ha eget kapital som motsvarar VaR. En bank med 100 mdr dollar i tillgångar, och VaR som är 5 mdr dollar kommer att vilja ha eget kapital som är 5 mdr dollar. Detta implicerar en skuldsättningsgrad  $T / E = 100 / 5 = 20$ .
- När uppfattad risk, VaR, är låg, vilket ofta inträffar under perioder med stigande tillgångsvärden, så kommer den skuldsättningsgrad som banken eftersträvar att vara hög, och vice versa. Bankernas förändringar av balansräkningen bidrar till att förstärka trender i tillgångspriser.
- Positiv prisspiral: När tillgångspriser stiger så ökar värdet på bankens eget kapital, balansräkningen blir starkare, och för att behålla sin skuldsättningsgrad, skaffar banken sig ytterligare tillgångar genom att öka sin belåning, vilket leder till ökad efterfrågan och stigande tillgångspriser.
- Negativ prisspiral: När tillgångspriser sjunker så minskar värdet på bankens eget kapital, balansräkningen försvagas, och för att behålla sin skuldsättningsgrad, säljer banken tillgångar för att kunna minska sin belåning, vilket leder till minskad efterfrågan och fallande tillgångspriser.

Källa: Greenlaw et al (2008).

Exempelvis så har de olika tester som finansinspektioner gör av finansiella institut fokuserat på den omedelbara effekten på en bank av en lågkonjunktur, och "glömt bort" att undersöka effekterna av den andra vågen av förluster, som beror på att många banker drabbas samtidigt av en lågkonjunktur och därför kanske vill sälja samma typer av tillgångar.

Men förutom denna väldigt generella brist kan vi konstatera att det finns många exempel på att uppenbara problem i regelverket inte har rättats till, eller att regelverket inte har tillämpats som det är tänkt.

Till att börja med var regleringen av amerikanska bolånemarknaden bristfällig, och på vissa områden obefintlig.<sup>46</sup> Det bidrog till att många av de bolån som gavs på den amerikanska marknaden byggde på felaktiga uppgifter, och i praktiken utgjorde bedrägeri. Både de som vill ha bostadslånet, och de som gav det, i syfte att sedan sälja det vidare hade starka incitament att ge felaktiga uppgifter om inkomster, sysselsättning och kredithistorik. Som skildrats ovan, var värdepapperisering en viktig orsak till detta.

Bristande intresse från ansvariga myndigheter, bland annat den amerikanska centralbanken under Alan Greenspans ledning, gjorde att dessa drivkrafter fick fullt utlopp. Greenspan tillmätte aktörerna på de finansiella marknaderna en förmåga till självdisciplinering och självövervakning som de visade sig sakna.<sup>47</sup>

De individuella brister som vi kan konstatera underlättades givetvis av att det amerikanska tillsynssystemet är fragmenterat och dåligt koordinerat, vilket ledde till att många uppgifter, med förödande effekter, har fallit mellan stolarna. Men några centrala fenomen verkar helt enkelt ha missats av så gott som samtliga reglerande myndigheter i OECD-länderna.

#### **FAKTARUTA: BASEL II OCH BANKERNAS KAPITAL**

- Basel II reglerar kapitaltäckningskravet i Sverige och resten av EU. Basell II, föreskriver att banker som lägst ska ha ett primärkapital om 4 procent och en kapitalbas om 8 procent, i förhållande till de riskvägda tillgångarna.
- En riskbaserad kapitaltäckning innebär att låntagare tilldelas olika riskvikter beroende på kreditrisk. Kapitalkravet i förhållande till hela kapitalbasen beräknas som lånebeloppet multiplicerat med riskvikten gånger 8 procent.
- Exempel: Ett lån utan säkerhet till ett företag på 800 mkr ska enligt Basel II medföra en riskvikt på 100 procent. Det medför att kapitalkravet blir  $800 \text{ mkr} * 100\% * 8\% = 64 \text{ mkr}$
- Kapitalbasen utgörs av i) Primärkapital: i huvudsak bankens eget kapital – det värde som tillhör bankens aktieägare. ii) Sekundärkapital: främst förlagslån, eller efterställda skulder, som innebär att innehavaren får betalt efter innehavarna till skulder med högre prioriteringsordning.
- Det kapital som bankerna själva anser sig behöva för att driva verksamheten kallas det ekonomiska kapitalet, eller riskkapitalbehovet. Eftersom väntade förluster ska täckas av löpande intäkter är det anpassat för att kunna klara oväntade förluster, med en viss sannolikhet.

Källa: Riksbanken (2009).

Omfattningen av det system med speciella bolag som skapats för att lyfta bort risker och tillgångar från bankernas balansräkningar, de så kallade skuggbankerna, verkar ha

<sup>46</sup> Fischer (2008).

<sup>47</sup> Se Greenspan (2005) för ett exempel på denna typ av resonemang.



varit i det närmaste okänd, även för de allra mest insatta. Dessa organisationer, mer eller mindre nära knutna till banker, hade en mycket omfattande verksamhet trots att de ofta var dåligt kapitaliserade, vilket utsatte banksystemet för stora likviditetsrisker och gjorde att det som helhet hade betydligt högre skuldsättningsgrad än vad ansvariga myndigheter hade kännedom om.<sup>48</sup>

Allra mest förvånande är att kapitaltäckningsreglerna, det centrala regleringsverktyget i den finansiella sektorn, hade blivit komprometterat, vilket höga skuldsättningsgrader är ett konkret bevis på. Det är inte konstigt att bankerna vill ha mindre kapital än vad tillsynsmyndigheten vill. Ju högre kapitaltäckningskrav, desto dyrare är det att finansiera en given tillgångsmassa. Ansvar för att hålla emot en sådan utveckling ligger på ansvariga myndigheter.

När finanskrisen väl slog till visade det sig att bankerna hade för lite kapital och för små marginaler. I början av 1990-talet hade många stora banker ett eget kapital som utgjorde ungefär 10 procent av balansräkningen. Före krisen var den siffran nere i två till tre procent.<sup>49</sup> Mindre kapitalbuffertar har gjort att bankerna har haft hög avkastning på eget kapital när konjunkturen varit god, men att de inte har haft tillräcklig motståndskraft när vändningen kom.

I praktiken betyder riskbaserade kapitalkrav att kapitalet minskar i högkonjunktur (när tillgångspriser ökar och risker minskar) och ökar i lågkonjunktur (när tillgångspriser minskar och risker ökar). Regelverket har därigenom bidragit till att förstärka *volatiliteten*<sup>50</sup> i tillgångspriser och därigenom förstärka konjunktursvängningarna.

En annan central svaghet i Basel II är möjligheten att bygga kapitaltäckningen på en rating av risk, antingen i form av en extern rating från kreditvärderingsinstitutet, eller en intern rating, byggd på bankens eget kreditrisksystem. Båda dessa möjligheter ger upphov till starka drivkrafter att underskatta riskerna. Detta system var ett resultat av intensiva påtryckningar från de stora bankkoncernerna under början av 1990-talet.<sup>51</sup>

Flera av dessa problem var identifierade redan på förhand. Att ökade riskvikter och högre kapitalkrav under lågkonjunktur skulle krympa bankens utlåning när den som bäst behövdes, och leda till överdriven utlåning när konjunkturen var god, har varit väl känt bland ansvariga myndigheter, utan att anses som diskvalificerande.<sup>52</sup>

### **Incitament och ersättningssystem**

En faktor som troligen spelat en roll i det stora risktagandet i den finansiella sektorn är belöningsystemen. Vi kan konstatera att många av de beteenden som i efterhand framstår som samhällsekonomiskt orimliga, vid tidpunkten var fullt rationella ur individens eller organisationens perspektiv. Belöningsystemen har därigenom bidragit till att den finansiella sektorn som helhet byggt upp risker som fått stora samhällsekonomiska kostnader.

---

<sup>48</sup> Knight (2008).

<sup>49</sup> Hellwig (2008), s. 31.

<sup>50</sup> Volatilitet är ett uttryck för marknadsrisken hos en finansiell tillgång. Vanligen mäts volatilitet som standardavvikelsen i den historiska avkastningen.

<sup>51</sup> Hellwig (2008), s. 54.

<sup>52</sup> Se exempelvis Lind (2005), s. 15.

Banksektorn har traditionellt betalat fasta löner. Det var rationellt i tider när konkurrensen i banksektorn var begränsad och där en licens att bedriva bankverksamhet betingade ett stort värde. Den typen av ersättningssystem uppmuntrar till ett konservativt agerande och försiktighet i långivningen. I en avreglerad miljö blev drivkrafterna radikalt annorlunda. Det har satt tydliga avtryck i ersättningsstrukturen i den finansiella sektorn, som under de senaste två decennierna har ändrats i grunden, på framförallt två punkter. För det första, rörlig ersättning utgör en mycket stor andel av lönen för många anställda i den finansiella sektorn. Men den rörliga ersättningen läggs hela tiden ovanpå en grundlön, och det finns egentligen ingen risk för negativa utfall. För det andra, handlare, bankirer och kapitalförvaltare och andra yrkesgrupper i finanssektorn utvärderas ofta relativt sina kollegor. Ersättningssystem med sådana kännetecken ger upphov till beteenden som är samhällsekonomiskt kontraproduktiva.

Eftersom ökad risk ofta innebär högre förväntad avkastning, blir det för finansbranschens aktörer rationellt att ta på sig risk som inte är uppenbar för investerarna. Då framstår det för dem som beslutar om den rörliga ersättningen som att dessa aktörer har åstadkommit en imponerande hög avkastning, trots att det egentligen endast rör sig om kompensation för högre risk.<sup>53</sup> För aktörer utan andra konkurrensfördelar kan incitamenten att ta på sig dold risk, givet denna typ av ersättningssystem, bli extremt starka. De risker som är lättast att dölja är typiskt sett de som med en liten sannolikhet ger upphov till mycket dåliga utfall, men som i övrigt ger en jämn och god avkastning. Incitamenten förstärks ytterligare om ersättningssystemen är kortsiktiga och risken för upptäckt är liten. Ett klassiskt sätt att ta på sig denna typ av risk är att sälja katastrofförsäkring. En sentida variant är olika typer av kreditderivat. Här är försäkringsföretaget AIG:s agerande, som beskrevs i det inledande kapitlet, och som hittills kostat de amerikanska skattebetalarna många miljarder dollar, illustrativt.

Ersättningssystemen inom den finansiella sektorn har framförallt misslyckats med att skapa samstämmighet mellan bankernas intressen och samhällsekonomins, men märkligt ofta även mellan individens och det finansiella företagens intressen. Ett solklart exempel är den schweiziska bank som krävde mycket låg internränta av handlare som köpte bolånerelaterade värdepapper. Skillnaden mellan avkastningen på dessa värdepapper och internräntan räknades direkt mot handlarens resultat, som i sin tur resulterade i rörlig ersättning, enligt en given procentsats. Ingen borde bli förvånad över att just denna bank hade en väsentlig andel av sina tillgångar i sådana värdepapper, när priserna började falla i augusti 2007.<sup>54</sup>

## **Penningpolitik**

Det verkar sannolikt att penningpolitiken i USA och andra länder, genom att påverka de nominella räntorna, bidragit till lägre realräntor. Låga realräntor har i sin tur lett till snabbare kreditillväxt och högre tillgångspriser. Det är svårt att veta i vilken grad penningpolitiken respektive de globala obalanserna, som skildrats tidigare i detta kapitel, har bidragit till låga reala räntor.

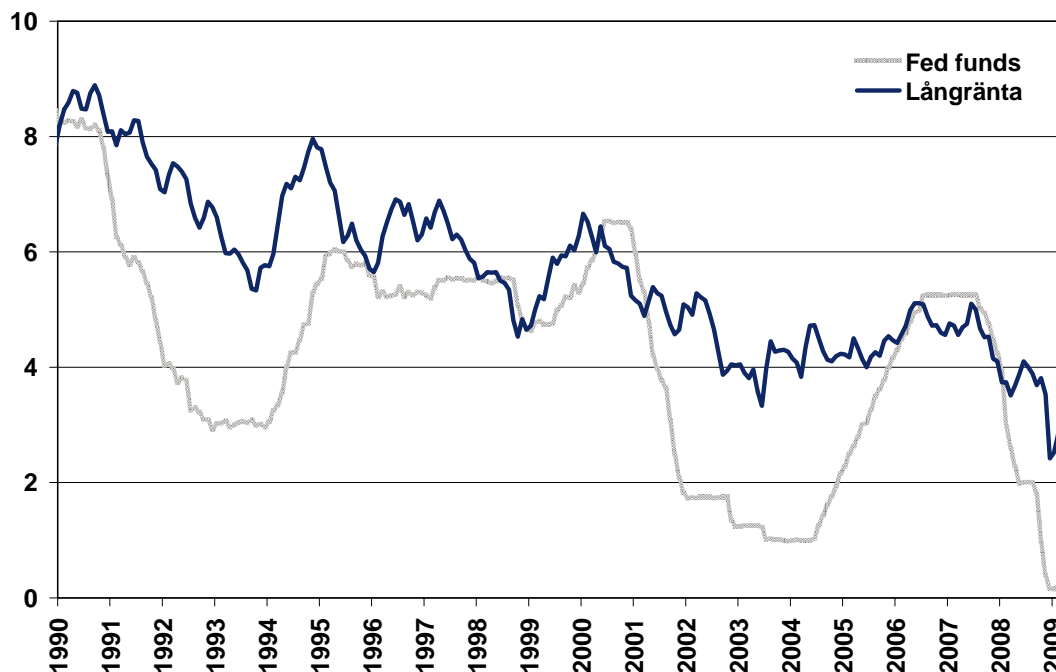
---

<sup>53</sup> Kashyap et al (2008), s. 9.

<sup>54</sup> Ibid.

Enligt vissa skattningar avvek Federal Reserves penningpolitik under perioden 2003 och 2006 från vad en traditionell *Taylor-regel*<sup>55</sup> skulle ordinera. Enligt Taylor (2009) är det troligt att bostadsbyggandet och huspriserna hade haft en mer dämpad utveckling med en mer restriktiv penningpolitik.

**Figur 12: Styrränta och långränta i USA**



Källa: Federal Reserve Board

Bilden att penningpolitiken är en viktig orsak till krisen delas inte av alla. Även om en expansiv penningpolitik kan ha bidragit så verkar det som att ökningstakten i kreditgivning inlett redan före Federal Reserves lågräntepolitik.<sup>56</sup> Den tolkningen verkar få stöd av exempelvis de siffror som skildras i Figur 13.

Till slut måste vi ställa frågan om Federal Reserve och andra centralbanker borde ha agerat i syfte att punktera en ohållbar prisutveckling på bostäder. Problemet är att finansiella obalanser kan skapas även utan "öppet" inflationstryck. Mervyn King, chef för Bank of England, har tillbakavisat att en mer restriktiv penningpolitik skulle ha kunnat påverka tillgångsbubblan. Enligt King hade det krävs så kraftiga räntehöjningar att det hade lett till en kraftig lågkonjunktur, den situation som räntehöjningarna syftade till att undvika, så som exempelvis hände i samband med den stora depressionen.<sup>57</sup>

Faktum är att det är mycket svårt att se att centralbankerna, med de verktyg som de hade tillgång till, det vill säga styrräntan, hade kunnat påverka realräntan, kreditväxten eller tillgångsbubblan på något mer avgörande sätt, utan att, som King framhåller, framkalla en mycket djup lågkonjunktur. Däremot bör det framhållas att

<sup>55</sup> En Taylor-regel är ett sätt att försöka beskriva hur en centralbank skall förändra sin styrränta, givet förhållandet mellan faktisk inflation och inflationsmålet, samt förhållandet mellan faktisk och potentiell BNP.

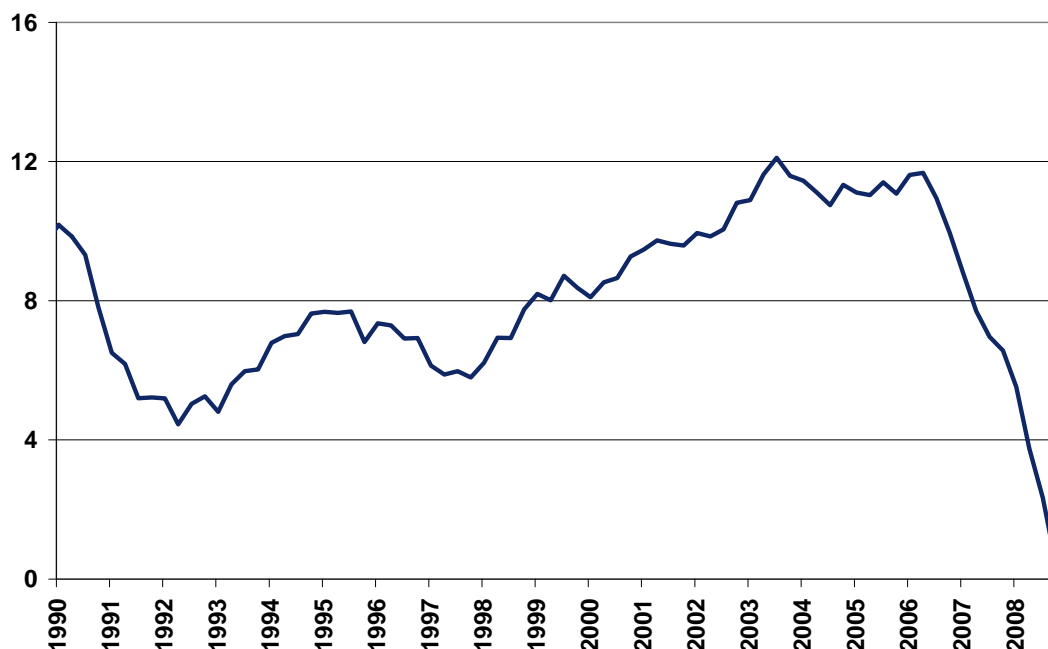
<sup>56</sup> Gudmundsson (2008).

<sup>57</sup> King (2009).

centralbanker, däribland den svenska, har deltagit i att utforma det ramverk för reglering och tillsyn, som så uppenbart har misslyckats under senare år.

Låga nominella räntor påverkar drivkrafterna på de finansiella marknaderna även på mer subtila sätt än att göra det billigare att låna. I en situation med låga räntor har försäkringsbolag med fasta åtaganden incitament att leta efter investeringar med högre avkastning, medan de kan vara mer konservativa när räntorna är höga. Hedgefonder, och andra investerare, som får betalt i förhållande till den absoluta avkastningen, kommer också att leta efter mer riskfyllda investeringar i ett läge med låga nominella räntor. De har då också mycket bättre möjligheter att öka sin belåning, och därmed få bättre avkastning, till priset av högre risk. Detta leder till att efterfrågan på risk kan stiga när räntorna faller, vilket gör den finansiella sektorn procyklisk<sup>58</sup>, utöver den förstärkta konjunktursvängning som beror av tillgångspriser och hur dessa påverkar kreditgivningen.<sup>59</sup>

**Figur 13: Hushållens skulder i USA, procentuell förändring, årstakt**



Källa: Federal Reserve Board

### **Bostadsmarknaden**

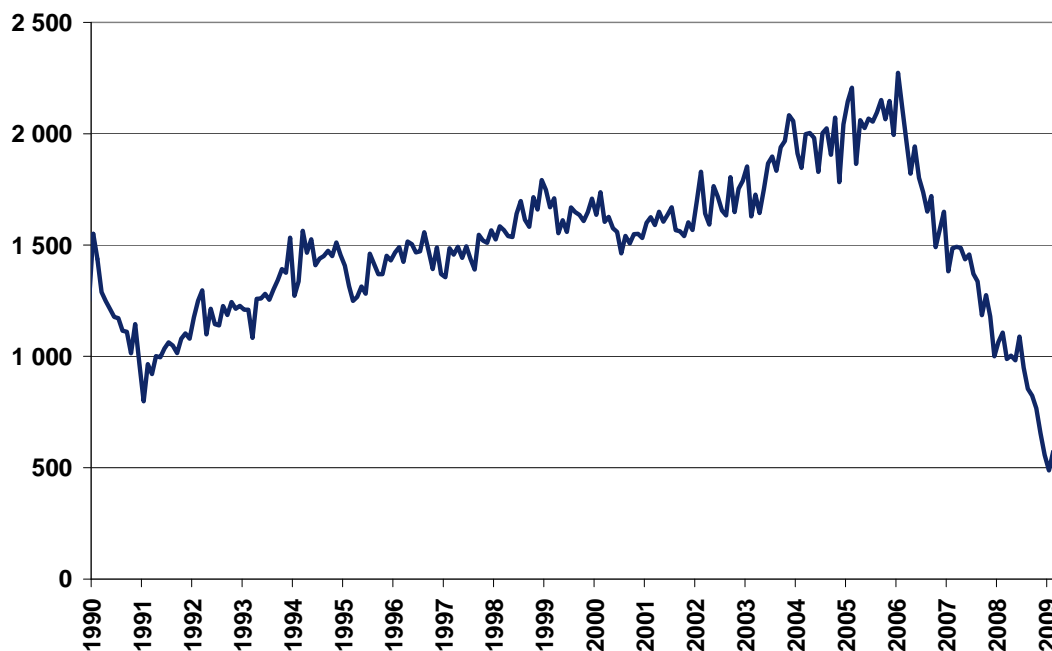
Förhållanden på den amerikanska bostadsmarknaden fungerade som en utlösande faktor för den globala finanskrisen. Även om bostadsbyggandet och huspriser har ökat i många länder under 2000-talet, i vissa fall mer än i USA, verkar få länder ha haft förutsättningar som i så hög grad talade för kraftiga kommande prisfall. Den amerikanska bolånemarknaden hade utvecklats i en riktning som gjorde att det fanns hög risk för att en tillgångsbubbla skulle få kraftiga effekter.

<sup>58</sup> Begreppet procyklisk används för att beskriva de självförstärkande mekanismer som gör att det finansiella system kan förstärka konjunktursvängningar och möjligen också bidra till finansiell instabilitet.

<sup>59</sup> Rajan (2005), s. 23.

Bostadsbyggandet, som ökat nästan konstant sedan 1990-talets början (se Figur 14) verkar ha lett till ett större mått av överutbud i USA än i andra jämförbara länder. Detta framgår om man relaterar byggandet som andel av BNP till befolkningstillväxt och inkomstökningar, de förhållanden som framförallt driver efterfrågan på bostäder på längre sikt.<sup>60</sup> Framförallt har bolån getts på villkor som verkar sakna internationell motsvarighet. I inget annat land har hushåll med en dålig kredithistorik kunnat ta så stora lån så enkelt. Risken för att värdet på bolånet ska bli högre än värdet på bostaden har därför varit högre i USA. Under åren 2001 till 2006 verkar kraven på dokumentation vad gäller inkomster och andra parametrar som är centrala för att bedöma återbetalningsförmågan ha sänkts gradvis. Istället har de som gett bolån fokuserat på säkerheten, i form av värdet på bostaden. Innovativa inslag, som att säljaren (sic.) finansierar köparens handpenning, "negativ" amortering, liksom olika former av "lockräntor", verkar vara okända utanför den amerikanska bostadsmarknaden, där de, åtminstone under en period, var vanliga inslag.

**Figur 14: Påbörjade husbyggen i årstakt, tusental**



Källa: US Census Bureau

Det är framförallt privata aktörer vid sidan av Fannie Mae och Freddie Mac som har drivit på denna utveckling. Dessa aktörer har i sin tur svarat på en allt större efterfrågan i USA, men även internationellt, på bolånerelaterade värdepapper. Viljan att ge bolån till hushåll med små möjligheter att klara sina betalningar har förstärkts av det stora inslaget av värdepapperisering av bolån. De företag som ursprungligen har gett lånen har haft volym som främsta affärsmål, eftersom de räknade med att snabbt kunna sälja lånen vidare.

Den amerikanska bostadspolitiken har knappast spelat en central roll för denna utveckling. Vissa ekonomer och debattörer har velat se den amerikanska bostadspolitiken en avgörande orsak till den finansiella krisen. I kort sammandrag hävdar dessa ekonomer att implicita garantier gjorde det möjligt för Fannie Mae och

<sup>60</sup> Ellis (2008).

Freddie Mac att expandera i snabb takt; att det amerikanska bostadsdepartementet mer eller mindre tvingade bolåneinstituterna att ge billiga lån till riskfyllda låntagare; och att lagstiftning som Community Reinvestment Act<sup>61</sup> fick banker som behövde goda relationer med tillsynsmyndigheterna att ge bostadslån i sitt närområde, särskilt till personer med låg kreditvärdighet. Krisen skulle därför bero på att politisk inblandning, och ett övermått av reglering, ledde till oanade och oönskade konsekvenser.<sup>62</sup>

Denna hypotes är svår att underbygga. Den amerikanska bostadspolitikerna är inget nytt fenomen och det är svårt att finna förändringar i den som kan förklara varför finanskrisen skulle slå till just under 2007 och 2008. Community Reinvestment Act har mycket lite med bolån att göra. Fannie Mae och Freddie Mac var inte på något sätt drivande bakom subprimeutlåningen, utan förlorade under 2000-talet marknadsandelar på grund av att de tog på sig mindre risk än branschen i övrigt. Deras andel av utgivningen av bolånepapper gick från 76 procent 2003 till 43 procent 2006.<sup>63</sup>

Problemet med subprimelånen var inte att de var framönskade av från offentligt håll, utan att den amerikanska regeringen och de amerikanska myndigheterna inte gjorde någonting för att stoppa de privata aktörer som var så angelägna om att ge dessa lån. Regleringen på bolåneområdet omfattade huvudsakligen Fannie Mae och Freddie Mac, samt i viss mån de långivare som var banker med inlåning, inte de aktörer som var drivande på marknaden för subprimelån.

Vad som däremot möjligen skulle kunna ha bidragit till att förstärka nedgången i bostadspriserna är den konstruktion som bostadslån har i vissa amerikanska delstater, däribland Kalifornien. Till skillnad från i de flesta andra länder är dessa lån av en typ som innebär att långivaren kan ta över huset vid betalningsproblem, men inte har möjlighet att söka ersättning gentemot låntagarens övriga tillgångar eller framtida inkomster. Under vissa förutsättningar kan det därför vara rationellt för låntagaren att lämna huset och istället hyra en bostad. Men inte heller detta är något nytt fenomen och det är svårt att se den speciella kopplingen till just denna kris. Denna konstruktion kan naturligtvis inte heller förklara varför långivare är villiga att ge lån på oförmånliga villkor.

---

<sup>61</sup> Community Reinvestment Act instiftades 1977 i syfte att få ett bättre utbud av banktjänster även i områden där de boende har låga inkomster. Få av de företag som har gett subprimelån omfattas av denna lag.

<sup>62</sup> Se White (2008) för ett representativt exempel. Men resonemang av denna typ förekommer även i De Larosière (2009), Ingves (2009) och Öberg (2009).

<sup>63</sup> Hellwig (2008) s. 17.

## Krisen i historisk jämförelse

Den globala finanskris vi nu genomligger är inte ett exempel på något nytt eller unikt. Den har många historiska förlagor och utmärker sig endast genom sin globala natur – den är den första verkligt “globaliserade” finansiella krisen. Ingen annan kris har spridit sig så snabbt och påverkat en så stor andel av den globala ekonomin.

Finansiella kriser följer ofta samma mönster. En högkonjunktur leder till att investeringarna ökar snabbt. Nya kreditinstrument och villiga banker bidrar till finansieringen. Eufori uppstår, och det blir svårt för investerare att skilja på bra och dåliga investeringar. Så småningom leder hög skuldsättning till betalningssvårigheter. Men det är bara vissa kriser som leder till bankkriser och kraftiga effekter på den reala ekonomin.<sup>64</sup>

I detta kapitel jämförs dagens kris med andra finansiella kriser, med inriktning på utlösande faktorer och orsaker.

### Den stora depressionen (1929-1933)

Den ursprungliga impulsen till den stora depressionen var troligen industriländernas försök att efter första världskriget återinföra och försvara guldstandarden.<sup>65</sup> När Federal Reserve höjde räntan 1928 för att dämpa tillgångspriserna fick det effekter på penningpolitiken även i andra länder. Följden blev att en djup lågkonjunktur inleddes i slutet av 1920-talet. Nedgången förvärrades av en penning- och finanspolitik som syftade till att åstadkomma mindre ekonomisk aktivitet. Vi ser idag inte samma typ av mekanismer. Varken i USA eller i euroområdet är penningpolitiken inriktad på att försvara växelkursen. Däremot finns det en koppling mellan Kinas vilja att ha en billig valuta och framväxten av globala obalanser.

När det gäller depressionens olika spridningsmekanismer finns det delvis konkurrerande förklaringar. De flesta tillmäter banksektorn en stor vikt. Friedman och Schwartz (1963) hävdar att bankkrisen i december 1930 ledde till en minskad penningmängd som i sin tur drog ner konsumtionen. Bernanke (1983) argumenterar för att bankkrisen framförallt fick effekt på grund av kreditransonering. När banker som hade värdefull kunskap om sina kunders kreditförhållanden gick omkull minskade mängden krediter, med effekt på investeringar och konsumtion. Även idag ser vi att problem i banksektorn lätt sprider sig till ekonomin i övrigt. Mycket tyder på att de stora förlusterna i banksektorn har lett till att kreditförsörjningen har fungerat sämre än vanligt.

Det råder knappast någon tvekan om att depressionen orsakades av den ekonomiska politiken, inte av strukturella problem i mellankrigstidens ekonomi. Stramare penningpolitik föregick minskad industriell produktion i både Tyskland och USA, men är troligen inte en viktig orsak till dagens kris. Snarare är det så att penningpolitiken har bidragit till kredittillväxt och stigande tillgångspriser.

Från 1931 och framåt gick depressionen in i en andra fas när förväntningar om deflation blev allmänna. Hushåll och företag började skjuta på konsumtion i tron att

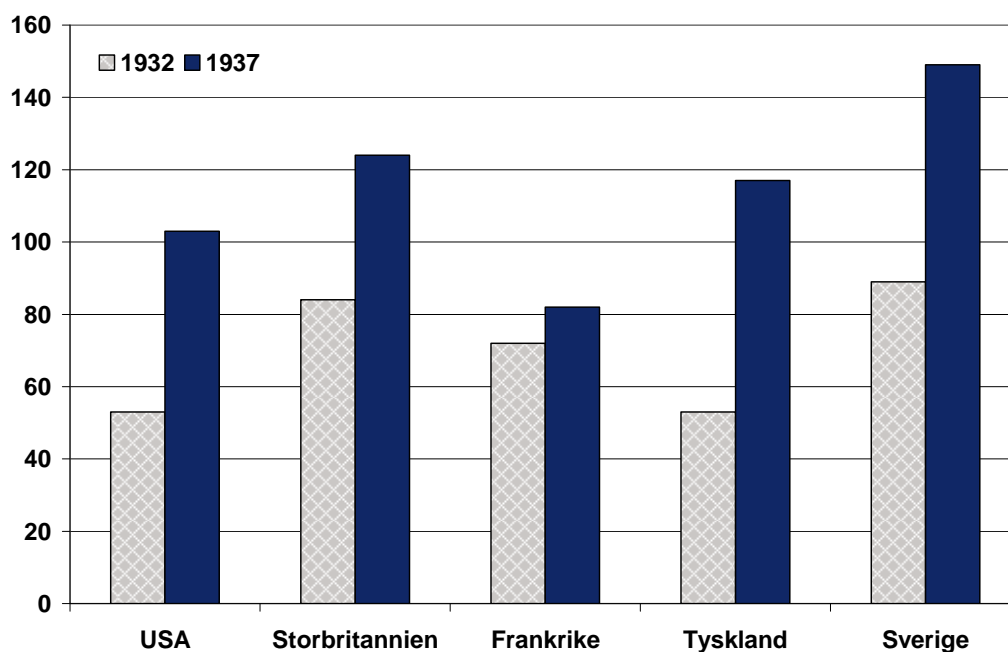
---

<sup>64</sup> Bordo (2008).

<sup>65</sup> Temin (1989).

priserna på varor och tjänster skulle fortsätta att sjunka. Deflation innebar även att det reala värdet på lån ökade, vilket bidrog till att konsumtion och investeringar bland skuldsatta hushåll och företag minskade ytterligare. Vändpunkten kom först i samband med att flera länder övergav guldstandarden och när USA och Tyskland inledde en expansiv makroekonomisk politik.

**Figur 15: Industriproduktion, 1929 = 100**



Källa: Lundberg (1983)

Sverige påverkades inte fullt lika negativt av depressionen som de stora industrinationerna, som framgår av Figur 15. Framförallt berodde det på att Sverige var tidigt ute med att lämna guldstandarden. Redan i september 1931 genomfördes en kraftig devalvering. Den svenska växelkurspolitiken var inte ett resultat av ett medvetet beslut, utan berodde på att Riksbanken inte förmådde försvara kronkursen, trots att man tog hjälp av Ivar Kreuger i sina försök att få lån på de internationella kapitalmarknaderna.<sup>66</sup> I den bemärkelsen påminner växelkurspolitiken under depressionen starkt om det svenska kronförsvaret under 1990-talets bankkras.

Faran med deflation är en av de viktigaste lärdomarna från den stora depressionen. Den har de flesta av dagens centralbankirer tagit åt sig. Det är därför knappast troligt att en allmänt sjunkande prisnivå kommer att bidra till att fördjupa krisen, åtminstone inte i länder som USA, Storbritannien eller Sverige, där centralbankerna är väl medvetna om faran med deflation.

### **Savings & Loan-krisen (1986-1995)**

Mellan 1986 och 1995 stängdes eller upplöstes ungefär hälften av alla Savings & Loan-institut (S&L), med sammanlagt 519 miljarder dollar i tillgångar.<sup>67</sup>

<sup>66</sup> Lundberg (1984), s. 74.

<sup>67</sup> Spilimbergo (2008), s. 29.



Före 1982 hade de flesta institut sin huvudsakliga utlåning i form av bolån med fast ränta på långa löptider, finansierade med kortsiktig inlåning, till en reglerad ränta.

Mellan 1979-1981 ökade räntorna i USA mycket kraftigt, på grund av Federal Reserves försök att dämpa inflationstakten. Som mest var räntan 15 procent på långa statsobligationer och 18 procent på trettioåriga bostadslån. Det innebar att värdet på institutens tillgångar sjönk kraftigt, medan värdet på skulderna, inlåningen, inte sjönk i samma grad. Många av instituten blev, åtminstone tekniskt sett, insolventa.<sup>68</sup>

Regeringen och kongressen försökte skjuta upp förlusterna i branschen i hopp om att det skulle ge möjlighet för bankerna att återställa sitt kapital. Bland annat så ändrades redovisningsregler och kapitaltäckningskrav, så att sparbankerna skulle kunna undvika legal insolvens. Insättningsgarantibeloppen höjdes. Dessutom så togs ränteregleringen bort, så att S&L skulle kunna konkurrera med högre inlåningsräntor. Ogenomtänkt avreglering, i kombination med en tillsynsorganisation som inte var dimensionerad för en mindre reglerad marknad, var viktiga bidragande faktorer även i denna finansiella kris.

Effekten av de statliga ingripandena var att många S&L-banker med brist på kapital hade incitament att ta stora risker i sin utlånings- och investeringsverksamhet. Ju närmare konkurs, desto större anledning hade banken att ta större risk. Utlåningen gick framförallt till investeringar i kommersiella fastigheter. 1986 blev den myndighet som ansvarade för insättningsgarantier till S&L insolvent. Efter att ha fått nytt kapital i två omgångar – sammanlagt 26 miljarder dollar – lades myndigheten ner 1989.

S&L-krisen ledde till att staten tog över de insolventa bankerna, stängde ner dem, betalade igen pengarna till kreditörerna och avyttrade tillgångarna i ganska lugn takt. Det fick naturligtvis vissa effekter på den finansiella sektorn i övrigt. Bland annat försvann en viktig kategori köpare till så kallade *junk bonds*, obligationer utgivna av företag med låg kreditvärdighet, som hade använts till att finansiera det sena 1980-talets stora företagsövertaganden. S&L-krisen kan också ha bidragit till en svagare fastighetsmarknad och därigenom till lågkonjunkturen 1990-91, som var relativt mild.

Förlusterna begränsades till instituten och insättningsgarantimyndigheten. Till skillnad från idag så var de tillgångar som föll i värde inte värdepapperiserade. Skillnaden i institutionella förhållanden är förklaringen till varför dagens kris fått så mycket större effekter.<sup>69</sup> S&L-krisen fick aldrig någon internationell spridning.

### **Den svenska bankkrisen (1991-1993)**

Krisen för de svenska bankerna utlöstes när lågkonjunktur och fallande fastighetspriser ledde till stora kreditförluster. Under 1992 tog staten över både Nordbanken och Gota Bank. En generell bankgaranti, som täckte alla skulder utom det egna kapitalet, utfärdades. Mot slutet av 1993 uppgick bankernas kreditförluster till 200 miljarder kronor och det direkta statliga stödet uppgick till 60,5 miljarder kronor.

---

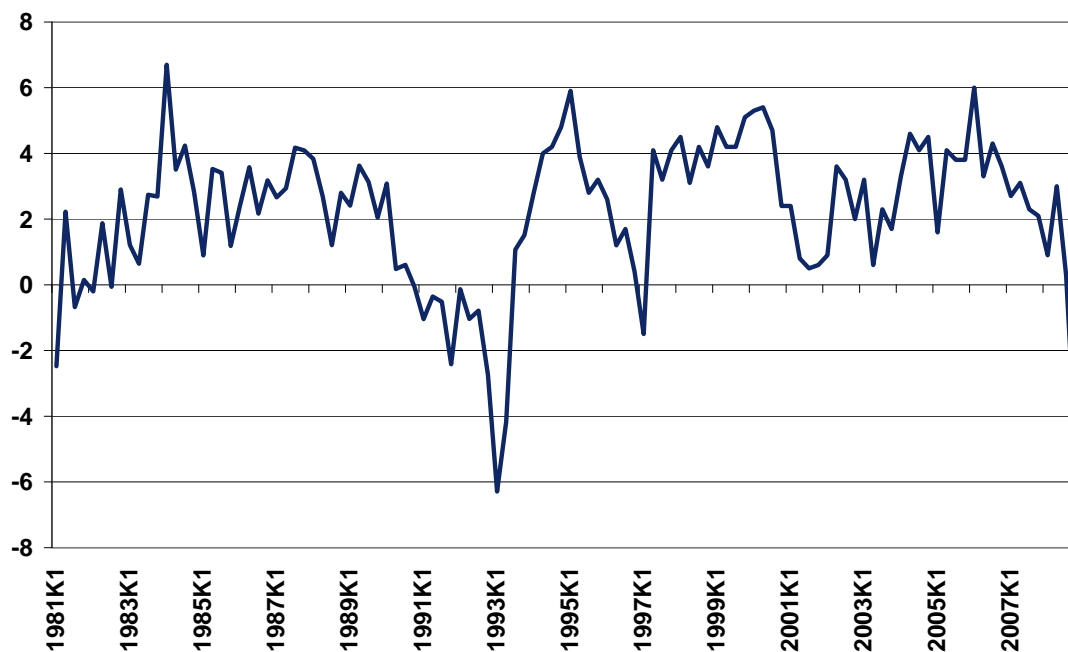
<sup>68</sup> Benston et al (1989).

<sup>69</sup> Hellwig (2008), s. 6.

När det gäller den utlösande faktorn finns det givna likheter mellan dagens kris och den svenska bankkrisen. I båda fallen härrör de ursprungliga förlusterna från fastigheter (även om det framförallt rörde sig om kommersiella fastigheter i Sverige) och skapade stora förluster och förtroendekris i banksystemet. Även när det gäller de bakomliggande orsakerna finns det mer som förenar än som skiljer. Under 1980-talet avreglerades det svenska banksystemet stegvis. De viktigaste regleringarna togs bort 1985. När tillväxten tog fart efter devalveringen 1982 gjorde avregleringen, i kombinationen med låga nivåer på eget kapital, att det fanns mycket starka incitament för bankernas ledningar och ägare att svara mot den ökade efterfrågan på krediter, sänka sina kreditstandarder och att ta på sig mer risk.<sup>70</sup>

Ansvariga myndigheter saknade instrument och kompetens att bedöma riskerna i kreditinstituten, och förstod exempelvis inte alls att en stor del av banksystemets risker låg koncentrerade i fastighetssektorn. Finansiell avreglering, bristfällig tillsyn och för små kapitalbuffertar är, som jag har redovisat, centrala orsaker även till dagens kris.

**Figur 16: Sveriges BNP, procentuell förändring, kvartalsdata, årstakt**



Källa: Konjunkturinstitutet

Men det finns också viktiga skillnader. Den stora skattereformen som genomfördes i Sverige 1990 var en trolig bidragande orsak till krisen. Den gjorde det dyrare att låna, genom försämrade ränteavdrag, samtidigt som hög nominell ränta och låg inflation lyfte realräntan till mycket höga nivåer.<sup>71</sup> Därtill kommer att Sverige, alldeles oavsett bankkrisen, var på väg mot en relativt djup lågkonjunktur (se Figur 16), på grund av den svenska exportindustrins försvagade konkurrenskraft. Den fasta växelkursregim som Sverige tillämpade innebar att penningpolitiken saknade möjligheter att påverka kreditexpansionen. Huruvida den fasta växelkursen ledde till att kreditförlusterna blev större eller mindre är en omdebatterad fråga.

<sup>70</sup> Drees och Pazarbasioglu (1995).

<sup>71</sup> Andersson och Viotti (1999).

### **Asienkrisen (1997-98)**

Den finansiella kris som drabbade flera asiatiska länder i slutet på 1990-talet är på ytan djupt olik dagens kris. Själva startskottet var devalveringen av den thailändska valutan i juli 1997. Filippinerna och Malaysia lät sina valutor flyta i mitten på juli. Indonesien slutade försvara sin växelkurs i mitten på augusti och Sydkorea följde efter i oktober. I början på 1998 hade valutorna i Thailand, Filippinerna, Malaysia och Sydkorea fallit med mer än 30 procent, medan den indonesiska rupien hade fallit med över 75 procent. Men det som yttrade sig som en valutakris var på många sätt en "traditionell" finanskris.

Samtliga länder som berördes av krisen, hade öppnat sina finansiella sektorer mot omvärlden, utan att bygga upp reglering och tillsyn i någon större omfattning. I kombination med mer eller mindre explicita statliga garantier i förhållande till banksektorn ledde det till mycket starka drivkrafter hos banker och andra kreditgivare att öka sitt risktagande, och en känsla av trygghet hos insättare och utländska långivare.<sup>72</sup> Effekten var en mycket kraftig ökning i bankutlåningen. Under perioden 1993 till 1996 var kredittillväxten i banksektorn i dessa länder mellan 17 och 30 procent per år. Tillgångspriserna, särskilt på fastigheter, ökade snabbt. Även i denna kris kan vi därför identifiera finansiell avreglering, snabb kredittillväxt och en fastighetsbubbla som viktiga ingredienser.

De ansträngningar som gjordes att begränsa kredittillväxten misslyckades. Liksom i Sverige var den fasta växelkursen en tvångströja som gav små möjligheter att finna verksamma motmedel. Kredittillväxt och ett starkt konsumentförtroende ledde till stigande import, växande bytesbalansunderskott och stora inflöden av utländskt kapital. Däremot så var de asiatiska ländernas makroekonomier i övrigt i hygglig balans. Samtliga länder hade de offentliga finanserna under kontroll. Bara Thailand hade ett litet budgetunderskott 1997. Inflationen var relativt låg, under 10 procent i samtliga fall. Både penning- och finanspolitiken var, mätt med de sedvanliga indikatorerna relativt sund.

Det stora risktagandet ledde relativt snart till stora förluster och försvagade balansräkningar hos bankerna. I Thailand, Indonesien och Sydkorea betalades inga räntor på mer än 10 procent av den totala bankutlåningen. Länderna var också kraftigt illikvida, i bemärkelsen att centralbanksreserverna var små i förhållande både till kortsiktiga lån i utländsk valuta och penningmängden.<sup>73</sup> Centralbankerna förmådde inte försvara valutakurserna, delvis på grund av ländernas finansiella system redan var så försvagade att de inte kunde tåla stora räntehöjningar.

Många skuldkontrakt i de asiatiska länderna hade korta löptider och hade tagits i utländsk valuta. När valutorna föll i värde försvagades företagens balansräkningar kraftigt. I Indonesien var situationen värst, i och med att rupien föll med 75 procent, vilket gjorde att värdet på lån i utländsk valuta ökade fyra gånger. Även i övrigt sunda företag löpte med andra ord stor risk för konkurs om det hade tagit lån i utländsk valuta. Även bankerna hade till stor del finansierat sig i utländska valutor, ofta på mycket korta löptider, vilket skapade stora likviditetsproblem.

---

<sup>72</sup> Mishkin (1999).

<sup>73</sup> Ibid.

Hur själva spridningseffekten, från Thailand till Malaysia, Indonesien, och till sist även Sydkorea, gick till, är inte uppenbart. Enligt Krugman (1999) räcker inte den direkta handeln mellan dessa länder som förklaring. Troligen fanns det även ett visst element av "hopklumpning": när en investerare valde att lämna Thailand, så passade man samtidigt på att lämna flera andra, "liknande" länder. Detta fenomen påminner starkt om finanskrisen under hösten 2008. I förhållande till flera typer av tillgångar och finansiella instrument förmådde inte investerarna skilja på mer eller mindre riskfyllda investeringar. Även värdepapperiseringsprodukter med mycket goda säkerheter tappade kraftigt i värde.

## Finansiell reglering och tillsyn

I detta kapitel beskrivs varför finansiell stabilitet är viktigt, hur finansiell stabilitet kan åstadkommas och hur reglering och tillsyn ser ut i praktiken. Med reglering menas de lagar, principer, regler och standarder som finns i den finansiella sektorn, medan tillsyn är den myndighetsutövning som bedrivs för att tillämpa dem. I ett särskilt avsnitt beskrivs den nya lagstiftning som tillkommit som följd av krisen.

### Varför är det viktigt med finansiell stabilitet?

Eftersom finanssektorn är så viktig för samhällsekonomin blir finansiella kriser oerhört kostsamma. Det är det grundläggande skälet till att finansiella marknader och institutioner är mer reglerade än många andra delar av näringslivet. Finanssektorn fyller framförallt tre grundläggande funktioner:

- **Kreditförsörjning.** Den kanske mest grundläggande funktionen är att förmedla lån mellan de som vill spara och de individer och företag som vill genomföra produktiva investeringar eller konsumera, men saknar tillräckliga medel. Denna funktion kallar vi för kreditförsörjning eller kapitalförmedling. Den kan utföras antingen via olika typer av finansiella institut eller via värdepappersmarknader.
- **Betalningar.** En annan viktig funktion är möjliggöra betalningar. I vår typ av ekonomi sker de flesta betalningar som överföringar av medel mellan konton i en bank. Även betalningar med hjälp av kontokort sker på ett liknande sätt. Banker bidrar därför både till att skapa betalningsmedel, i form av behållningen på ett bankkonto, och att förmedla betalningar.
- **Riskspridning.** Finanssektorns tredje klassiska uppgift är att ge möjlighet för individer och företag att begränsa risken för kraftigt negativa utfall, genom att sprida risken till en större grupp, exempelvis via en hemförsäkring.

Bankerna har särskilt stor betydelse för kreditförsörjning och betalningsförmedling. De är också till sin grundläggande konstruktion bräckliga, vilket beror på att tillgångarna, i form av utlåning till hushåll och företag, är illikvida (svåra att sälja snabbt utan stor rabatt), medan skulderna, i form av upplåning på värdepappersmarknader och inlåning från hushåll och företag, ofta är mycket likvida. På grund av verksamhetens natur löper banker därför risk för uttagsanstormning.<sup>74</sup>

Om en bank får finansiella problem påverkar det ofta andra banker och i värsta fall kan en regelrätt bankkris uppstå. Spridningen kan ske på många sätt: direkt, via de exponeringar banker har mot varandra, eller indirekt, genom att det uppstår farhågor om att alla banker har liknande problem. Den individuella banken har inte tillräckliga drivkrafter att ta hänsyn till de samhällsekonomiska kostnaderna som dessa spridningsrisker medför. I ekonomisk teori kallar man det för att bankverksamhet är förknippad med *negativa externa effekter*, eller systemrisk.

---

<sup>74</sup> Enligt Diamond och Dybvig (1983) beror uttagsanstormningar på att insättarna är oförmögna till koordinering. De kan därför drabba även en solvent bank, om det är så att förlusterna vid en snabb likvidation av tillgångarna är betydande. Det är tillämpligt att insättarna förväntar sig ett sådant utfall för att förväntningarna ska bli självuppfyllande.

Om problemen kan isoleras till ett institut eller bank behöver det inte få några större konsekvenser för kreditförsörjningen. Om hela banksystemet drabbas finns det risk för kreditåstramning, vilket innebär att produktiva investeringar kanske inte kommer till stånd, till stor skada för samhällsekonomin.

Den "modell" som de flesta avancerade ekonomier tillämpar för att upprätthålla finansiell stabilitet har två viktiga komponenter. Till att börja med finns ett *skydds nät*, som består dels av centralbankens löfte att låna ut pengar till solventa, men illikvida banker (detta brukar kallas för *lender of last resort*), dels en insättningsgaranti, som gör insättarna skadeslösa i händelse av en bankkonkurs. Förekomsten av ett skydds nät utgör i sig en subvention av risktagande hos bankerna (i ekonomisk teori kallas detta för *moral hazard*). För att begränsa risktagandet är det meningen att centralbanken ska ta bra betalt för sitt likviditetsstöd och att det ska utgå en avgift för *insättningsgarantin*.<sup>75</sup> Ett ytterligare problem med denna modell, som senare tids händelser illustrerat väl, är att distinktionen mellan insolvens och illikviditet är nästan omöjlig att göra. Vidare har det visat sig att även aktörer som inte har inlåning, exempelvis investeringsbanker (Carnegie Investment Bank AB), har fått ta del av skydds näten, vilket är ett avsteg från traditionella principer.

*Kapitalkravet* är den andra komponenten. Istället för att sätta ett tak för en banks risktagande, försöker man säkerställa att en bank är tillräckligt kapitaliserad för att kunna hantera utfallet av de risker man löper. Denna typ av reglering blir sårbar om det finns stora skillnader mellan det kapital som regleringarna kräver och det kapital som en bank av företagsekonomiska skäl anser det rationellt att hålla. Sårbarheten ökar än mer om det är en väsentlig skillnad mellan det kapital som regleringarna kräver och den kapitalnivå som skulle vara samhällsekonomiskt motiverad.

### **Regelverk och tillsyn före krisen**

Riksbankens rätt att agera som *lender of last resort* framgår av riksbankslagen.<sup>76</sup> Där står att Riksbanken, "om det finns synnerliga skäl", och i "likviditetsstödjande syfte" får bevilja kredit eller lämna garantier till de institut och företag som står under tillsyn av Finansinspektionen. Det är därför Riksbankens ansvar att säkra den övergripande stabiliteten i betalningssystemet och att förse det med likviditet. En förutsättning för likviditetsstöd är att institutet bedöms vara solvent och att institutet har en ställning som gör att det är viktigt för det finansiella systemet. Krediten ska ges till en högre ränta än marknadsräntan och med fullgoda säkerheter. Även inom den europeiska monetära unionen finns denna funktion kvar på nationell nivå.

Insättningsgarantin är en följd av insättningsgarantidirektivet, beslutat på europeisk nivå, och den svenska lagstiftningen.<sup>77</sup> Insättningsgarantilagen ger insättare skydd i

---

<sup>75</sup> En insättningsgaranti gör det rationellt för en banks ägare att ta större risker, därför att vinsterna från lyckade investeringar tillfaller aktieägarna, medan insättarna kompenseras av staten vid en eventuell förlust. Teoretiskt finns flera olika sätt att hantera detta problem: reglering av bankernas investeringar och utlåning, försäkringspremier för den statliga garantin eller högt satta kapitaltäckningskrav. En marknadsmässig premie för den statliga insättningsgarantin skulle teoretiskt göra att bankernas investeringsbeslut avspeglar de samhällsekonomiska kostnaderna. Se Ljungqvist (1994).

<sup>76</sup> Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank.

<sup>77</sup> Lag (1995:1571) om insättningsgaranti.

händelse av att en bank eller annat finansiellt institut blir insolvent. I Sverige är ersättningsbeloppet maximalt 500 000 kronor per kund och institut.

Kapitaltäckningsreglerna, det viktigaste regelverket för banker, beslutas av EU i form av direktiv och regleringar. Riksdagen antar sedan en lag där de grundläggande kraven och de viktigaste reglerna för riskmätning och kapital läggs fast.<sup>78</sup> Dessa regler har sitt ursprung i de olika Basel-överenskommelserna, som tagits fram av Baselkommittén för banktillsyn. Kommittén består av representanter från centralbankerna och de finansiella tillsynsmyndigheterna i G10-länderna.<sup>79</sup> Kommittén tar fram regelförslag som sedan anpassas och genomförs nationellt.

Den första Baselöverenskommelsen från 1988 (Basel I) angav en riskbaserad kapitaltäckningsgrad på minst 8 procent för kreditrisker. Sedan 1 februari 2007 är ett nytt kapitaltäckningskrav – Basel II – införlivat i svensk rätt.<sup>80</sup> Basel II innebär att bankerna även fortsättningsvis ska ha ett kapital som uppgår till minst 8 procent av den totala riskexponeringen. Enligt en ny metod så grundas riskvikterna på motpartens kreditrating (extern rating), alternativt bankens eget system för kreditklassning (intern rating).

Inom EU ligger det primära ansvaret för finansiell tillsyn fortfarande på nationell nivå, vilket innebär att myndigheten i det land som licensierat ett finansiellt institut är ansvarig. I Sverige är det Finansinspektionen som är ansvarig myndighet och har till uppgift att säkerställa att banker och andra institut följer gällande regleringar. Finansinspektionens viktigaste uppgift är att följa kapitaltäckningssituationen i systemviktiga institut, det vill säga de stora bankerna, så att eventuella problem kan hanteras utan statligt stöd eller nödkrediter. Försämras kapitaltäckningssituationen kan Finansinspektionen tvinga ett institut att ex. begränsa rörelsen eller minska riskerna. Om kapitaltäckningen sjunker under den lagstadgade, men institutet fortfarande är solvent, skärps kraven. En möjlighet är att dra in tillståndet att bedriva kreditverksamhet.

Blir det nödvändigt med kapitalinsatser för att förhindra en konkurs, som skulle kunna ge upphov till en systemkris, är det riksdagens och regeringens ansvar. Statligt stöd ges normalt endast för att hantera solvensproblem i ett systemviktigt institut.

### Lagstiftning till följd av krisen

Den finansiella krisen har redan satt viktiga avtryck i den svenska lagstiftningen. Den så kallade stödlagen<sup>81</sup>, som presenterades under hösten 2008, är det centrala nya regelverket, och har fyra viktiga inslag:

- **Offentlig administration.** Riksgälden kan ta kontroll över en bankrörelse, utan att ta över ägandet, om en bank inte kan fullgöra sina åtaganden. Om en bank har stora solvensproblem har staten möjlighet att ta över ägandet. Även om det inte

---

<sup>78</sup> Lag (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar.

<sup>79</sup> Belgien, Frankrike, Italien, Japan, Kanada, Luxemburg, Nederländerna, Schweiz, Storbritannien, Sverige, Tyskland och USA.

<sup>80</sup> Basel II började gälla i hela EU 1 januari 2008 och kommer att tillämpas i USA först 1 april 2010, enligt De Larosière (2009).

<sup>81</sup> Lag (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut.

finns konkreta solvensproblem i en bank finns det möjlighet att vidta åtgärder för att förhindra en allvarlig störning.

- **Upplåningsgaranti.** Ett statligt upplåningsgarantiprogram har införts för institut som bedöms som systemviktiga. Syftet med garantiprogrammet är att underlätta bankernas och bostadsinstitutens upplåning och minska deras lånekostnader. Mot en garantiavgift får bankerna "låna" statens kreditvärdighet. Den totala beloppsgränsen för garantiprogrammet är 1 500 miljarder kronor. Garantin kan avse lån i form av obligationer, bankcertifikat och andra skuldförbindelser.
- **Program för kapita Itillskott.** Staten kan delta i nyemissioner som görs av solventa banker. Tillskottet kan ske genom en marknadstransaktion, där staten maximalt får teckna sig för 70 procent av emissionen, eller via en riktad emission, på villkor som bestäms av Riksgäldskontoret. Programmet omfattar maximalt 50 miljarder kronor.
- **Stabilitetsfond.** Fonden ska fungera som en finansieringskälla för statligt stöd till kreditinstitut och finansieras via en obligatorisk stabilitetsavgift, som tas ut av bankerna. Den årliga avgiften ska vara 0,036 procent av bankens förpliktelser. Långsiktigt ska fonden uppgå till 2,5 procent av BNP eller ungefär 75 miljarder kronor i dagens penningvärde. Avgiften införs 2009, men är reducerad till hälften under de två första åren. Från avgiften ska dras hälften av det belopp som erlagts enligt den statliga upplåningsgarantin. I framtiden avser regeringen att slå ihop denna avgift med insättningsgarantisystemet. Avgiftssystemet ska då avspegla den risk som ett kreditinstitut tar på sig. Först 2011 beräknar regeringen att återkomma med ett förslag om en ny avgiftskonstruktion.



## Reformförslag

Det verkar inte råda någon tvekan om att den finansiella krisen kommer att sätta tydliga spår både när det gäller regleringen av den finansiella sektorn och hur den övervakas. Den svenska regeringen har valt att inte ta någon synligt ledande roll i detta, men Sverige kommer givetvis att påverkas av det som händer på de stora finansiella marknaderna, det vill säga USA och Storbritannien, men framförallt av det lagstiftningsarbete som nu pågår inom EU.<sup>82</sup> Den så kallade G20-gruppen har också etablerats som en viktig institution för samordning mellan de stora industriländerna och de "nya" ekonomierna som Brasilien, Kina, Indien och Ryssland.

På flera områden verkar det finnas ett relativt stort mått av samsyn mellan de ledande aktörerna på området. Det råder knappast någon tvekan om att krisen kommer att resultera i högre kapitalkrav och att fler typer av institut omfattas av reglering. Det verkar också finnas stor enighet om att reglering och tillsyn i betydligt högre grad än idag behöver ha ett makroperspektiv (se Figur 17). Så gott som samtliga rapporter och utredningar pekar på behovet av att göra regleringen mindre procyklisk.

**Figur 17: Makro- och mikroorienterad reglering och tillsyn**

	<b>Makro</b>	<b>Mikro</b>
<b>Mål på kort sikt</b>	Begränsa effekter på finansiella systemet	Begränsa effekter för individuell institution
<b>Mål på lång sikt</b>	Begränsa effekter på BNP	Skydda konsumenter och kreditorer
<b>Syn på risk</b>	Beroende av kollektivt beteende ("endogent")	Oberoende av individuella aktörers beteende ("exogent")
<b>Korrelationer och gemensama exponeringar</b>	Viktigt	Irrelevant
<b>Kalibrering av regleringsinstrument</b>	Utifrån systemrisk; från toppen och ner	Utifrån individuella (företags-) risker; botten upp

Källa: Financial Stability Forum (2008).

### USA

Den amerikanska finansministern Timothy Geithner har presenterat en reformplan som framförallt bottnar i de erfarenheter som de amerikanska myndigheterna gjorde i samband med hanteringen av Lehman Brothers och AIG. Det visade sig att medan det fanns en tydlig ordning för att hantera problem i banker med inlåning, så fanns det ingen fungerande lagstiftning för att hantera stora försäkringsbolag eller investeringsbanker under konkurshot. Avsikten är att en mer omfattande reformplan ska presenteras i ett senare skede. Följande är huvudkomponenterna i Geithners förslag så här långt<sup>83</sup>:

<sup>82</sup> Den 7 maj beslutade regeringen att tillsätta Finansmarknadskommittén, som ska utgöra "ett forum för dialog och samråd kring den finansiella sektorns villkor för att främja stabilitet, förtroende, effektivitet och utvecklingsmöjligheter". Inriktningen på kommitténs arbete är med andra ord oklar. Den ska vara sammansatt av företrädare för stat och "de olika branscherna inom finansmarknadsområdet". Se Kommittédirektiv (2009:22) "Finansmarknadskommittén".

<sup>83</sup> US Treasury (2009).

- **Myndighetsansvar.** En myndighet ska få ansvar för tillsynen över alla finansiella företag som bedöms ha betydelse för det finansiella systemets funktion. Dessa behöver inte nödvändigtvis vara banker, utan kan även vara ett försäkringsbolag, en fondkommissionär eller en hedgefond.
- **Systemviktiga institut.** En tydlig ordning för hur den federala regeringen och dess myndigheter skall hantera systemviktiga institutioner kommer att arbetas fram. Lagstiftning kommer att göra det möjligt att omstrukturera stora finansiella institutioner av typen AIG och Lehman Brothers genom att ge lån, köpa tillgångar, garantera skulder och gå in med eget kapital. När väl en nationalisering har skett kommer det att finnas möjlighet att sälja tillgångar, upphäva kontrakt och byta ut ledning och styrelse.
- **Kapitalkrav.** Systemviktiga företag ska ha högre kapitalkrav än andra finansiella företag och ska kunna klara större motgångar. Kapitalkraven ska inte vara lika procykliska som idag, och kommer att innebära att större kapitalbuffertar byggs upp i goda tider. Det kommer även att etableras hårdare likviditets-, motparts- och kreditriskkrav för dessa företag.
- **Reglerade institut.** Hedgefonder, private equity-fonder, riskkapitalbolag och andra typer av finansiella institutioner med ett förvaltad kapital över en viss gräns, kommer att behöva registrera sig hos SEC, den amerikanska finansinspektionen. De kommer dessutom att behöva delge viss information till myndigheter, investerare och andra motparter. Myndigheter ska få uppgifter från dessa företag om hur högt skuldsatta de är, så att det finns möjlighet att avgöra om de utgör en systemrisk.
- **Reglerade instrument.** Kreditderivat och andra icke börshandlade finansiella instrument ska regleras. Alla som handlar i dessa derivat kommer att ses som systemviktiga företag.
- **Mer börshandel.** Alla mer standardiserade icke-börshandlade produkter ska nu istället handlas via någon form av central handelsplats, som i sin tur ska rapportera volymer och positioner till relevanta myndigheter.

## Storbritannien

Som resultat av krisen har Storbritannien redan genomfört relativt omfattande förändringar i sin lagstiftning. En ny ordning för att hantera banker på obestånd infördes i februari 2008. Bank of England har fått ett formellt ansvar för övergripande finansiell stabilitet. Det brittiska arbetet med att utreda finanskrisens orsaker och föreslå bättre reglering och tillsyn leds av Adair Turner, ordförande för den brittiska finansinspektionen Financial Services Authority (FSA). Det förslag som Turner lagt fram, skulle, om det genomförs, leda till stora förändringar när det gäller bankernas balansräkningar.<sup>84</sup> Erfarenheterna från den isländska banken Landsbanki, som uppträdde under varumärket Icesave i Storbritannien, gör att Turner ser ytterst negativt på dagens europeiska bankreglering. EU:s lagstiftning för inre marknaden gjorde det möjligt för Landsbanki att öppna filial i Storbritannien, trots att Islands fiskala resurser och insättningsgaranti var helt otillräckliga i förhållande till

<sup>84</sup> Financial Services Authority (2009). Turner (2009a).

omfattningen av de isländska bankernas utlandsverksamhet.<sup>85</sup> Turner vill därför se antingen mer europeisk koordinering eller att EU lämnar över mer ansvar till medlemsstaterna.<sup>86</sup> Vid sedan har Turner följande mer konkreta förslag:

- **Kapitaltäckning.** Minimikraven vad gäller kapitaltäckning kommer att behöva höjas väsentligt jämfört med Basel-överenskommelserna, enligt Turner. När det gäller värdepappershandel behöver kapitalkraven ökas ungefär tre gånger. För att säkerställa att kapitalkraven inte förstärker konjunktursvängningar krävs det att bankerna bygger upp stora kapitalbuffertar i goda tider, så att de har möjlighet att göra ansenliga förluster när det ekonomiska läget blir tuffare.
- **Likviditet.** Bankerna kommer att hålla mycket större andel verkligt likvida tillgångar, det vill säga statsobligationer och liknande. Reglering och tillsyn kommer att bör uppmärksamma likviditetsaspekter i högre grad. För att begränsa likviditetsriskerna i banksystemet bör det införas ett tak för skuldsättningsgraden. Bankernas likviditet kommer att inspekteras och “stresstestas”.
- **Reglerade institut.** Alla finansiella institutioner som uppträder som banker och fyller bankliknande funktioner, ska regleras som banker. Kreditratinginstitutet ska omfattas av ny form av reglering, som säkerställer att de gör oberoende analyser, och bara kan utfärda en rating för instrument där det finns en historik och kunskaper som möjliggör en konsistent rating.
- **Tillsyn.** Delvis på grund av erfarenheterna från Landsbanki vill Turner att det inrättas någon form av självständig och överordnad tillsynsmyndighet inom EU, som ska formulera reglering, medan tillsynen av individuella institut även fortsatt bör ske på nationell nivå. Han har också lanserat idén om en europeisk insättningsgaranti, för att hantera problemet med stora banker från små länder som etablerar utländska filialer.

## EU

Som ett resultat av krisen har EU-kommissionen hittills lagt fram förslag på ny reglering inom några olika områden:

- **Kreditratingföretag.** Enligt kommissionen bidrog dessa företag till den finansiella krisen. De underskattade risken för att vissa emittenter inte skulle klara sina betalningar och satte för hög rating på många typer av värdepapper. Alla kreditratingföretag som vill vara verksamma inom EU kommer att behöva ansöka om registrering. Deras verksamhet kommer att vara föremål för övervakning. Det kommer inte längre vara tillåtet för dessa företag att syssla med konsultverksamhet, det vill säga hjälpa kunder att optimera sin rating. De kommer också att behöva visa större öppenhet med modeller och antaganden vid rating. Förslaget har antagits av Rådet och parlamentet.
- **Ersättningssystem i den finansiella sektorn.** I en rekommendation tar kommissionen ställning för att “ersättningsordningar grundade på kortsiktig

---

<sup>85</sup> Enligt Riksbanken (2008) var det isländska banksystemets tillgångar nio gånger så stora som den isländska bruttonationalprodukten vid utgången av första halvåret 2008.

<sup>86</sup> Turner (2009b).

avkastning, utan adekvat hänsyn till riskerna, har bidragit till att stimulera finansinstitut att ge sig in på högriskaffärer”.<sup>87</sup> Genom att lägga fram en rekommendation vill kommissionen försöka påverka anställningskontrakten för 2010. Det viktigaste inslaget är det ska finnas “balans” mellan rörliga och fasta delar i ersättningen, samt att den rörliga delen ska “justeras för risk, kapitalkostnader och likviditet”. Det ska vara möjligt att återkräva rörliga ersättningar som utbetalats på grundval av felaktiga uppgifter.

- **Hedgefonder/private equity-företag.** Kommissionen har lagt fram ett förslag till nytt direktiv rörande det man kallar förvaltare av alternativa investeringsfonder.<sup>88</sup> Alla sådana förvaltare till fonder med ett kapital som överstiger 100 miljoner euro ska vara auktoriserade och vara föremål för reglering och tillsyn. Direktivet innehåller också krav vad gäller riskhantering, likviditet och kapital.

När det gäller det mer framåsyftande arbetet med reglering och tillsyn har de Larosière-gruppen fått en central ställning. Gruppen, som bland annat inkluderar vice riksbankschef Lars Nyberg, presenterade sin rapport den 25 februari 2009. Med den som utgångspunkt lämnade Kommissionen den 27 maj ett förslag för hur tillsynen av den finansiella sektorn i Europa ska se ut.<sup>89</sup> Ambitionen är att förslaget ska börja gälla någon gång under 2010. Huvudpoängen är att två (delvis) nya organ får ansvar för makro- respektive mikroorienterad tillsyn.

- **Tillsyn på makronivå.** European System Risk Council (ESRC) kommer att stå för övervakning och bedömningar när det gäller hot mot den finansiella stabiliteten som beror på makroekonomin eller händelser som berör hela det finansiella systemet. Tanken är att ESRC ska bli en europeisk motsvarighet till den amerikanska myndighet som så småningom får ett övergripande stabilitetsansvar. När risker på makronivå har identifierats är det detta organ som förväntas slå larm. Tanken är ESRC att ska interagera med internationella organ som IMF och Financial Stability Board. Rådets medlemmar kommer att utgöras av ECB:s ledargarnityr, EU:s riksbankschefer, en representant för kommissionen samt tre representanter för ESFS – en ganska omfattande grupp med andra ord. I praktiken kommer ESRC att stå mycket nära ECB. Förslaget är att ECB-chefen ska bli ordförande och att ECB:s personal ska utgöra sekretariat.
- **Tillsyn på mikronivå.** European System of Financial Supervisors (ESFS) ska stå för den del av den finansiella tillsynen som berör enskilda företag, med inriktning på konsumentskydd. Idag fungerar samarbetet mellan de nationella tillsynsmyndigheterna fullkomligt undermåligt, enligt kommissionen. Den nya strukturen har till främsta uppgift att utarbeta harmoniserade regelverk och arbetsmetoder, som gör att övervakningen av de gränsöverskridande bank- och finansföretagen fungerar mer friktionsfritt. ESFS består i sin tur av tre myndigheter, som ansvarar för tillsyn av banker, försäkringsbolag respektive värdepappershandel. När det gäller reell makt är verkligheten något mindre tjugig. ESFS är helt enkelt ett nätverk bestående av de nationella tillsynsmyndigheterna. Tillsynsansvaret vilar fortsatt på Finansinspektionen och dess kollegor, av det

---

<sup>87</sup> Kommissionen (2009b).

<sup>88</sup> Kommissionen (2009a).

<sup>89</sup> Kommissionen (2009c).

enkla skälet att “än så länge finns de finansiella medlen för att rädda finansiella institutioner på medlemsstatsnivå och hos nationella skattebetalare”.<sup>90</sup> För vissa typer av paneuropeiska institutioner – kreditratingföretag och centrala marknadsplatser – bör ESFS ansvara för auktorisering och tillsyn, enligt vad kommissionen föreslår.

Under juni 2009 kommer Kommissionen att lägga ett förslag om ändringar i kapitalkravsdirektivet. Ett inslag i direktivet är att ställa ersättningspolicyn i finansiella företag, samt dess koppling till riskhantering, under stabilitetstillsyn. Kreditinstitut och värdepappersföretag kommer, enligt förslaget, att bli skyldiga enligt lag att ha en ersättningspolicy som är förenlig med en effektiv riskhantering.

---

<sup>90</sup> Kommissionen (2009c).

## Avslutande diskussion

I detta kapitel diskuteras de frågeställningar som är centrala att förhålla sig till när en ny modell för reglering och tillsyn av den finansiella sektorn, i Sverige och internationellt, utformas. Utgångspunkten är att de finansiella marknaderna och dess aktörer behöver detaljerad reglering och minutios övervakning för att fungera väl och för att de inte ska lyckas vältra över kostnader på andra samhällssektorer.

### Demokratiskt inflytande

Erfarenheterna från den finansiella krisen visar tydligt att det inte är lämpligt att delegera övervakning och kontroll till de finansiella marknaderna och dess aktörer, utan att dessa uppgifter måste hanteras av offentliga institutioner. Det är inte heller lämpligt att finanssektorn har inflytande över hur reglering och tillsyn utformas. Den främsta orsaken till det är, som beskrivits tidigare, att den finansiella sektorn har stora externaliteter. Den sociala kostnaden för en finansiell kris är ofta många gånger större än den privata kostnaden, det vill säga kostnaden för enskilda företag och institutioner.

På grund av att stora delar av den finansiella sektorn omfattas av en implicit statsgaranti, vilket kommer till uttryck i lägre kapitalkostnader, är det ett intellektuellt misstag att tro att det finns förutsättningar för en intressegemenskap mellan det offentliga och finansbranschen när det gäller hur reglering och tillsyn ska utformas. Den finansiella sektorn vill behålla denna subvention, eller återskapa den i en annan form, medan de representerar samhällsnyttan bör vilja minimera subventionen.

Eftersom finansiell reglering och tillsyn är synnerligen komplex materia ställer det stora krav på våra demokratiskt valda församlingar, om de ska förmå att återskapa ett finansiellt system som är till nytta för samhällsekonomin. Parlamentariker och andra beslutsfattare måste ha tillgång till bättre stöd och resurser för att analysera de samhällsekonomiska risker som ny reglering på detta område kan medföra, särskilt om den konstruerats på beställning av branschen.<sup>91</sup>

Den process som initierats i Sverige för att arbeta med regleringsfrågor går tyvärr i helt fel riktning och tyder på bristande probleminsikt. Den nyligen tillsatta Finansmarknadskommittén innehåller bara representanter för finansbranschen och regeringskansliet.<sup>92</sup> Ambitionen borde istället vara att hitta bred politisk enighet kring de reformer av den finansiella sektorn som är så uppenbart nödvändiga.

### Kapital

Dagens regelverk för bankernas kapitaltäckningskrav, Basel II, behöver ses över i grunden. Basel II försöker, som beskrivits tidigare, relatera kapitalkraven till risken i tillgångarna. Riskmåttet hämtas från bankernas interna riskhanteringssystem eller ratinginstitut. Eftersom mer kapital uppfattas som en kostnad för banken skapas oundvikligen starka drivkrafter i riktning mot manipulation av dessa riskmått. Det är tveksamt om det går att bygga vidare på denna modell, som utgår från att marknadens

---

<sup>91</sup> Se Hellwig (2008), s. 54-56 för en beskrivning av "regulatory capture" i samband med utformningen av Basel-överenskommelserna.

<sup>92</sup> Kommittédirektiv (2009:22) "Finansmarknadskommittén".

aktörer är de som är bäst lämpade att övervaka varandra. Även om det finns förnuftiga skäl till att relatera kapital till risk, kan det vara så att system av denna typ är för komplicerade, och ger för stora vinster för de som lär sig manipulera det, för att kunna tillämpas och övervakas på ett robust sätt.

Minst lika viktigt är förstås att all risk som en bank faktiskt tar också resulterar i en kapitalbuffert. Ett absolut minimikrav är att ansvariga tillsynsmyndigheter kan säkerställa att banker inte har någon verksamhet "vid sidan av" den ordinarie balansräkningen, så som har varit vanligt förekommande under senare år.

Idén med kapitaltäckningskrav som är mindre procykliska är attraktiv, men kan bli svår att genomföra. Det spanska systemet med dynamiska reserveringar, som räknas ut genom att titta på historiska kreditförluster över flera konjunkturcykler, kan vara intressant. Men det går också att föreställa sig en modell där stigande tillgångspriser (särskilt fastigheter) och högre tillväxttakt i utlåningen automatiskt leder till högre kapitalkrav.<sup>93</sup>

Flera analyser har också lyft fram behovet av att komplettera kapitalkravet med en form av skuldsättningskvot (*leverage ratio*).<sup>94</sup> Den kan exempelvis formuleras som att en banks skulder inte får överstiga x procent av bankens totala tillgångar. Detta är ingen ny idé, men har givetvis fått förnyad aktualitet på grund av krisen. Tidigare har många banker hävdat att balansräkningens storlek inte i sig är en bra indikator på risk, eftersom många positioner på tillgångs- och skuldsidan, enligt bankernas interna riskhanteringssystem, tar ut varandra.<sup>95</sup> Krisen har visat på behovet av enkla och transparenta regler som tar ner risktagandet i banksektorn. En skuldsättningskvot kan, i kombination med större kapitalbuffertar, bidra till detta. Det är viktigt att komma ihåg att en skuldsättningskvot i praktiken är precis samma sak som ett gammaldags icke riskvägt eget kapital-krav, av Basel I-snitt. Fördelen med skuldsättningskvoter är att de är enkla att tillämpa och begränsar uppbyggnaden av skuldsättningsgraden under en boom. Nackdelen är att de, sett isolerat, kan ge incitament att investera i mer riskfyllda tillgångar och tillgångar vid sidan av balansräkningen. Liksom nuvarande kapitalkrav kan skuldsättningskvoter bidra till att förstärka konjunktursvängningarna när tillgångsvärdena sjunker och ett institut närmar sig bindande restriktioner.

Oavsett detta pekar krisen på ett behov av kraftigt ökade kapitalkrav jämfört med dagens nivå.<sup>96</sup> Mer kapital skapar en buffert mot insolvens, men leder också till att incitamenten att ta risk minskar, eftersom det då i högre grad sker på egen bekostnad, och inte på samhällets. Ytterligare en positiv effekt av större kapitalbuffertar är att det blir lättare och billigare för ett institut att skaffa nytt kapital om det behövs för att klara kapitalkraven. Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv är det bättre om en bank rekapitaliserar istället för att likvidera tillgångar, vilket riskerar att få negativa reala effekter.<sup>97</sup>

Slutligen så måste kapitalkraven säkerställa att banker och finansinstitut har "riktigt" eget kapital. Varken efterställda skulder, preferensaktier, eller annat kapital av låg

---

<sup>93</sup> Goodhard och Persaud (2008).

<sup>94</sup> Bland annat FSA (2009).

<sup>95</sup> Hellwig (2008), s. 53, n. 109.

<sup>96</sup> 8 procent i förhållande till de riskvägda tillgångarna.

<sup>97</sup> Kashyap et al (2008), s. 23, n. 18.

kvalitet bör accepteras, eftersom den enda verkliga bufferten mot verkliga förluster är verkligt eget kapital.<sup>98</sup> Sedan 1988, då det första Basel-regelverket lanserades, har de stora bankerna utvecklat enorma mängder kraft och energi för att kunna hålla så lite eget kapital som möjligt. Den utvecklingen behöver få ett slut.

En invändning som brukar resas mot krav på mer kapital är att det skulle leda till mindre omfattande utlåning. Mer kapital bör, i en situation där banker får betala marknadspris för sin inlåning, resultera i lägre upplåningskostnader. Det är bara när banker utgår från att de, tack vara omfattande statliga garantier, kan låna till nära den riskfria räntan, som de kan betrakta skuldfinansiering som självklart billigare än finansiering via eget kapital, eller se kostnaden för eget kapital som på något bestämd på förhand.

### **Tillsyn**

Inriktningen på tillsynen över den finansiella sektorn behöver ta ett bredare perspektiv. Konsumentskydd är viktigt, men kan inte vara huvuduppgiften för finansiell tillsyn och reglering, som istället bör vara systemskydd. Om denna slutsats finns det, som har framgått, stor samsyn. Det innebär, bland annat, att ansvariga myndigheter måste kunna identifiera och åtgärda nya stora risker för den finansiella sektorn i stort. Det kan röra sig om att förstå effekterna av förändringar i riskhantering, högre skuldsättning eller nya finansiella instrument. Det handlar också att kunna analysera hur kopplingarna mellan olika institutioner påverkar systemrisken eller identifiera brister i regelverket som kan vara ett problem för det finansiella systemet i stort.<sup>99</sup>

Det är kostsamt och arbetsintensivt att utöva ordentlig tillsyn av den finansiella sektorn. Men eftersom det är medborgarna som får betala dyrt för finansiella kriser finns det ingen möjlighet för det offentliga att abdikera från detta ansvar. Exemplet Baltikum tyder på att våra ansvariga myndigheter – Finansinspektionen och Riksbanken – inte fullt ut klarar av att hantera dagens uppgifter och därför inte utan ytterligare resurser klarar att möta ambitioner som är betydligt högre ställda. Vi kommer därför att behöva lägga mer av våra gemensamma resurser på att bygga en struktur som på riktigt förmår att begränsa de systemriskerna som den finansiella sektorn genererar. De kostnader som är förknippade med en tillsyn på en mer ambitiös nivå bör hanteras i form av avgifter av den finansiella sektorn.

En global tillsynsmyndighet vore rätt sätt att hantera en redan helt internationaliserad finansiell sektor. Men en sådan institution kommer att dröja mycket länge. Vi måste därför leta efter tillsynsmodeller som så långt möjligt kan kompensera för denna brist. Det finns tre alternativa vägar för hur den finansiella tillsynen och övervakningen ska se ut i Europa i framtiden: att stärka samarbetsorganen för de nationella finansinspektionerna, stärka de ”kollegier” som existerar för de större, transnationella finansiella institutionerna eller att etablera nya institutioner. Centralt är att det går att finna en tillsynsordning som klarar att hantera de stora, mångnationella bank- och finanskoncernerna. De svenska bankernas obalanserade agerande i Baltikum tyder på att det är svårt att få ett system med nationella finansinspektioner, som tar för ansvar

---

<sup>98</sup> I december 2008 höjde Finansinspektionen andelen ”hybridkapital” som får räknas in i primärkapitalet från 15 till 30 procent. Enligt De Larosière (2009) bör det diskuteras om hybridkapital överhuvudtaget bör ses som primärkapital.

<sup>99</sup> Bernanke (2009b).



för de "egna" bankerna, att fungera väl. En ny, EU-baserad finansinspektion är troligen det bästa sättet att få verklig kraft i övervakningsarbetet. Givet Londons ställning som Europas finansiella huvudstad är det nödvändigt att Storbritannien ingår i en sådan ny struktur.

Minst lika viktigt som att det finns en tydlighet kring vem som gör vad, är att ansvariga myndigheter har tillräckliga befogenheter för att kunna agera proaktivt och kraftfullt. Idealt är om den ansvariga myndigheten har en sådan auktoritet att den fungerar avskräckande och därigenom förhindrar att överdriven skuldsättning och orimligt risktagande uppstår. Banker ogillar hårdhänt tillsyn och finansinspektioner tycker det är obehagligt att utföra den och ta ansvar för den.<sup>100</sup> Det hindrar inte att den är helt nödvändig. Som Mervyn King har uttryckt det: det är inte enkelt att övertyga människor som tjänar stora pengar att det som framstår som kortsiktigt framgångsrikt i själva verket är mycket riskfyllt på lång sikt.<sup>101</sup> Att det inte är enkelt hindrar inte att det är nödvändigt.

### **Reglerade institut**

Principen för vilka finansiella institut som bör vara reglerade är egentligen ganska enkel. Företag som är systemviktiga måste vara reglerade och föremål för tillsyn. Erfarenheterna från finanskrisen visar att även verksamheter med ganska små tillgångar (Kaupthing, Carnegie) kan få en systemkritisk roll i vissa situationer.

Vissa av de hedgefonder och riskkapitalbolag som idag är oreglerade kan troligen inte tillåtas fallera, därför att kostnaden för samhällsekonomin skulle bli oacceptabelt stor. Problemet är att många av dessa företag har sin hemvist på orter med obefintlig beskattning och obefintlig reglering och övervakning. En mer effektiv finansiell reglering kräver därför att så kallade skatteparadis på det ena eller det andra sättet återinförs i den internationella gemenskapen. Alternativet är att bolag som är registrerade utomlands, men har sin huvudsakliga verksamhet i Sverige (samtliga stora private equity-företag och hedgefonder) blir föremål för svensk tillsyn.

Före finanskrisen hade ratinginstituten en behaglig tillvaro. Deras verksamhet var mer eller mindre oreglerad, samtidigt som de i lagstiftning och regelverk gavs en myndighetsliknande roll. De tog rikligt betalt av dem som utfärdade värdepapper, samtidigt som de tog ännu rikligare betalt för att hjälpa till att strukturera värdepapper så att de skulle få maximalt hög rating enligt den egna värderingsmodellen. Även om många investerare verkar ha missuppfattat vad ratingföretag gör – de bedömer sannolikheten för konkurs, inget annat – så är det rimligt med en radikal översyn av deras roll och affärsmodell. Det är exempelvis uppenbart orimligt att ratinginstituten tar betalt av utgivarna av ett värdepapper. Det är inte heller rimligt att de har någon fortsatt roll för hur kapitaltäckningskraven ska beräknas.

När det gäller vissa banker och finansiella institutioner kan man konstatera att de har en sådan storlek och komplexitet att bara misstanken om att de inte klarar sina betalningar leder till stora samhällsekonomiska kostnader. Ingen av de fyra svenska storbankerna kan exempelvis tillåtas gå omkull, eftersom effekterna för

---

<sup>100</sup> Hellwig (2008), s. 65.

<sup>101</sup> King (2009).

samhällsekonomin skulle bli alltför stora.<sup>102</sup> Av detta drar de stora fördelar i form av implicita statliga garantier och lägre kapitalkostnader. Principiellt finns det två möjliga sätt att hantera denna situation. Antingen bryts dessa institut i mindre delar, eller så höjs ambitionsnivån när det gäller reglering och kontroll väsentligt.

Det kan under alla omständigheter inte vara rimligt att koncentrationen på den svenska bankmarknaden får fortsätta, så att storbankerna genom fusioner blir två eller tre, istället för fyra. Det skulle utsätta skattebetalarna för oacceptabelt stora risker. Ett sätt att reglera koncentration är att sätta ett övre tak för hur stor andel av den svenska inlåningsmarknaden en enskild bank kan tillåtas ha.<sup>103</sup>

### Ersättningssystem

Den finansiella sektorn har en högre andel rörlig ersättning till ledning och anställda än de flesta andra delar av näringslivet. Det verkar ha varit en bidragande orsak till att många finansiella företag tagit på sig samhällsekonomiskt kostsamma risker. Detta trots att det ur ett företagsekonomiskt perspektiv knappast kan vara optimalt att belöna sina anställda på årsbasis för insatser vars verkliga värde går att avläsa först på längre sikt.

På ett principiellt plan är det givet att lönesättning inte ska vara en offentlig angelägenhet. Frågan är om det finns någon annan väg att komma till rätta med ersättningssystem i finansiell sektor med negativa samhällskonsekvenser. Det finns få tecken på att den finansiella sektorn har en egen probleminsikt och förmåga att etablera sundare ersättningsmodeller i form av branschöverenskommelser eller någon annan typ av frivillig lösning.

Ett sätt att hantera denna problematik är att se ersättningssystemen som en finansiell stabilitetsfråga. Det blir då ett myndighetsansvar att säkerställa att de belöningsystem som finns i reglerade finansiella företag inte riskerar att undergräva den finansiella stabiliteten. Följande faktorer bör finnas i förgrunden vid en sådan granskning:<sup>104</sup>

- **Total riskbild.** Ersättningen måste ta hänsyn till samtliga former av risk, inklusive risker som påverkar likviditet, ett företags goda namn och rykte, kapitalkostnader, etc.
- **Symmetri.** Ersättningen bör i så hög grad som möjligt vara symmetrisk. Om ersättningssystemet inte kan resultera i kraftiga negativa utfall ska det heller inte kunna resultera i kraftigt positiva utfall. Annars ger ersättningsmodellen upphov till för stort risktagande. Det är också rimligt att rörliga ersättningar är kopplade till hur det går för företaget i stort.
- **Långsiktighet.** Utbetalningen av rörlig ersättning måste ta hänsyn till olika riskers tidshorisont. Rörlig ersättning kopplad till ett visst projekt, eller en viss insats, bör inte kunna ske förrän det står klart vad det verkliga utfallet blir. I många fall

---

<sup>102</sup> Enligt Konkurrensverket (2009) har Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank en marknadsandel på ca 75 procent på inlåningsmarknaden och ca 70 procent på utlåningsmarknaden.

<sup>103</sup> I USA kan två banker inte fusionera om det innebär att de får mer än 10 procent av inlåningen nationellt.

<sup>104</sup> Detta avsnitt är starkt influerat av Financial Stability Forum (2009b), s. 9-10.

betyder det att rörlig ersättning inte bör betalas ut förrän en hel ekonomisk konjunkturcykel har förflutit.

Ett sätt att öka transparensen i lönesättningen är att låta bolagstämman rösta om ersättningen till de ledande befattningshavarna. Willem Buiter (2009) har föreslagit att den lön som utgår om aktieägarna tillbakavisar styrelsens förslag aldrig ska kunna överstiga statsministerns.

### **Statliga garantier**

Finanskrisen har återigen visat att stater, när det väl gäller, nästan undantagslöst fungerar som garantier för större finansiella företag. Konkursen i Lehman Brothers är undantaget som bekräftar regeln.

Insättningsgarantin innebär att den traditionella inlåningen är skyddad. Men det denna kris har visat är att inte heller större kreditgivare löper någon risk. Det finns därför inte någon anledning för dem som lånar ut pengar till banker att undersöka deras finansiella tillstånd. För ett privat företag är detta en avundsvärd och eftersträvt position. Det blir rationellt för banker och andra finansiella institutioner att uppnå den kritiska massa där de uppfattas vara "för stora för att gå i konkurs" och därigenom få lägre kapitalkostnader.

Implicita statliga garantier leder till ett ökat risktagande i den finansiella sektorn, eftersom risk inte resulterar i högre finansieringskostnader. Det innebär också att medborgarna subventionerar bankernas aktieägare, som kan dra fördel av denna outtalade statsgaranti i form av lägre upplåningskostnader. Som tidigare har framhållits i denna rapport finns det ingen möjlighet för staten att undvika en sådan implicit bankgaranti. Det enda sättet att undvika en statlig subvention är att utkräva fulla garantipremier av banksektorn. Vid avgiftsättningen ska man då bära i minnet att hela skuldsidan, med undantag för det egna kapitalet, omfattas av en garanti. För att inte banker som är mindre riskbenägna ska missgynnas, måste garantipremierna vara riskrelaterade. Affärsstrategi, skuldsättningsgrad, marknadskoncentration – samtliga faktorer som påverkar risken för att den statliga garantin ska falla ut måste påverka premiens storlek.

Både den svenska insättningsgarantin och det svenska garantiprogrammet är ur denna aspekt felkonstruerade. När det gäller insättningsgarantin är spannet i avgifterna (mellan 0,06 och 0,14 procent av de garanterade avgifterna) för litet. Avgifternas storlek är inte heller relaterade till statens verkliga risk, som beror på kreditvärdigheten i hela den svenska banksektorn.<sup>105</sup>

Det svenska garantiprogrammet är att betrakta som ett förtäckt stöd till den svenska banksektorn. Frivilligheten i programmet gör det möjligt för bankerna att fortsätta låna kortsiktigt, utan likviditetsrisk, eftersom det alltid finns en möjlighet att ansluta sig till programmet senare. Avgifterna för de som deltar i programmet avviker dessutom från ett marknadspris, och är därför en subvention.<sup>106</sup>

---

<sup>105</sup> Bergström (2009), s. 14.

<sup>106</sup> Ibid., s. 15-20.

Den svenska stabilitetsfonden är ett steg i rätt riktning, givet att avgifterna sätts på ett sätt så att de motsvarar det verkliga risktagandet i individuella institut och banksektorn som helhet. Utgångspunkten för avgiften kan därför inte, som idag, vara att fondens behållning efter ett visst antal år ska uppgå till en viss andel av BNP.

## Referenser

- Andersson, M. och Viotti, S. (1999). "Managing and Preventing Financial Crises – Lessons from the Swedish Experience", *Penning- och Valutapolitik* 1999/1, 71-89.
- Bean, C. (2009). Tal, 2009-05-21.
- Benston, G. J., Carhill, M. och Olovsson, B. (1989). "The Failure and Survival of Thrifts: Evidence from the Southeast", i *Financial Markets and Financial Crises* (red. R. G. Hubbard), University of Chicago Press, Chicago.
- Bergström, C. (2009). "Finanskrisen och den svenska krishanteringen under hösten 2008 och vintern 2009", *Rapport till Finanspolitiska rådet* 2009/1.
- Bernanke, B. (1983). "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review* 73, 257-76.
- Bernanke, B. (2008). "Federal Reserve Policies in the Financial Crisis", Tal, 2008-12-01.
- Bernanke, B. (2009a). "Current Economic and Financial Conditions and the Federal Budget", Testimony, 2009-03-03.
- Bernanke, B. (2009b). "Financial Reform to Address Systemic Risk", Tal, 2009-03-10.
- Blanchard, O. (2008). "The Tasks Ahead", IMF Working Paper WP/08/262.
- Bordo, M. D. (2008), "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008", NBER Working Paper 14569.
- Brunnermeier, M. K. (2009). "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", *Journal of Economic Perspectives* 23/1, 77-100.
- Buiter, W. H. (2009). "Lessons from the global financial crisis for regulators and supervisors", Working Paper, 2009-05-31.
- Cooper, R. N. (2008). "Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability", *Journal of Economic Perspectives* 22/3, 93-112.
- De Larosière, J. (2009). The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Rapport, 2009-02-25.
- Diamond, D. W. och Dybvig, P. H. (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy* 91/5, 401-19.
- Diamond, D. W. och Rajan, R. (2009). "The Credit Crisis: Conjectures About Causes and Remedies", NBER Working Paper 14379.

- Drees, B. och Pazarbasiouglu, C. (1995). "The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalization?", IMF Working Paper WP/95/61.
- Ellis, L. (2008). "The housing meltdown: Why did it happen in the United States?", BIS Working Papers 259.
- Financial Stability Forum (2008). "Addressing financial system procyclicality: a possible framework", 2008-09-01.
- Financial Stability Forum (2009a). *Report on Addressing Procyclicality in the Financial System*, 2009-04-02.
- Financial Stability Forum (2009b). "Recommendations and Principles to Strengthen Financial Systems", Pressmeddelande, 2009-04-02.
- Fischer, S. (2008). "Concluding Comments", Federal Reserve Bank of Kansas City Conference, Jackson Hole.
- Friedman, M. och Schwartz, A. J. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, N. J.
- FSA (2009). *The Turner Review – A regulatory response to the global banking crisis*.
- Goodhart, C. och Persaud, A. (2008). "How to avoid the next crash", *Financial Times*, 2008-01-30.
- Greenlaw, D., Hatzius, J., Kashyap, A. K. och Shin H. S. (2008). "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown", US Monetary Policy Forum Report 2.
- Greenspan, A. (2005). "Bank regulation", Tal, 2005-03-11.
- Gudmundsson, M. (2008). "How might the current financial crisis shape financial sector regulation and structure?", Tal, 2008-09-23.
- Hellwig, M. (2008). "Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis", Max Planck Institute for Research on Collective Goods Bonn 2008/43.
- HM Government (2009). *The road to the London Summit: The plan for recovery*.
- Howley, K. M. (2009). "Mortgage Delinquencies, Foreclosures, Rates Increase", Bloomberg.com.  
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20670001&sid=a2zH6o6F7Wuc>
- IMF (2008a). "Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness", *Global Financial Stability Report*, April 2008.
- IMF (2008b). "Financial Stress and Deleveraging: Macro-Financial Implications and Policy", *Global Financial Stability Report*, Oktober 2008.

IMF (2008c). *World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns and Recoveries*, Oktober 2008.

Ingves, S. (2009). "Det aktuella ekonomiska läget", Tal, 2009-05-06.

Kashyap, A. K., Rajan, R. G. och Stein, J. (2008). "Rethinking Capital Regulation", Federal Reserve Bank of Kansas City Conference, Jackson Hole.

King, M. (2009). "Finance: A Return from Risk", Tal, 2009-03-17.

Knight, M. D. (2008). "Now you see it, now you don't; the nature of risk and the current financial turmoil", Tal, 2008-02-26.

Kommissionen (2009a), Förslag till direktiv, KOM (2009) 207, 2009-04-30.

Kommissionen (2009b). Meddelande, KOM (2009) 211, 2009-04-30.

Kommissionen (2009c). Meddelande, KOM (2009) 252, 2009-05-27.

Kommittédirektiv (2009:22) "Finansmarknadskommittén".

Konkurrensverket (2009). *Åtgärder för bättre konkurrens – konkurrensen i Sverige*.

Krugman, P. (2000). *The Return of Depression Economics* (revised edition), Penguin, London.

Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank.

Lag (1995:1571) om insättningsgaranti.

Lag (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar.

Lag (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut.

Lagrådsremiss, "Införande av stabilitetsavgift".

Lind, G. (2005), "Basel II – nytt regelverk för bankkapital", *Penning- och valutapolitik 2005/2*, Sveriges riksbank.

Ljungqvist, L. (1994). *Samspelet mellan den finansiella och den reala ekonomin*, Bilaga 12 till Långtidsutredningen 1995, Finansdepartementet, Stockholm.

Lundberg, E. (1984). *Kriserna och ekonomerna*, Liber, Malmö.

Mishkin, F. S. (1999): "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", *Journal of Economic Perspectives* 13/4, 3-20.

Nyberg, L., Viotti, S. och Wissén, P. (2006). *Penningmarknaden* (fjärde upplagan), SNS Förlag, Stockholm.

Proposition 2008/09:49, "Utvidgning av insättningsgarantin".

Rajan, R. (2005). "Has Financial Development Made the World Riskier?", NBER Working Paper 11728.

Reinhart, C. och Rogoff, K. (2007). "Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", *American Economic Review* 98/2, 339-344.

Riksbanken (2008). *Finansiell stabilitet* 2008/2.

Riksbanken (2009). *Finansiell stabilitet* 2009/1.

Shin, H. S. (2009). "Securitisation and Financial Stability", *Economic Journal* 119, 309-332.

Spilimbergo, A., Symansky, S., Blanchard, O. och Cottarelli, C. (2008). "Fiscal Policy for the Crisis", IMF Staff Position Note SPN/08/01.

Taylor, J. B. (2009). "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Paper 14631.

Temin, P. (1989). *Lessons from the Great Depression*, MIT Press, Cambridge, Mass.

Turner, A. (2009a). "The financial crisis and the future of financial regulation", Tal, 2009-01-21.

Turner, A. (2009b). "Turner Review Press Conference", Tal, 2009-03-18.

US Department of the Treasury (2009). "Treasury Outlines Framework For Regulatory Reform", Pressmeddelande, 2009-03-26.

White, L. H. (2008). "What Really Happened?", <http://www.cato-unbound.org/2008/12/02/lawrence-h-white/what-really-happened/>.

Öberg, S. (2009), "Sverige och finanskrisen", Tal, 2009-01-20.





Rapporten kan hämtas som pdf-dokument på LOs hemsida eller  
beställas från LO-distribution:  
lo@strombergdistribution.se  
Telefax: 026-24 90 26

Juni 2009  
ISBN 978-91-566-2552-7  
[www.lo.se](http://www.lo.se)

FOTO: Lars Forsstedt