

Finanskriser och den finansiella integrationens kollaps

MARIASSUNTA GIANNETTI

är professor i finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm. Hennes forskning berör i huvudsak betydelsen av institutioner för styrning och finansiering av företag. mariassunta.giannetti@hhs.se

Internationella marknader kollapsar ofta under finanskriser. Under exempelvis den japanska bankkrisen på 1990-talet så drog sig japanska banker och företag tillbaka från de internationella finans- och varumarknaderna. Den finanskris som började i USA under sommaren 2007 var inte på något sätt annorlunda. Den åtföljdes av en kollaps i den globala handeln, en minskning av bruttokapitalflöden, en omkastning av kapitalflöden från avancerade ekonomier till sk tillväxtmarknader och en minskning av den internationella bankutlåningen. Samtidigt är det ännu outforskat huruvida denna kollaps i de internationella kapitalflödena speglar att det skett en ökning av internationella hinder till följd av finansiell protektionism, förmögenhetseffekter som gör att investerare allokeringar en mindre andel av sin portfölj till utländska tillgångar, eller snarare en portföljmallokering mot inhemska tillgångar, vilket speglar en starkare preferens för geografiskt närliggande investeringar i osäkra tider. Vi saknar likaså kunskap om i vilken utsträckning dessa förändringar i marknadens segmentering har en effekt på lokala tillgångspriser och ökar de lokala tillgångarnas exponering mot systematiska riskfaktorer.

I en serie artiklar tillsammans med Luc Laeven har vi studerat bestämningsfaktorer och effekter av de finansiella marknadernas kollaps. I detta arbete har vi fokuserat på den internationella marknaden för syndikerade lån och i senare arbeten aktiemarknaderna. I det följande beskriver jag resultaten av detta arbete.

1. Internationell utlåning

Forskning har visat att banker överför negativa chocker till sitt kapital, såväl inhemskt som internationellt, och en viss minskning av den internationella bankutlåningen efter den finansiella krisen var därför att förvänta. I detta sammanhang kan den minskning av internationella krediter som vi ser under finanskriser ses som en spegling av den övergripande minskningen av tillgången på kredit till följd av kapitalrestriktioner. Det är dock viktigt att notera att den internationella överföringen av chocker helt enkelt kan vara ett resultat av att banker väljer att inte ändra sin portföljsammansättning av lån till inhemska och utländska låntagare och i stället lånar från (lånar ut mindre till) utländska dotterbolag för att motverka effekten av kapitalbrist på den inhemska marknaden. Överföringen av chocker och den påföljande minskningen i internationell utlåning skulle i så fall vara en

Denna artikel är baserad på mitt huvudansvarande vid den Nationella konferensen i nationalekonomi i samband med utdelningen av Assar Lindbeck-medaljen. Föredraget (och denna artikel) är i stor utsträckning baserade på publicerat och pågående arbete med Luc Laeven. Artikeln är översatt från engelska av Christina Lönnblad.

följd av integrationen på de internationella kreditmarknaderna och förekomsten av interna kapitalmarknader inom globalt aktiva banker.

Den dramatiska kollapsen på de internationella lånemarknaderna under 2008 reser emellertid frågan om huruvida långgivare drar sig tillbaka oproportionellt från internationella marknader till förmån för inhemska marknader i kristider då osäkerhet och risker ökar och kapitalrestriktioner blir bindande för många långgivare. Med andra ord, efter negativa chocker kan banker ändra sin lånesammansättning på ett sådant sätt att det minskar integrationen på kreditmarknaden.

I Giannetti and Laeven (2012) studerar vi huruvida långgivare tenderar att ombalansera sin portfölj bort från internationella marknader till den inhemska marknaden i de situationer när de drabbas av chocker som har en negativ effekt på bankers förmögenhet på hemmamarknaden. Vi utforskar denna så kallade *flight home*-effekt inom ramen för den internationella marknaden för syndikerade lån, en mycket internationaliserad finansmarknad där det är vanligt att stora banker erbjuder lån till en mängd låntagare i många olika typer av länder. Efter att noggrant ha kontrollerat för effekten av samtida efterfrågechocker i låntagar- ("värd") länder, utforskar vi huruvida långgivare inte bara överför chocker till värdmarknaden, så som belysts i den tidigare litteraturen, utan även huruvida de ytterligare förstärker dessa effekter genom att minska lånen till utländska låntagare ("utländska lån") mer än vad de minskar lånen till låntagare i hemlandet ("inhemska lån"). För att fastställa om så är fallet så jämför vi, i linje med hur den större delen av den existerande litteraturen studerar frågan, i vilken utsträckning en banks utlandslån påverkas av negativa chocker i hemlandet jämfört med lån som erbjuds av inhemska banker i värdlandet, men analyserar även hur den relativa betydelsen av inhemska lån och utlandslån för en given bank varierar efter negativa chocker.

Våra resultat överensstämmer med förekomsten av en *flight home*-effekt. Andelen lån som ges till inhemska låntagare ökar med ca 20 procent om bankens ursprungsland genomgår en bankkris eller, mer allmänt, om bankernas aktiepriser i hemlandet uppvisar en stor nedgång. Långgivare med mindre stabila finansieringskällor och som är mer känsliga för negativa likviditetschocker uppvisar en större *flight home*-effekt. På det hela taget tyder resultaten på att hemmamarknadsövertikten i den internationella allokeringen av den här typen av lån ökar med förekomsten av ogynnsamma ekonomiska chocker som påverkar internationella långgivarers nettoförmögenhet. Annorlunda uttryckt så samvarierar graden av kreditmarknadens integration positivt med de finansiella villkoren i de deltagande bankerna.

Flight home-effekten samexisterar med, men är särskild från den så kallade *flight to quality*-effekten som betonats i den tidigare litteraturen. Bernanke m fl (1996) hävdar att under konjunkturnedgångar så minskar andelen krediter som flödar till låntagare med asymmetrisk information och så kallade *agency problems*. *Flight home*-effekten verkar dock inte drivas av de internationella bankernas önskan att ombalansera sina portföljer mot låntagare av högre

kvalitet när man utsätts för negativa störningar. Bankerna ombalanserar sina portföljer bort från utländska låntagare, oavsett om dessa låntagare påverkas av en bankkras i sina hemländer. Vidare, när långgivarnas hemland genomgår en bankkras beviljas färre lån till utländska låntagare i såväl avancerande ekonomier som i tillväxtmarknader. På samma sätt verkar inte de internationella långgivarnas fokus på hemmamarknaden i dessa situationer vara begränsad till låntagare med lägre kreditranking eller till länder med ett svagt skydd för fordringsägare och inte heller bero på den institutionella miljön i långgivarens hemland.

Våra empiriska forskningsresultat tyder på att det finns flera skäl till att graden av närhet till den inhemska marknaden påverkar den uppfattade risken och de förväntade avkastningarna för banker som utsätts för negativa chocker. För det första kan kostnaden för att förhandla om och kontrollera syndikerade lån vara högre för utländska lån. Sålunda, när man minskar exponeringen som svar på en negativ chock, kan bankerna återgå till mer lönsamma inhemska marknader. För det andra är det sannolikt att banker som ger mer inhemska lån, speciellt om dessa lån går till staten och statsägda företag, oftare erhåller injektioner av likvida medel (nödlån) i händelse av trångmål. Sålunda kan bankerna öka den andel inhemska lån de beviljar i ett försök att öka sannolikheten för att bli räddade. Slutligen, som svar på negativa chocker, står banker inför en ökad osäkerhet vad gäller deras möjlighet att uppfylla kapitalkraven och, till följd av detta, så ökar deras faktiska riskaversion. Om bankerna också har sämre förmåga att värdera utländska låntagare och anser att dessa utgör en större risk kan de som en följd av en negativ chock välja att bevilja färre utländska lån, i linje med modeller av hemmamarknadsövervikt baserade på en aversion mot ambiguitet (Epstein 2001).

I Giannetti och Laeven (2013) utvecklar vi vårt tidigare arbete och visar att banker tenderar att utvidga andelen beviljade utländska lån när finansieringsvillkoren i ursprungslandet är speciellt goda. Sålunda finns det inte enbart en *flight home*-effekt under särskilt dåliga tider, utan även en motsvarande *flight abroad*-effekt när de ekonomiska tiderna är särskilt goda.

Vi fortsätter vidare med att betona följderna av *flight home* och *flight abroad*-effekterna för den internationella överföringen av finansiella chocker och kreditcykler. Våra resultat visar att globala banker förstärker effekten av chocker som uppstått i hemlandet på sina värdländer. Om internationella banker skulle överföra chocker utan denna förstärkning, så skulle vi helt enkelt finna att banker ändrar tillgången på inhemska och utländska lån på samma sätt när deras finansieringsvillkor förändras. Om emellertid den andel utländska lån som erbjuds av internationella banker minskar till följd av en negativ chock (och banker som är opåverkade inte ersätter denna minskning i kreditillgången), bör ett stort genomslag av internationella banker i ett land leda till högre volatilitet i tillgången på kredit i det landet. Vi ger empiriska bevis som överensstämmer med det senare: Kreditvolatiliteten är inte bara högre i länder där internationella banker beviljar en större andel av lånen, vi finner också en del bevis för att volatiliteten vad gäller

bankkrediter är lägre i de internationella bankernas hemländer, vilket överensstämmer med rönet att internationella banker anpassar sin utländska låneportfölj i större utsträckning än sin inhemska låneportfölj.

2. Aktiemarknader

I ett nyskrivet papper (Giannetti och Laeven 2014) strävar vi efter att förstå om investerares preferenser för geografiskt närliggande investeringar verkligen blir starkare när marknadsvillkoren försämrats och, om så är fallet, om detta har effekter på prissättningen av tillgångar. För att kunna särskilja effekterna från betydelsen av nationella gränser, studerar vi hur aktiefonders värdepappersinvesteringar varierar med marknadsvillkoren i ett enskilt land, nämligen USA. Investerares preferenser för geografiskt närbelägna investeringar är kända för att råda mellan länder såväl som inom länder. Genom att beakta de inhemska investeringar som görs av aktiefonder i USA har vi inte enbart tillgång till mer detaljerade data om aktiefonder än vad som skulle vara möjligt i ett internationellt sammanhang, vi kan också utsluta alla effekter som institutionella skillnader och andra internationella hinder för investeringar kan ha när det gäller att ombalansera portföljer. Då preferenser för mer välbekanta investeringar sannolikt ökar med kulturell och fysisk distans, gör vårt tillvägagångssätt det möjligt för oss att erhålla en konservativ bedömning av ökade preferenser för välbekanta investeringar under perioder med stor osäkerhet.

Våra resultat visar att under perioder med stor marknadsvolatilitet och osäkerhet¹ säljer aktiefondsförvaltare proportionellt färre aktier i företag vars huvudkontor är lokaliserade i samma delstat som de är än jämförbara aktier utanför delstaten. Annorlunda uttryckt, under perioder av marknadsstress så ombalanserar investerare sina portföljer mot geografiskt närliggande företag, oavsett andra företagsegenskaper, och detta ökar preferensen för lokala aktier. Vi visar att dessa resultat inte beror på förändringar i företagens egenskaper eller den geografiska fördelningen av fonder och företag. Vidare så står sig våra resultat när man kontrollerar för fondernas egenskaper, inklusive fondernas tidigare prestation, nettoflöden och tillgångarnas storlek.

Viktigt att notera är att den geografiska preferensen bland investerare i aktiefonder som vi observerar i data har avsevärda effekter på aktiepriser och avkastningar. När negativa chocker ökar osäkerheten på marknaden, har företag som har en större andel lokala aktiefonder som aktieägare högre marknadsvärderingar än företag vars aktier ägs av aktiefonder i andra delstater. Detta resultat står sig även när det gäller att använda information om geografisk spridning av aktiefonder och företagstillgångar som instrument för lokalt ägande, och där man sålunda särskiljer möjligheten att lokalt ägande kan drivas av företagsegenskaper. På samma sätt drivs inte våra resultat av aktier ägda av delstaten då det inom en delstat enbart är aktier

¹ I enlighet med tidigare litteratur på området fångar vi marknadsvolatilitet och osäkerhet genom att använda ökningarna i CBOE Volatility Index (VIX) som mäter innovationer i den marknadsomspännande implicita volatiliteten.

med större tidigare lokalt aktiefondsägande som har ett högre värde under perioder med osäkerhet på marknaden. Vidare så finner vi att avkastningen på aktier med större lokalt ägande är mindre exponerad mot förändringar i den marknadsomspännande implicita volatiliteten i områden med en stark lokal efterfrågan.² Dessa rön tyder på att aktier med ett stort lokalt ägande utsätts mindre för innovationer vid marknadsomspännande implicit volatilitet till följd av förändringar i den relativa efterfrågan på inomstatliga och utomstatliga aktier.

Våra resultat kan tolkas i skenet av beteendestudier som visar att när sannolikheten för att göra förluster är hög, såsom under perioder av ökad osäkerhet på marknaden, föredrar aktörer att ta risker där de känner att de har mer kunskap (Heath och Tversky 1991). Ett liknande argument kan framföras baserat på portföljallokeringsmodeller som innefattar ambiguitetsaversion.

Den observerade ökningen av portföljkoncentrationen mot lokala aktier i perioder av stor osäkerhet på marknaden tenderar att förbättra fondförvaltares prestation och överensstämmer därför med rationellt beteende. Vi finner emellertid begränsade bevis för att ombalanseringen av aktiefonder i perioder av stor osäkerhet drivs av en ökning av värdet av lokal information. I så fall borde den signifikant bättre avkastningen av lokala aktier som innehas av aktiefonder vara starkare i områden med relativt låg lokal efterfrågan där aktiefonder har mindre konkurrens när det gäller att utnyttja sin privata information. Vi finner i stället att lokala aktier som innehas av aktiefonder endast presterar bättre i perioder av ökad osäkerhet på marknaden om företagen har sina huvudkontor i områden med en stark lokal efterfrågan.

3. Slutsatser

Resultaten i dessa artiklar pekar på att det potentiellt finns en kostnad relaterad till finansiell integration. Internationella och rent allmänt avlägsna finansiella mellanhänder verkar leda till längre kredityckler och en högre volatilitet i tillgångspriserna, vilket i sin tur kan generera potentiellt höga kostnader för den reala ekonomin. Vi anser att detta utgör ett spännande område för framtida forskning.

REFERENSER

Bernanke, B, M Gertler och S Gilchrist (1996), "The Financial Accelerator and the Flight to Quality", *Review of Economics and Statistics*, vol 78, s 1-15.

Giannetti, M och L Laeven (2012). "The Flight Home Effect: Evidence from the Syndicated Loan Market during Financial Crises", *Journal of Financial Economics*, vol 104, s 23-43.

Giannetti, M och L Laeven (2013), "Flight Home, Flight Abroad, and International

Credit Cycles", *American Economic Review*, vol 102, s 219-224.

Giannetti, M och L Laeven (2014), "Financial Integration, Crises, and Asset Prices: Evidence from U.S. Mutual Funds", manuskript, Handelshögskolan i Stockholm.

Heath, C och A Tversky (1991), "Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty*, vol 4, s 5-28.

² Vårt mått på styrkan på den lokala efterfrågan är graden av koncentration av tillgångar i aktiefonder.