

Utmaningar kring hantering av kriser i det finansiella systemet

nr 7 2008 årgång 36

Pehr Wissén

Hjärtligt välkomna till Nationalekonomiska Föreningen. Jag heter Pehr Wissén och sitter i styrelsen för Nationalekonomiska Föreningen. Normalt är det ordföranden som leder mötena, men Gabriel Urwitz är på resande fot och har inte möjlighet att vara här i dag. Därför har han bitt mig att leda dagens möte.

Föreningen brukar en gång om året ha finansministern här för att diskutera finanspolitik och en gång om året är riksbankschefen här för att diskutera penningpolitik. Den här gången är det naturligtvis penningpolitik det handlar om. Det kommer dock inte att handla om hur räntan ska sättas utan snarare om finansiell stabilitet, som inte bara är ett av Riksbankens viktiga ansvarsområden utan dessutom också i allra högsta grad ett aktuellt och väldigt spännande ämne. Det är mycket i rubrikerna just nu.

Det vi kommer att göra de två närmaste timmarna är att Stefan Ingves, riksbankschefen, inleder med ett anförande som den som vill kan läsa på Riksbankens hemsida. Stefan Ingves kommer att tala om problem med finansiell stabilitet. Han är på många sätt oerhört lämpad för ämnet eftersom han har arbetat i det finansiella systemet på såväl den privata sidan som den offentliga, samt att han arbetade med att hantera problemen i Sverige i samband med finanskrisen i början av 1990-talet och sedan har gjort samma sak i global skala.

Efter Stefans inledning kommer Martin Andersson, som tidigare har arbetat med de här frågorna på Riksbanken och som nu är konsult, att ge sina syn-

punkter varefter Kent Janér från Brummer & Partners ger sina synpunkter.

Stefan Ingves

Ämnet för dagen är: Kan myndigheterna hantera kriser i det finansiella systemet? När jag pratade på Nationalekonomiska Föreningen för första gången för två år sedan hade jag med en liten snutt i mitt tal om de här frågeställningarna. Det blev alldeles tyst och folk kom och undrade: Vad pratar karln om och varför finns det där med över huvudet taget?

I dag ska det bara handla om detta. Jag tror att det i dag är lite lättare att förstå varför den lilla snutten fanns med för två år sedan. Jag ska försöka utveckla det ytterligare. Det kommer bli att handla om bakgrund: Vad kommer detta ifrån i dagsläget? Går det att dra några paralleller till den svenska bankkrisen? Det menar jag att det gör. Allt är naturligtvis inte lika men vissa delar.

Jag kommer sedan att gå över till att resonera om vikten av finansiell stabilitet i största allmänhet och via den vägen ta mig fram till brister i regelverket för hantering av problemen i instituten, och jag kommer att prata om den svenska lagstiftningen eller snarare avsaknaden av sådan. Det tar oss till sist till internationella utmaningar och det handlar framför allt om dessa frågor i ett EUperspektiv. Jag hoppas att det på det sättet ska bli möjligt att få en översiktsbild av vad detta är när man ser på det från lite olika vinklingar.

Jag vill påpeka att jag nu inte pratar om svenska förhållanden. De nuvarande problemen har framför allt att göra med den utlåning som startade i USA 1996 och framåt i drygt tio år då man började låna ut till bostadsfinansiering till kunder på generösare villkor när det gäller betalningsförmåga, belåningsgrad etc jämfört med vad man hade haft bakåt i tiden. Detta var en del i en lång tid med mycket god tillväxt, goda tider då bo-

NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2008-03-13

Sammanfattade av
Birgi Flippa, Pirjo
Furtenbach och Karin
Sirén

Ordförande:

Pehr Wissén

Inledare:

Stefan Ingves,
riksbankschef

Kommentatorer:

Martin Andersson,
konsult och Kent Janér,
Brummer & Partners

Övriga deltagare:

Annika Creutzer,
Hubert Fromlet,
Kent Janér, Anna-
Maria Kessler,
Bo Lundgren,
Kjell Lundqvist
och Lars Olofsson

stadspriserna steg och t o m steg mycket kraftigt på många håll. Det har diskuterats i annat sammanhang under temat: Är det en bubbla eller inte och vad gör man åt bubblor? Det är ett ämne för ett annat seminarium. Nu är vi i det skede när bubblan har spruckit och det gäller att ägna sig åt att sopa upp delarna.

Som alltid i de här sammanhangen är det så att när det går bra går priserna upp och när priserna går ned går det mindre bra. Då uppstår det kreditförluster därför att allting inte kan betalas och då ska man fundera kring hur man ska hantera den frågan. Det som har skett i förhållande till många andra tidigare kriser är att dessa produkter har värdepapperiserats. Det är inte längre så, om vi tar USA som exempel, som det var när man hade en sparbankskris i början av 1980-talet. Då var i princip de mesta av problemen lokala eller regionala. Bankerna fick problem därför att de hade lånat ut till sin egen delstat, men det var inte mycket mer än så, vilket också innebar en massa bekymmer, men på ett annat sätt.

Nu när man har värdepapperiserat bolånen, vilket kan vara en fördel i sig, innebär det att problemen har blivit lite annorlunda. Det har att göra med att värdepapperisering av bolånen har lett till att kreditrisken har sålts vidare till riskvilliga investerare. Där kan man säga att det är en innovation i sig att göra så därför att då är inte långivningen längre geografiskt beroende på samma sätt som den har varit bakåt i tiden. Det har gjort att risken har spritts. Man buntar ihop lånen, sätter dem på ett specialbolag, kallar dem för någonting, alla möjliga konstiga namn. Specialbolagen finansieras i sin tur genom att man ger ut värdepapper som sedan säljs.

Bankernas nya offertstrategi som kallas för *originate and distribute*, dvs att man skapar lån och säljer dem, har diskuterats mycket på senare år. Då blir sättet att tänka lite annorlunda jämfört

med om man kvarstår som långivare under en mycket lång tid. I och med att man har skapat lånen och sedan sålt dem har de hamnat någon annanstans i världen, och då är man som långivare den som *originates* det här och inte längre så beroende av vad som händer sedan och vad man gjort från första början.

Det har handlat om att göra illikvida tillgångar till likvida och det är en innovation, en finansiell utveckling i sig, kan man säga, som nog säkert har sina fördelar över tiden när man lär sig att hantera den. Detta kommer inte att försvinna, utan man lär sig en del av det som nu sker och så fortsätter det i lite andra former så småningom. Det finns en del goda idéer i detta, även om kanske diskussionen inte förs riktigt så för närvarande.

Samtidigt blir detta ganska komplext. Man skapar stora variationer med de olika produkterna. Man kan förpacka krediter och kreditrisker på många olika sätt. Det innebär att man får en ganska stor variation av specialbolag. De som sitter på marknaden kan alla bolagstyperna. De kan det egentligen bättre än jag som inte hanterar sådant dagligen. Det har blivit en ganska vidlyftig flora av det ena och det andra. Men problemet här var att allting kom från bankerna en gång i världen. Man sade ganska länge: Det här var nog bra, för nu får vi större riskspridning än vi haft historiskt. Det kändes som en inte alldeles orimlig utgångspunkt att ha det så. Men sedan visade det sig att när det går sämre, när det går åt andra hållet, kommer en hel del av riskerna tillbaka in i bankerna.

Det väcker frågeställningen kring den legala frågan, inte minst tidsfristsfrågan i vad man brukar kalla för *true sale*. Är det så att man redan har sålt fordringarna, eller ser det bara ut som om man hade sålt ut dem? Det är egentligen en gammal klassisk fråga som har att göra med: Vad finns med i balansräk-

ningen och vad finns någon annanstans? Går det att fullt förstå vad som finns i balansräkningen och vad som finns på annat håll? Och det här på annat håll kan man utgå från att det verkligen är på annat håll, dvs: Är det här systemet stabilt under alla möjliga olika skeden, *states and dates*? Den här gången visade det sig att nej, det var inte riktigt så, för det var rätt mycket som visade sig komma tillbaka till bankerna i en eller annan form.

Samtidigt när man ger sig på detta är det svårt att värdera eftersom det är rätt mycket krånglig matematik. Det är inte enkelt att värdera olika förpackningar av det ena eller det andra när man skär risker på alla möjliga olika ledder och packar ihop dem. Det innebar att kreditbetygen kom att spela att en ganska viktig roll för detta. Det var en eller annan som kanske fäste lite för stor vikt vid kreditbetygen och framför allt har man kanske inte alltid funderat på vad kreditbetygen säger och vad *rating agencies* egentligen har gjort. Det har blivit en väldig diskussion om just frågan: Vad var det ratinginstitutet egentligen sysslade med? Var det så att de som köpte produkterna verkligen förstod vad de gjorde, eller gick det bara på, eller vad var det? Räckte det som signal att detta var vad man skulle ägna sig åt?

Den diskussionen kommer att pågå under ett antal år framöver och alla större *rating agencies* i världen över grubblar över detta och funderar på om det är någonting i deras handlingsätt som borde ändras. Borde man ändra systemen så att det blir lättare att särskilja rating av olika produkter? Men det är lite för tidigt att säga vad som kommer ut av detta.

När det började gå dåligt skapade dessa svärgenomträngliga strukturer osäkerhet. Det blev ganska dimmigt när det gäller att ta reda på och fundera kring var förlusterna fanns. I sådana skeden försvinner omsättningsbarheten när det gäller olika typer av instrument.

Det slog mig när jag satt och funderade på detta att det finns en gammal klassisk artikel som handlar om beslut under osäkerhet som heter "The Market for Lemons" (Akerlof 1970). Den handlar om bilar av olika kvalitet. Författaren visar hur en marknad kanske upphör som marknad därför att man inte kan särskilja mellan goda och dåliga bilar. Här är det lite samma fenomen. I det här fallet, om man skulle tillämpa artikeln, skulle man kalla fenomenet för värdepapper x, y och z och föra ungefär samma resonemang. Då kan man se att när det blir tillräckligt dimmigt, när man inte kan särskilja det goda ifrån det dåliga, slår det dåliga ut alltihop. Det leder till minskad likviditet och det innebär att det blir svårare att finansiera sig. Sedan augusti-september har vi sett att detta lett till allehanda bekymmer på olika håll i världen. Och det betyder att ett antal centralbanker vid ett antal olika tillfällen har vidtagit olika åtgärder för att förbättra likviditeten på interbankmarknaden.

Vad det egentligen innebär tänker jag inte gå in på i kväll, för det är ett spännande ämne i sig hur man tekniskt gör detta, och det är också spännande i sig om man är i den branschen att fundera på hur olika teknik olika centralbanker använder när de gör sådant. Hur det hanteras i olika centralbankers balansräkningar är inte alls tekniskt samma sak. Ibland beskrivs det så, men om man börjar titta på detaljerna ser man att det inte riktigt är så.

Detta har lett till fortsatt oro under hösten, och ända tills i dag, på interbankmarknaden. Sedan har man parat ihop detta med diskussionen om vart den internationella konjunkturen tagit vägen. Vi har haft en oerhört god global konjunktur under lång tid där världstillväxten har legat någonstans kring 5 procent. Det har lett till att många har sagt: Någon gång går det väl lite saktare. Och det kommer det att göra nu. Så har

man fått en väldigt vidlyftig diskussion. Vad är hönan och vad är ägget och hur mycket av detta hänger ihop eller inte? Var hör det här hemma när det gäller konjunkturen och vem påverkas och hur mycket? Eftersom de här värdepapperen är svårvärderade får man som ett brev på posten en debatt om hur man ska skriva ned dem och vad de är värda. Hur ska man göra dessa värderingar?

Då får man, och det är ett spännande ämne i sig, en rätt livlig debatt om hur det är när man ska *mark to market* om det inte finns en marknad. Vad innebär de nya redovisningsreglerna som på något sätt ska försöka ta hänsyn till detta? Där har vi också en livlig diskussion om vad *mark to model* innebär. Om omsättningen är noll får man försöka hitta på något annat sätt att värdera. Då kan man använda olika modeller. Man kan stoppa in olika parametrar i modellerna och ut kommer naturligtvis lite olika värden.

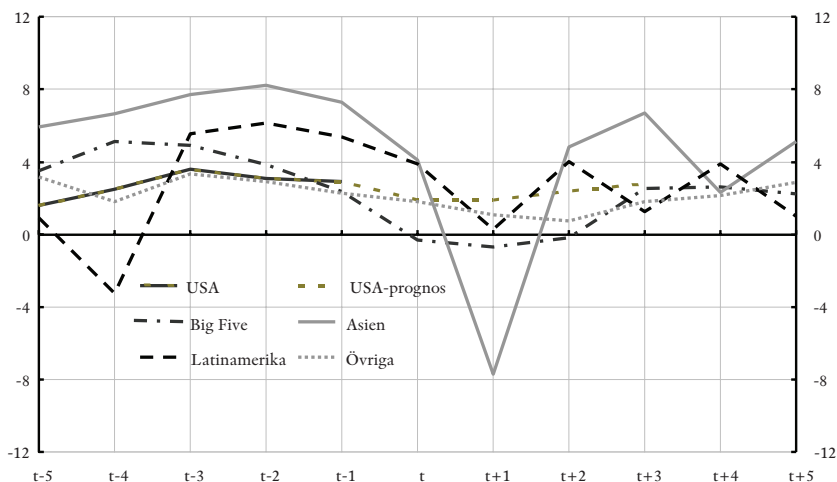
Som jag sade tidigare har de svenska bankerna klarat sig väl och det betyder att vi från Riksbankens sida återkommande sagt att visst har räntorna stigit i största allmänhet i Sverige och i en del av resten av världen, men det har inte varit några alldeles speciella svenska bekymmer i det här sammanhanget. Man diskuterar för närvarande hur stora nedskrivningarna kan tänkas vara och det är alla möjliga siffror som flyter omkring, 100 miljarder eller 200 eller 300. Det finns naturligtvis ännu högre siffror som folk tar till när de funderar på vad som är det rätta och vad det kan tänkas innebära.

Man kanske kan säga att det finns ett antal väldigt speciella faktorer som den här gången har spelat roll och som har skapat denna situation. Men man kan också vända på det och ställa sig frågan: Är det så att någonting av detta har hänt tidigare? Går det att känna igen något av detta? Det är så att Valutafonden har 184 medlemsländer och i långt mer än 100 har det varit en finanskris de senaste

20 åren. Det finns alltid, skulle jag tro, genomsnittligt två-tre länder där det är bekymmer i banksektorn på ett eller annat sätt. Det är inte så att detta aldrig har hänt förr, även om man kan vara lite nyvaknad den gången det dyker upp i det egna landet.

Går det att dra några paralleller här? Det går att plocka fram det som är något annorlunda. Det klassiska mönstret är ökande fastighetspriser och aktieprieser under en period, stora och växande bytesbalansunderskott (det har gällt i USA under lång tid) och så avtagande ekonomisk tillväxt från en tidigare hög nivå. Det hittar man på många ställen. Om man nu pratar Sverige och USA är en fundamental skillnad naturligtvis att storleken på ekonomierna och växelkursregimerna inte spelar någon större roll när det gäller det amerikanska fallet, även om det var en stor sak i vårt fall när vi hade fast växelkurs.

Ett sätt att beskriva detta finns i en artikel av Reinhart och Rogoff (2008) och illustreras i figur 1, nämligen att titta på vad som händer med tillväxten. Man kan titta på en hel del annat också, men det här är för att illustrera om en kris inträffar vid tidpunkten t , och så ser man fem år tillbaka innan och så tittar man fem år framåt och ritat ut vad som verkar ha skett i ett antal olika länder. Framför allt har de någonting som de kallar för *The Big Five*, dvs industriländer där man har haft stora finansiella kriser. Vi hör till den gruppen. Vi är med i *The Big Five*. Om det sedan är något att ståta med kan man resonera om. Finland, Japan, Norge, Spanien och Sverige är med. *The Big Five* följer den linje som visar att man först har en god tillväxt, sedan går den ner och hamnar t o m på minussidan. Sedan går tillväxten upp igen. Sedan har man en period av några år när det ser riktigt illa ut. Sedan finns det andra extremer som visar att de asiatiska länderna hade jättekrasch. Å andra



Figur 1
BNP-tillväxt, %
(t = samma år som
krisen bröt ut)

sidan var det bra i början och man kom tillbaka mycket snabbare.

Hela idén med detta är att belysa fenomenet – om det är rätt eller fel är en annan sak – dvs den amerikanska ekonomin, den streckade linjen på bilden. Vad är det som kan tänkas ske här? Så tar man sig genom detta, naturligtvis givet att den amerikanska ekonomin inte är jämförbar med Finlands eller Sveriges i storlek, men man har ändå sökt efter vissa mönster för att beskriva detta. Vi får se. I varje fall kostar det en del i form av utebliven produktion när man råkar in i sådana problem.

För att dra ytterligare paralleller till den svenska bankkrisen hade vi en snabb kreditexpansion. Det har också skett i USA, en underprissättning av kreditrisk. Vad som händer under sådana perioder ser man när man tittar på enskilda låntagare, och så tittar man på vilken räntespridning bankerna har, om de alls särskiljer en låntagare från en annan. Det visade sig att det inte var så, utan alla hade i stort sett samma ränta eller mer eller mindre samma villkor.

De svenska finansbolagen skapade en struktur som påminner lite om de specialbolag vi nu ser har problem därför att de var knutna till bankerna, men de var

inte inne i bankernas balansräkningar. Det skapade en ganska svårgenomskådlig struktur. Det förekom regelarbiterage och det drev på in-teckningen både nu och då, därför att inte minst den fråga som har att göra med värdepapperisering blir en kapitaltäckningsfråga. Det blir ingen kapitaltäckning om man lyckas generera en *true sale*, för då är allting någon annanstans. Sedan kan man kanske dra parallellen och säga att svenska krediter påminner lite om dagens *monolines*. När det gäller den tekniska konstruktionen är det lite samma sak. Där var det också ett rejält regelarbiterage därför att det var så att om svenska krediter var för säkra på den tiden så fick man en lägre kapitaltäckning, därför att svenska krediter ansågs så säkra. I den meningen är det kanske inget nytt under solen när det gäller den här typen av regelarbiterage.

Vad är grunden till detta? Figur 2 är den första bild som den här föreläsningen egentligen handlar om. Så här ser alla banker ut på ett eller annat sätt. Jag har överförenklat det extremt: Man har inlåning, man har gett ut värdepapper i form av obligationer och man har ett eget kapital. På tillgångssidan har man utlåning och innehav av värdepapper i en eller annan form. Så ser alla banker ut.

Figur 2
Grunden till finans-
kriser – obalanser
på balansräkningen

Tillgångar	Skulder
Utlåning	Inlåning
Obligationer	Obligationer
	Eget kapital

Det stora dilemma som har funnits i alla tider är att utlåningen normalt sett har lång löptid, medan inlåningen har mycket kort löptid. Då är det klassiska problemet att om många vill ha tillbaka sina pengar gäller det att likvidisera utlåningen på ett eller annat sätt, kräva tillbaka lånen eller sälja obligationerna. Om det inte är möjligt att sälja obligationerna eller låna ut mer via andra typer av obligationer får man bekymmer på ett eller annat sätt. Sedan kan man para ihop detta på en massa olika sätt. Det går alltid att få det till att bli bekymmer i alla olika kombinationer och om man så vill kan man införa ett antal olika valutor. Så blir det ännu roligare med de här kombinationerna som gör att det går dåligt. Men i grunden kommer man alltid i någon form tillbaka till detta enkla.

Varför är bankerna speciella? Jo, de spelar en speciell roll i samhällsekonomin. De sköter om kapitalförmedlingen. De förvandlar sparande till investeringar. De gör korta tillgångar långa. Det är den transformationen som skapar ett stort mervärde i samhället. I alla länder i hela världen strävar man efter att monetarisera ekonomin. Också i länder där den finansiella sektorn är pytteliten som andel av BNP har man ett mål att se till att finanssektorn blir hyggligt stor i förhållande till BNP. I den meningen producerar en väl utvecklad finansiell sektor ett stort mervärde. Annars skulle man inte hålla på så här utan skulle ha sagt att detta är ingenting att ha, vi behöver det inte.

Om vi tittar på Sverige och kapitalförmedlingen är inlåningen 3 000

miljarder, utlåningen 5 800 miljarder ungefär och den totala balansomslutningen ca 9 500 miljarder, dvs nästan fyra gånger BNP. Det är inga små summor det är fråga om. Det innebär att i Sverige har vi en stor och välutvecklad finansiell sektor i förhållande till storleken på den svenska ekonomin. Om man tittar på betalningsförmedling omsätter vårt betalningssystem som sköter betalning mellan bankerna omkring 500 miljarder om dagen. Det är inga små summor det handlar om. Då säger det sig självt att om det blir stopp i detta blir det problem. Det kan bli ganska allvarliga problem. Då finns det alldeles speciella spridningsrisker eftersom bankerna har betydande exponeringar mot varandra. Då är jag tillbaka i frågeställningen som jag pratade om – likviditet. Om det är svårt att förstå vad det är som egentligen sker blir man obenägen att låna ut. Då får man grus i maskineriet.

I Sverige är bankexponeringarna ungefär 3 000 miljarder. Då tar det normalt sett tre dagar att göra klart en transaktion, så man har tre dagar i systemet som ska hanteras på ett eller annat sätt. Bankerna är exponerade mot samma typer av risker. Det här betyder att det alltid finns risk för dominoeffekter i hela det finansiella systemet. Det leder till slutsatsen att detta är någonting svårhanterligt om det går illa. Vi vet att vid kriser drabbas hela det finansiella systemet och det är mycket kostsamt för hela samhället. Här pratar vi om kostnader i form av produktionsbortfall, inte om en bokföringsteknisk kostnad. Den bokföringstekniska kostnaden om man har en bankkris kan vara vad som helst från noll i slutändan – jag tror att det var så i Norge som tog över en bank som man sålde med vinst så småningom – eller så kan det bli hela vägen upp till 50 procent av BNP, som det t ex är i Indonesien. Sedan finns det alla möjliga siffror däremellan.

Detta innebär att det finns mycket betydande negativa externa effekter, om man använder det krångliga språkbruket, om man har problem i det finansiella systemet, dvs att det är angeläget att undvika sådana problem därför att det påverkar hela ekonomin på ett eller annat sätt. Då går produktionen ner och det är något man allra helst vill undvika. Det visar kurvorna i figur 1 och det visar vad man får på nedåtsidan när detta inträffar.

Sedan kan man i det oändliga diskutera storleken på de här siffrorna, inte minst från bokföringshållet. Men när det gäller redovisningstekniskt redovisade förluster är det bara en omfördelning i en ekonomi. Men när vi pratar om produktionsbortfall är det någonting som drabbar alla.

Detta har lett till att alla länder har ett betydande finansiellt skyddsnät, en finansiell reglering och en massa lagar av olika slag där man definierar vad en bank är för något, vad den får och inte får göra och man har en finansiell tillsyn. Man har nuförtiden för det mesta en insättningsgaranti som tar hand om konsumentintresset i detta och så har en centralbank möjlighet att ge nödkrediter om det är stora problem i likviditetshanteringen. Så ser det ut på de flesta ställen i en eller annan kombination.

Låt oss ta Northern Rock som exempel. Det är egentligen inget särskilt med Northern Rock annat än att det rådde inträffa i närtid. Det går att skapa en massa andra exempel också. Om man går långt tillbaka i tiden kan man se att redan Palmstruch var inne och tränade på området. Det ledde sedan till att Riksbanken kom att bildas, eftersom man ansåg att det var för farligt för den privata sektorn att bedriva bankverksamhet när det blev en svår kris.

I det här fallet misslyckades man med att undvika en kris trots det ymniga regelverket. Det är många regleringar

och mycket tankearbete som har gått in i detta. Till slut blev det nödvändigt att ta över Northern Rock efter ett antal månaders turer och ett kattrakande fram och tillbaka när det gäller hur man skulle ha det. Det har i England lett till att man har kommit fram med och arbetat på ett förslag till ett förbättrat regelverk för hantering av problembanker. Det är som det brukar vara i dessa sammanhang; ingenting driver på regelförändringar så kraftfullt och så snabbt som en riktig kris.

Men det finns ett undantag, nämligen Sverige. Vi har hållit på i 15 år och funderat på det här och har ännu inte kommit till skott. Det är inte riktigt bra. Man ställer sig frågan: Har Sverige bättre förutsättningar än England i de här sammanhangen? Svaret på den frågan är: Nej, tyvärr inte.

När det gäller den formella hanteringen av dessa frågor är vi tillbaka på ruta 1, som om den finanskris vi hade i början på 1990-talet aldrig skulle ha inträffat. Det har att göra med att bankkrisens hela maskineri som vi byggde upp på den tiden försvann 1996. Det vi har med oss efter detta är i stort sett bara det allmänna insolvensregelverket och reglerna för insättningsgarantin. Det är vad som styr i dag. Men man ska vara medveten om att alla insättningsgarantisystem som är gjorda för att hantera konsumentintressen sällan klarar en riktigt stor systemkris. Då krävs andra typer av regelverk och åtgärder.

Man kan också konstatera att en konkursförvaltare egentligen inte kan förväntas hantera problem som hotar stabiliteten i det finansiella systemet. Det är inte det som är en konkursförvaltares främsta uppgift. Jag tror att jag kan säga det med viss rätt, eftersom Rolf Åbjörnsson var min motpart en gång i världen när han förvaltade Gota ABs konkurs. Det var inte hans jobb att ta hand om Gotabanken. Ingen skugga må

falla på honom över huvud taget; det är inte det jag är ute efter. Han gjorde precis det han skulle och fyllde sin roll till punkt och pricka.

Banklagskommittén, som var färdig år 2000, satt och funderade på det här från 1995–96, och påpekade problemet. Sedan har man funderat vidare.

Sedan dök Custodia upp – en liten bank i Skåne som gick omkull 2006. Det fallet visade på ytterligare brister och bekymmer när det gäller att hantera de här frågorna.

Om det ser ut så ställer man sig frågan: Vad är det som behövs om man tycker att det inte borde se ut så här? Vad är det då man kan tänka sig att ha i stället? Det kan man tycka mycket om och det är frågor som har diskuterats i många länder i det oändliga. Man har lagt till och dragit ifrån under årens lopp i takt med att olika bekymmer har kommit och gått.

Men jag tror att det som jag nämner här rätt väl återspeglar ett slags konsensus, eller vad man ska kalla det för, bland personer i branschen som håller på med detta och diskuterar frågorna på global nivå. Det är viktigt att myndigheterna kan ingripa tidigt. Det fungerar sällan om man väntar för länge. Det blir sällan bättre. Man behöver ett regelverk som hyggligt i detalj stipulerar vad som ska ske när kapitaltäckningen gradvis faller. Det kan man göra på en rad olika sätt. Det sätter press på ägare och på ledning, för då vet de vilka åtgärder som måste vidtas.

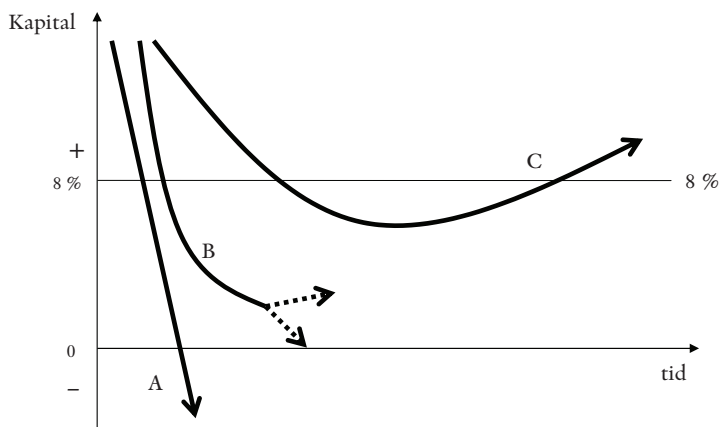
Det gäller också att förhindra överdrivet risktagande i de här sammanhangen så att man inte spelar för högt mot slutet. Det som man brukar kalla för *gambling for resurrection* är inte bra. De kostnaderna får någon annan betala eftersom man inte kan förlora mer än sitt aktiekapital. Det leder till diverse *moral hazard*-problem.

Det är minst lika viktigt att myndigheterna vågar ingripa i de här samman-

hangen. Det är inte bara frågan om att de kan, utan de ska också våga. Då är det viktigt att man har ett rättssystem som gör att det hela inte är osäkert. Ett exempel på när stor osäkerhet uppstod är just fallet Custodia. Då fick vi en bank som hoppade fram och tillbaka mellan ägarna, Finansinspektionen och domstolsväsendet. Medan den dansen pågår på ett eller annat sätt sjunker själva det finansiella institutet ihop. Det är inte bra. Det kan lätt göra myndigheterna passiva. Den motåtgärd man införde i USA efter sparbankskrisen är vad man kallar för *prompt corrective action*. Det innebär att man stipulerar en rad olika saker som måste hända i takt med att kapitaltäckningen sjunker. Myndigheterna har att rätta sig efter detta, för det är vad de måste göra. Ägarna vet också i förväg att det är det här som kommer att ske under en sådan process. Man skapar tydlighet och klarhet *ex ante* när det gäller vad som sker och man ger myndigheterna en möjlighet att på ett hyggligt tidigt stadium vidta de åtgärder man anser behöver vidtas.

En annan sak man behöver sköta är att i den mån man har en insättningsgaranti måste man kunna aktivera den snabbt. Det är inte bra om det tar nio månader innan man får ut sina pengar. Då blir det konstigt. Jag vet att den kanadensiska insättningsgarantimyndigheten har som policy att betala ut inom fem dagar till någonstans mellan en och fem miljoner konton. Jag minns inte den exakta siffran. Det krävs naturligtvis en hel del maskineri för att klara av det. Det innebär att om man skapar en sådan struktur måste bankerna rapportera löpande till myndigheten. Om det går snett är inte det något bekymmer.

Man måste ytterligare klara av att upprätthålla alla vitala funktioner i bankväsendet. Institut som inte är livskraftiga måste man på ett eller annat sätt kunna avveckla. Det är svårt att i förväg



Figur 3
Exempel på bankers kapitaltäckningsutveckling över tid.

Källa: Riksbanken.

veta exakt vad som är ett rimligt sätt att avveckla ett institut på om man ska försöka minimera kostnaderna. En mycket enklare lösning är att säga att allting alltid ska likvideras. Men det är inte alltid det som är den bästa lösningen. Därför är det bra om man har en verktyglåda som har lite fler verktyg.

Därutöver menar jag att staten inte bara behöver utan måste ha förhandlingsstyrka när det gäller att i slutändan bestämma var skåpet ska stå. Det bör finnas en möjlighet för staten till tvångsinlösen av aktierna om det går riktigt, riktigt illa. Det är inte bra om ett stort finansinstitut flyter omkring. Det gagnar egentligen ingen i processen.

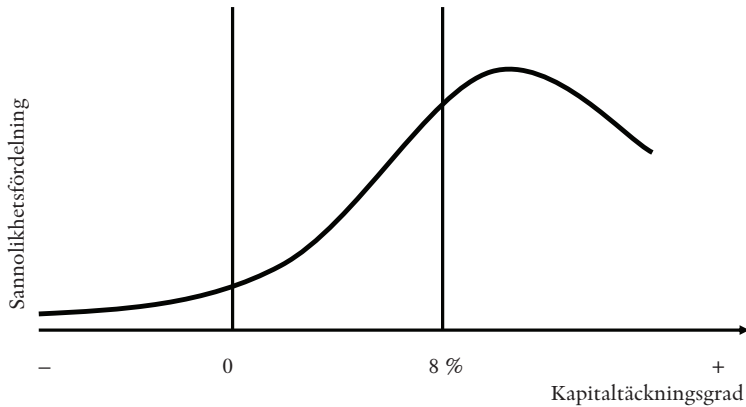
Den synen leder naturligtvis till alla möjliga olika juridiska frågeställningar. Hur ska detta gå till? Men jag för min del menar att det inte ändrar på sakfrågan. Det här måste gälla, för annars blir det lätt en utpressningssituation gentemot staten och något slags ingenmansland där ingen egentligen vet vad som gäller.

Detta för mig till figur 3, som beskriver vad detta egentligen handlar om. Tänk er tre banker: bank A, bank B och bank C. På den vertikala axeln visas kapitaltäckningen. En kapitaltäckning på mer än 8 procent är den som gäller. Vi

ser här hur kapitaltäckningen utvecklas över tid. I de fall en bank dyker, låt oss säga från plus 15 till minus 15 över natten, vilket inte är alldeles ovanligt när man tittar noga på tillgångarna, är de tekniska lösningarna i regel ganska enkla. Om man är så långt ned är det normalt sett inte så mycket att göra. Det betyder att om det är en mycket liten bank blir den normalt sett illikviderad och om det är en jättestor bank är det ett systemproblem av stora mått. Då får man hantera det på ett eller annat sätt. Det finns alla möjliga tekniker för att göra det och jag tänkte inte gå in på det i någon större utsträckning.

Jag visar här det svåraste fallet, nämligen bank B – en bank som har en kapitaltäckning på 4 eller 5 procent. Varför är detta det svåraste fallet? Jo, därför att om man inte gör någonting är sannolikheten mycket stor att banken går under och hamnar på minus. Någonting måste göras, men samtidigt är det så att här finns det så pass mycket privat kapital kvar. Då måste man hitta tekniska och juridiska former för det offentliga och för den privata sektorn att på något sätt hantera detta halvvärde. Det är inte lätt. Det är alltid den intellektuellt största utmaningen.

Figur 4
Exempel på sannolikhetsfördelning för en banks framtida kapitaltäckning.



Källa: Riksbanken.

Bank C är en hypotetisk bank där problemen kanske inte är så stora och där det är rimligt att tro att man på den privata sidan på ett eller annat sätt klarar av detta själva.

Detta betyder också att det sällan är givet att man ska använda samma teknologi för att hantera problemen om man befinner sig i A, B eller C. Det är det som genererar behovet av en verktygslåda och att man behöver ha vissa frihetsgrader. Men man måste också ha möjligheten att styra och ställa, beroende på var man befinner sig. Det leder till allehanda ganska svåra utmaningar.

Varför är det på det här sättet? Figur 4 räcker egentligen som beskrivning. Här har jag svängt på kapitaltäckningen, så att den går åt andra hållet. Till höger har vi 8 procentas kapitaltäckning, och till vänster är den nere på noll. På den vertikala axeln finns en sannolikhetsfördelning som beskriver en tänkt framtida tidpunkt för ett finansiellt institut. Du kan aldrig förlora mer än aktiekapitalet. Om du är på minussidan på bilden är det någon annan som får bära kostnaden. Det är då insättarna och andra fordringsägare som ska stå för det på ett eller annat sätt. Det kan också vara en insättarförsäkring. Därutöver finns den externa effekt som följer av att man

hamnar ute i svansen. Det är den kostnad som folkhushållet normalt sett får bära på ett eller annat sätt.

Detta är det egentliga skälet till att vi har de regelverk vi har. Vi har kapitaltäckningsregler och speciella regler gäller för finansiella institut. Aktieägarna står nämligen inte för kostnaden, utan det blir samhället i en eller annan form. Då är det inte orimligt att man funderar på vad det är som ska gälla i de här sammanhangen. Helst vill man naturligtvis undvika att hamna här, i det som brukar kallas för *fat tails*. Men om man ändå mot förmodan har hamnat där – vad är det som sker då och hur ska man hantera detta?

Balansräkningen och tekniken för att hantera institut som har hamnat på olika kapitaltäckningsnivå och de externa effekterna om man hamnar riktigt rejält på minus är ett sätt att beskriva detta och hur det går till i något slags snabbform.

Detta är knepigt eftersom det finns en massa olika intressenter. Vi har samhällets intresse av finansiell stabilitet och insättarnas intresse av ett gott konsumentskydd. Men vi har också borgenärernas intresse av skydd och rättvis behandling och skattebetalarnas intresse av att kostnaderna blir så låga som möjligt. På samma sätt vill bankerna som

betalar en insättningsgaranti att detta ska ske på ett effektivt sätt. Vi har också aktieägarnas intresse av rättssäkerhet. Detta betyder att man måste sortera intressena på ett eller annat sätt. Om man inte gör det får man intressekonflikter på bordet förr eller senare.

De instanser vi har på den offentliga sidan i Sverige för att hantera detta är Finansinspektionen, Riksbanken, Riksgäldskontoret, Insättningsgarantinämnden, Finansdepartementet och domstolsväsendet – och detta bara på den offentliga sidan. Det finns fler på den privata sidan. Det är alltså inget litet pussel som man ska koppla ihop när man ska göra detta på ett bra sätt.

Det hela blir alltmer gränsöverskridande. Riskerna ökar. Det ställer ytterligare högre krav på hanteringen, för man måste samordna informationen länder emellan. Det kan bli mycket komplicerat med helt olika legala system. I dag finns det ett antal olika överenskommelser länder emellan som brukar kallas för *Memorandum of Understanding*. Men de är inte juridiskt bindande, utan ett slags allmänna åsiktsyttringar om hur man ska sköta det hela. Men det här löser inte konflikterna. Det finns alltid nationella intressen i de här sammanhangen. I värsta fall blir det så mycket diskussioner att man aldrig hinner lösa problemen i tid eftersom det hela inte är reglerat.

Hur går man då vidare? När det gäller det internationella är det viktigt att öva, öva och öva. Det gör man i större utsträckning nu för tiden än tidigare. Det är viktigt att utveckla det internationella samarbetet. Det behövs gemensamma kriterier för lägesbedömningar. När man inte ens kan snacka ihop sig om hur stort hålet i balansräkningen är så är det ganska svårt att veta var man ska börja. Man måste samordna åtgärder över gränserna och sedan undanröja hinder i den mån sådana finns i den nationella lagstiftningen.

Något som har hänt under det senaste halvåret innebär att det finns olika skäl att titta på varför centralbankerna hanterar likviditetsstöd. Tekniskt sett sköts det på väldigt många olika sätt. Där finns det gott om jobb.

Slutsatserna är att å ena sidan har mycket hänt sedan bankkrisen. Vi har utvecklat sättet att se på det här och analysera frågorna. Jag hävdar att det finns en starkare krisorganisation i dag än vad det fanns då. Det finns ett utvecklat internationellt samarbete och ett samarbete mellan myndigheter på nationell nivå. Men om man ska lösa detta måste man ändå se till att man får ett sammanhållet regelverk för hantering av probleminstitut. Om vi sätter juridiken åt sidan kräver det att man ska säkerställa ett snabbt och resolut ingripande från Finansinspektionen. Man måste möjliggöra en snabb och smidig utbetalning av insättningsgarantin. Man ska också se till att staten har tillräcklig förhandlingsstyrka gentemot aktieägarna om det är riktigt bekymmersamt.

Därutöver förhöjs allt detta i en högre potens när det gäller de gränsöverskridande bekymren. Detta kräver ett ökat samarbete över gränserna. Det är också en stor fråga i det europeiska samarbetet som diskuteras ganska mycket.

Jag hoppas att jag med denna snabba överblick har gett er viss insikt i hur det här ser ut på annat håll i världen och vilken hemläxa vi har i Sverige när det gäller att hantera dessa frågeställningar.

REFERENSER

Akerlof, G (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, vol 88, s 488-500.

Reinhart, C M och K S Rogoff (2008), "Is the 2007 US Subprime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", NBER Working Paper 13761.

Pehr Wissén

Tack, Stefan! Det var en utmärkt exposé. Nu ska Martin Andersson inta scenen. Ofta när man har en diskussion har opponenterna i god tid sett den presentation som ska göras. Så är inte fallet i dag. Stefans tal lades ut på Riksbankens hemsida klockan tre på eftermiddagen. Det blir alltså mer i en kommentatorroll som Martin och Kent kommer att tala.

Martin har disputerat i Göteborg på en avhandling om betalningssystem. Han har jobbat i många år på Riksbanken som chef för avdelningen för finansiell stabilitet. Han är i dag fristående konsult och jobbar som sådan bl a åt Bank of England just med frågor om finansiell stabilitet i det brittiska systemet. Han är alltså mycket väl lämpad att ha synpunkter på detta.

Martin Andersson

När jag fick frågan av Gabriel Urwitz om jag ville opponera, som han kallade det, på min gamla chef var det förstås *an offer you can't refuse*. Det är med viss sorg jag kan se att jag faktiskt håller med om det mesta han säger, även om jag hade en föräning om att det skulle vara så.

Jag tänkte ge lite perspektiv på olikheter jämfört med tidigare kriser. Stefan koncentrerade sig ju en hel del på likheter. Jag tänkte också prata lite grann om Northern Rock. Jag sitter med i Bank of Englands Financial Stability Board. Det jag säger här är mina uppfattningar och de har ingenting med Bank of England att göra. För säkerhets skull har jag inte heller stämt av med dem, så de vet inte vad jag säger i dag. Tyvärr kan jag kanske inte heller svara på alla frågor.

Det finns flera likheter med tidigare kriser, som sagt. Stefan har gått igenom dem. Men det finns också någonting som är fundamentalt annorlunda den här gången, nämligen att krisen är in-ternt genererad i det finansiella systemet. Många av de kriser vi har sett tidi-

gare har börjat med makroproblem som kommit in i det finansiella systemet. Här har vi under ett antal år i fler och fler länder bedrivit någonting som i alla fall har uppfattats som en stabil ekonomisk politik – vi får väl se vad historieskrivarna skriver om 20 år – med stabila makrofundamenta. Men det har kommit in en innovationskraft i det finansiella systemet som har byggt upp risker. Detta kan i och för sig i förlängningen komma att slå in i den reala ekonomin och det kanske redan har gjort det. Ofta ser vi att finansiella kriser börjar någonstans i utkanten av det finansiella systemet. Nu är det i kärnan; det är New York City och London det handlar om i stor utsträckning. De finansiella företag som ofta kan komma att hjälpa till med att lösa upp krisen någonstans ganska långt borta är de som faktiskt kanske drabbas hårdast i dag.

Mycket handlar om likviditet och marknad den här gången. Det handlar mycket mindre om kreditförluster och tillgångsvärden i låneböckerna. Det sker dessutom i en tid där vi har mycket marknadsvärdering. Man pratar om *marked to market* och marknadsvärderad redovisning. Man inför Basel II. Allt detta skapar en ökad procyklikalitet som leder till att eventuella nedgångar förstärks. Detta är någonting man har varit medveten om från myndighetshåll. Vi har ändå valt att genomföra åtgärderna, för vi tror att regelförändringarna är bra. Men nu får vi se den negativa sidan av det och får försöka dra lärdomar framöver.

Hur allvarligt är då det här *subprime*-problemet? *Subprime* är peaken på det vi ser i dag. Om man gör en liten räkneövning kan man samtidigt se att det som man förväntar sig att *subprime* leder till i värdetförluster i kronor räknat under de närmaste åren är ungefär vad man förlorar i värde om de amerikanska börserna går ned med 1 procent. Det händer var och varannan dag. Det är alltså ingen

stor kreditförlustbit. Vi pratar ofta om en systemrisk – att om en bank gör kreditförluster skulle det innebära att en annan bank får problem och att det sedan slår vidare som dominobrickor. Det är inte riktigt samma typ av systemrisk vi ser nu. Nu ser vi någonting som är mycket mer marknadsbaserat. Det är alltså inte frågan om extremt stora kreditförluster.

Jag ska säga något om bankerna och systemet. Alla regleringar och all tillsyn bygger på enskilda banker. De nya regel­förändringar vi har infört, exempelvis marknadsvärdering och Basel II, fokuserar på att öka incitamenten för bankerna att hantera sina risker och prissätta dem bättre. Det handlar även om att investerarna bättre ska förstå riskerna med enskilda institut.

Samtidigt vet vi, om vi ser på ekonomiska teorier, att marknadsmisslyckandet egentligen är systemrisker. Det handlar om spridningen och riskerna för negativa spiraler – att problem sprider sig från ett institut till ett annat. Problemet vi ser just nu är att individuella bankers agerande som kan uppmuntras av de regelverk och den tillsyn vi har får negativa effekter på själva systemet i sin helhet och på de finansiella marknaderna. Helt plötsligt ser vi att det finns en *mismatch* mellan det enskilda institutets beteende och hur det regleras och tillses i förhållande till marknaden som helhet.

Keynes pratade redan på sin tid om naturliga tendenser till flockbeteende. Man kan säga att det lite är det vi ser i dag, förstärkt av den reglering vi har. Stefan nämnde *marked to market*. Problemet är att vi i dag har en *marked to market* utan en egentligen fungerande marknad och det blir en stor osäkerhet i prissättningen. Man tvingas täcka redovisningsmässiga förluster med faktiskt kapital, vilket gör att man får en kraftig åtstramning i det finansiella systemet.

Ett annat litet räkneexempel ser vi

om vi tittar på en av de största *near crisis* som vi har haft i det finansiella systemet. Det var 1982 i samband med Latinamerikakrisen då ett antal länder slutade betala på sina lån. Hade man då gjort en *marked to market* hade alla stora New York banker fått stänga butiken. Det tog några år innan det fanns en andrahands­marknad i de här instrumenten igen. Men bankerna hade aldrig överlevt dagens regelverk.

Samtidigt har vi dåliga erfarenheter med avskräckande exempel som Japan m fl där man har försökt dölja problemen och hoppas att de löser sig själva. Det finns inga enkla sanningar här.

En artikel som kom för inte så länge sedan från Adrian och Shin (2008) visar att bankers *leverage* är procyklisk. Det är ganska naturligt att tänka sig att när det är goda tider är man beredd att öka sin skuldsättning och minska sitt eget kapital i förhållande till skulderna. När konjunkturen vänder är det tvärtom – då vill man ha lite mer buffert i systemet. Därigenom följer att bankerna är procykliska och riskerar att förstärka det hela av sig själva. Oavsett vilket regelverk vi ger dem finns det en sådan inneboende kraft.

Vad som händer nu är att marknaden går nedåt. Vi ser ut att gå mot sämre tider. Bankerna vill nu minska sin *leverage*. Samtidigt får de en ofrivilligt ökad kreditgivning. Det sker delvis genom *committed credit lines* – kreditlinor som företagen drar på. Alla som har dem vill dra på dem. En del gör det för att göra finansiella placeringar på andra ställen. Bankerna har också den ryktesrisk som Stefan var inne på lite tidigare. De plockar in *conduits* och allt vad de kallas där man har satt ut specialbolag innan. Bankerna har haft dem på armslängds avstånd och klippt banden, men måste ändå plocka in dem. Risker är annars det rykte man får i ekonomiska termer om man har sålt produkterna till stora investerare eller kunder. Man är rädd för

vad det kan innebära regleringsmässigt och på andra sätt. Det kan bli återverkningar.

Det finns egentligen bara två saker att välja på där, förutom att skaffa eget kapital vilket ju är ganska dyrt i nuläget. Det ena alternativet är att strama åt ny kreditgivning. Det ser vi i många länder i västvärlden just nu. När man tittar på *loan officers surveys* över vad bankernas kreditchefer förväntar sig framöver ser vi att kreditgivningen stramas åt rätt rejält nu. Det är samma sak i USA som i Storbritannien och även i euroområdet och på andra ställen. Om man tittar i statistiken syns det inte lika tydligt eftersom man, som jag diskuterade tidigare, har fått en massa ofrivilligt ökade krediter i bankerna. Det andra alternativt är att bankerna kan minska interbankutlåningen. Vi ser också detta; bankerna är inte lika benägna att låna till varandra. Det är dessa två poster man kan påverka i dag och det är vad vi ser. Det är därför marknaden inte fungerar. Det är också därför vi riskerar att få reala effekter av detta.

Ett annat sätt att illustrera den marknadsbaserade systemrisken har varit i fokus de senaste dagarna. När marknaderna går nedåt ökar kraven på att finansiella företag ska ställa marginalsäkerheter, framför allt till bankerna. För att möta det måste instituten – hedgefonder eller andra finansiella placerare – sälja tillgångar för att kunna lämna in marginalsäkerheterna. De säljer. Det finns egentligen inga köpare i många segment av marknaden i dag. Det pressar ned priserna. Marginalkraven ökar. Man kommer in i en negativ spiral. Det går ganska snabbt att på det sättet få bort väldigt stora värden, även om det i sig kanske inte är några direkta förluster förknippade med de instrument det handlar om.

Jag vet att Kent kommer att gå in mycket mer på det här med marknaden i det han kommer att prata om. Därför tänkte jag svänga över till min andra del

som handlar om Northern Rock. Jag började jobba åt Bank of England i oktober och då hade vi redan börjat låna ut pengar till Northern Rock, så jag var inte med i uppstartsskedet.

Det var ett antal problem som kom att uppmärksammas. Det ena är oklarheter i det legala ramverket. Stefan har pratat mycket mer i detalj om det. Men det finns egentligen två G10-länder som inte har ett legalt ramverk för att hantera kriser och det är Storbritannien och Sverige. Det gör att det är väldigt svårt att ta till tvingande åtgärder om man inte har ägarna med sig. Det går att göra ganska mycket radikalt om man har ägarna med sig. Har man inte det fungerar det inte. Det har varit ett av problemen med Northern Rock-historien.

Det uppmärksammades att det fanns stora svagheter i insättskyddet. Det har funnits en akademisk diskussion som säger att det är väldigt bra att inte ha full täckning i insättskyddet därför att det tvingar insättarna att fundera på vem man ger pengarna till. I England har man haft *co-insurance* som innebär att man inte har full täckning i systemet annat än på den minsta delen. Man har haft ett nettningssystem och det tror jag att inte ens de flesta i Storbritannien vet hur det fungerar. Det innebär helt enkelt att man nettar sina skulder mot sina insättningar innan man får någonting på garantin. Det innebär att man säger: Så här mycket har du i insättningar, så här mycket i bolån, blir det någonting över får du det från insättargarantin. I England shoppar man runt mellan banker lite mer än i Sverige, men i Sverige skulle ett sådant nettningssystem ha inneburit att de flesta inte hade haft något insättskydd över huvud taget.

Dessutom har man en långsam utbetalning, samma sak som i Sverige. I Sverige såg vi i Custodiefallet att det i alla fall tog ett drygt halvår innan insättarna fick sina pengar och då pratade vi om tusen

kunder. Northern Rock, som de flesta inte hade hört talas om i Sverige innan, är ändå Storbritanniens åttonde största bank och hade en miljon insättare. Det är en stor apparat att stänga en bank, särskilt med ett sådant nettningsförfarande. Att betala ut från insättargarantin skulle ta lång tid och då är det ganska naturligt att folk springer och tar ut sina pengar. Man har inte lust att vänta.

Insättarskyddet har på något sätt från början kommit till för att man ska skydda insättarna från kreditrisken, eftersom de ju inte förväntas kunna bedöma kreditrisken i en bank. Men eftersom våra insättningar också är de betalningsmedel som vi faktiskt lever på fungerar det inte att vänta ett halvår eller ett år. I Sverige gäller EU-lagstiftningen som säger att man ska vänta tre plus tre månader. När det är våra transaktionsmedel vi pratar om är det en väldigt lång tid.

Ett annat problem i Storbritannien handlade om: Vem är det som bestämmer? Hela upplägget sedan tillsynen lyftes ur Bank of England har varit att man har haft ett Tripartite MoU, där finansdepartementet, FSA och Bank of England har kommit överens om och satt ner på papperet hur man ska samarbeta i kris- och fredstid. Men vem det är som bestämmer i ett skarpt läge om vi inte kommer överens har inte tydliggjorts. En liten fördel med Northern Rock-historien, om vi ska se något positivt i det här, är att det är en nationell kris. Det hade blivit väsentligt mycket svårare om det hade varit en bank med en stor utlandsaktivitet.

Sedan var det problem med kommunikationen. Där tror jag att Storbritannien underskattade problemet och det tror jag att man har gjort på många håll i världen. Det är en sak när vi som jobbar med det här pratar oss emellan, vi pratar om nödkrediter, *lender of last resort*. Men när man som småsparare ser en allvarlig finansminister i TV som pratar om

emergency liquidity assistance och *lender of last resort* samtidigt som det visas bilder på långa köer utanför banken så springer man. Det skulle jag också ha gjort. Det är viktigt att fundera på hur den här typen av problem kan kommuniceras så att folk faktiskt begriper. I det läget hjälper det inte att prata med oss som sitter här. Jag pratar i det här fallet om småsparare i Newcastle som inte hade en susning om vad vi myndigheter egentligen pratade om.

Genom nya medier, som internet-tidningar, Youtube och annat som visade bilder på köerna utanför, var det här ute på någon timma. Det gick oerhört snabbt. Det är också en sak att det i dag går mycket fortare med kommunikationen. Den externa kommunikationen måste vi från myndighetshållet bli mycket bättre på. Då är det inte heller någon fördel att vara tre som ska komma överens om vad som ska sägas, utan att ha tänkt igenom detta i lugn och ro innan.

Den eventuella lösningen då: Vad som är intressant i Storbritannien, särskilt med tanke på det som Stefan sade om att i Sverige har vi funderat på detta 15 år efter krisen, är att Northern Rock-historien inträffade i Storbritannien i augusti. I januari publicerade vi ett konsultativt dokument om en helt ny lagstiftning för att hantera kris, för att hantera insättarskydd och förtydliga ansvarsförhållandena mellan myndigheterna. Det är fortfarande en förhoppning att parlamentet ska klubba ett färdigt lagförslag i maj. Det är jobbigt, det tar hårt på krafterna men det finns en bestämdhet om att det här måste göras nu, att det inte är någonting man ska dra på. Det är väl någonting som vi kan lära av i det här landet.

Går det att ta fram ett ramverk för att hantera banker i kris när du inte är överens med ägaren? Vad kan myndigheterna göra? Det finns olika förslag på just en sådan eskaleringstrappa, som Stefan var

inne på. Det är hela tiden en avvägning. Hur mycket vill man specificera? Det måste specificeras tillräckligt mycket för att instituten och ägarna ska förstå när de förbrukat sin rätt att bestämma själva. Samtidigt måste det finnas ganska mycket flexibilitet i systemet. Vi vet att inga kriser är lika de andra och vi måste ha en viss institutionell skillnad.

Det är också problem med att sådana amerikanska system som Stefan nämnde helt bygger på kapitaltäckning. Northern Rocks kapitaltäckning fram till någon gång i september var utan tvekan över de lagstadgade 8 procenten. Här handlade det i stället om likviditet, och likviditet är ett flöde. Det gör det mycket svårare att sätta några absoluta hårda triggars, att nu måste myndigheterna göra någonting. Det kan skapa mer problem än nytta. Så det är svåra avvägningar som måste till. Därför konsulterar vi marknaden, myndigheter och akademiker. Det är upp till alla som vill, också internationellt, att svara på denna konsultation. Finns det några kloka idéer är vi tacksamma att få ta del av dem.

En aspekt som diskuteras är mer framåtblickande tillsyn. Som sagt hade Northern Rock vid det tillfälle då de började låna pengar av centralbanken kapitaltäckning över kraven. Det var faktiskt inte på någon punkt som de bröt mot det regelverk som fanns. Det var t o m så att Northern Rock i juli 2007 betalade ut en extra aktieutdelning till sina ägare. Det var en mycket bra bank, en väldigt lönsam bank. Marknaden var mycket glad åt banken, som hade en väldigt stark utveckling på börsen. Den ansågs vara en framgångssaga. I augusti vände sig banken till centralbanken och några månader senare lånade den i storleksordningen 25–30 miljarder pund från centralbanken. Så det kan gå ganska snabbt.

När det gäller en tydligare ansvarsfördelning mellan myndigheter jobbar vi på olika alternativ. Det är inte be-

stämt hur och vad som kommer att gälla. Det som är någorlunda klart är att det kommer att vara någon som är ansvarig för att genomdriva processerna så att inte hela läget måste samordnas mellan flera olika myndigheter. När man sitter i förhandlingar, som det har varit med Northern Rock, kommer *Tripartite Authorities* och deras *investment bankers* och deras rättsliga rådgivare, och så kommer bankens ägare och bankens management med sina rättsliga rådgivare och sina *investment bankers*. Det blir en mycket stor grupp som ska sitta ned och diskutera och det är inte heller särskilt effektivt. Läger man till andra länder, då blir det inte särskilt enkelt. Det kanske är sådant som man kan ha en arenauthyrning för framöver.

När det gäller insättarskyddet skissar vi på en ny lösning som innebär en ambition att försöka betala ut pengar inom sju dagar, vilket är extremt ambitiöst. Vi tittar också på alternativ som gör att det ska kunna gå ännu snabbare genom att man betalar ut en del av pengarna inom någon eller några få dagar. Samtidigt föreslås att både självrisk och netting tas bort *co-insurance*, så att folk ska veta att de får sina pengar inom en vecka och får de pengar de har inne upp till maximibeloppet.

Man kan som sagt ha olika synpunkter på hur och när olika ingripanden ska göras. Det som är viktigt är att det i slutänden finns en stupstock när man säger: Nu finns det inget mer att diskutera, nu tar staten över. Det hade vi inte i Storbritannien och det har vi inte i Sverige. Men det är viktigt för att förbättra förhandlingssituationen mellan myndigheter och privata aktieägare.

Jag tror att en av de saker som vi måste lära oss är att titta lite utanför banksystemet. Det finns en del i det konsultativa dokumentet där man ser på andra finansiella företag, men man måste också titta på centralbankens roll.

Ska centralbanker inte bara vara *lenders of last resort*, eller ska de också vara *market makers of last resort*, vilket Fed lite grann har klivit in och gjort nu de senaste dagarna? Man behöver titta lite mer på handelssätt och clearingsystemen. Vi vet att där det finns en börs eller ordentliga clearingrutiner är marknaden mycket robustare än på rena OTC-marknader.

Vad som händer fortsättningsvis är att Northern Rock har tagits över av staten. Det har tillsatts en kommitté som kommer att beräkna hur mycket aktierna är värda. Tanken är att de är värda så mycket som de skulle vara vid övertagandet under förutsättning att ägarna var tvungna att betala tillbaka de 25 miljarder punden till Bank of England. Gissningsvis kommer man fram till att det inte är så mycket.

En sak som hände under resan och som fick en del att lyfta ögonbrynen var att under hösten seglade det upp en ny storägare i Northern Rock, en *Sovereign Wealth Fund*. Alla känner till diskussionen om dessa *Sovereign Wealth Funds* och det har förts en diskussion i media om eventuella risker med dessa som stora ägare. Det väckte naturligtvis viss förvåning att en av dessa fonder gick in och spekulerade i någon form av statlig stöd-paket, eller vad nu motivet kunde tänkas vara. Jag kanske ska nämna att den *Sovereign Wealth Fund* som gjorde det heter Andra AP-fonden!

REFERENSER

Adrian, T och H S Shin (2008), "Liquidity and Leverage", *Federal Reserve Bank of New York Staff Report 328*, New York.

Pehr Wissén

Tack, Martin. Vår andre kommentator är Kent Janér som är praktikern i sammanhanget. Han har jobbat på obligations- och räntemarknaden. Vi arbetade tillsammans i mitten av 1980-talet när vi var unga i den svenska obligationsmark-

naden. Kent har sadlat om och är i dag verksam på Brummer & Partners där han arbetar med att förvalta hedgefonder. Kent är också aktiv i debatten om finansmarknadsfrågor både internationellt och i Sverige.

Kent Janér

Låt mig understryka det som Pehr sade, att vi inte har haft Stefans tal, och det gör att en stor del av det jag tänkt säga redan är sagt och till er glädje går bort, dvs att det går fort.

Möjligen vill jag lägga till en sak. Ett viktigt skäl till att bankerna agerade på detta sätt var att de arbitrageade regelsystemet. När man gjorde det här regelverksarbitraget, dvs lade krediterna utanför bankernas balansräkningar och i praktiken bedrev bank utanför, så räckte kapitalet längre eftersom myndigheternas kapitalkrav då blev lägre. Jag tror att vi de senaste åren på global nivå, inte minst i USA, haft en kreditexpansion som inte hade varit möjlig inne i bankernas balansräkningar. Det finns en naturlig spärr för hur mycket krediterna kan öka i samhället så länge de slussas via bankerna, nämligen bankernas kapital-situation. Börjar man gå runt bankerna finns inte den naturliga spärren.

Då kan man få en sådan kreditboom och det fick vi också. När marknaden inser att lånen är dåliga vill den inte längre finansiera dem och det som förut låg utanför bankernas balansräkningar flyttar in i dem. I bankerna får man då en obalans, det egna kapitalet får stryk från kreditförluster i *subprime* m m, samtidigt som man får mer utlåning än vad man vill ha. Man får ett problem med balans – eget kapital kontra utlåning – eller, om vi så vill, kapitaltäckning.

Det här är i första hand ett affärsmässigt problem för bankerna. Nu ska jag säga som alla andra att det inte handlar om Sverige. Sverige är åskådare i det här sammanhanget. Men många av de stora

internationella bankerna har mindre kapital än vad de borde ha, dvs ekonomiskt kapital. De är nog inte nöjda med det. De har en viss sårbarhet för nedgången i konjunkturen. Jag vill hävda att många av dem dessutom har problem med pe-lare 2 i Basel II, dvs kravet att bankerna inte bara ska klara av att redovisa 8 procents kapitaltäckning vid närmaste kvartal utan faktiskt också ha en buffert inför dåliga tider. I stor utsträckning klarar inte banker det i dag. Det gäller framför allt USA men också Europa.

Bankerna har därmed ganska starka incitament att försköna verkligheten. Om man redovisar för ärligt eller för hårt eller för elakt kan man få dyrare inlåning, dyrare marknadsupplåning. Hamnar man under 8 procent kommer en Stefan eller någon annan övervakare av banksystemet och tar en i örat och säger: Det här var inte så bra. Så börjar övervakaren ha synpunkter på hur banken sköts. Då blir bankernas naturliga taktik att så långt som möjligt under gällande redovisningsregler ta förlusterna gradvis och säga att tiden kommer att fixa detta. Vi kommer att tjäna pengar i framtiden, vi kan beta av det över tiden. Taktiken är hela tiden att förbättra balansen mellan eget kapital och utlåning.

Eftersom kapitaltäckning är en kvot, eget kapital relativt riskvägd utlåning (plus lite annat), finns det två sätt att angripa problemet. Man kan antingen gå på täljaren, det egna kapitalet, eller på nämnaren, utlåningen. Går man på täljaren kan man t ex sluta att dela ut pengar. Då behåller man mer pengar i banken. Man kan sälja ut delar av verksamheten som inte är kritiska. Man kan ta upp nytt kapital, t ex från *Sovereign Wealth Funds*. Alla dessa tre används på marknaden.

Sedan finns det två andra sätt som tyvärr många gånger ligger bankerna mycket närmare om hjärtat. Ett är att

krympa balansräkningen genom att sälja ut tillgångar. Ni kommer ihåg den obligationspost som Stefan visade i bankernas balansräkningar. Banker säljer nu obligationer på marknaden. Svenska bostadsobligationers räntespread mot statspapper var kanske 20 punkter innan krisen och är nu 90. Det har väldigt lite med kreditkvaliteten på bostadsobligationerna att göra, vill jag påstå. En delförklaring är en form av arbitrage mot hur det ser ut i omvärlden, men ett mycket viktigt skäl till detta är att svenska banker enligt min uppfattning har uppträtt som ganska stora nettosäljare av bostadsobligationer ur sina existerande portföljer. Varför det? Det är den billigaste *funding* de kan få tag på helt enkelt. Alla andra alternativ är dyrare, ingenting är konstigt med det. Banker håller en obligationsportfölj som en likviditetsreserv. Är det svårt och dyrt att låna säljer man ut av de tillgångarna. Det är precis som det ska vara, tycker jag. Samtidigt som banken finansierar sig minskar dess balansräkning och kapitalkravet sjunker.

De stigande "spreadarna", och därmed de fallande priserna på bostadsobligationer, är ett exempel på de effekter vi ser i Sverige av de här kriserna. Som ni ser har det inte mycket att göra med kreditvärdigheten i vare sig svenska banker eller bostadsobligationer.

Men även om det är rationellt ur en enskild banks perspektiv att sälja tillgångar från balansräkningen till marknaden, kan det uppstå problem på aggregerad nivå.

Nu kommer några bokstavsbetegningar. LCDX är ett kontrakt som handlas på marknaden i Europa och USA och vars underliggande tillgång är *leveraged loans*. CMBS, *Commercial Mortgage Backed Securities*, är utlåning mot kommersiella fastigheter. De här typerna av utlåning är ofta värdepapperiserade, just dessa är det per definition eftersom de är

kontrakt. Det finns alltså en enorm säljpress på marknaden, mycket stora banker passar på att lätta ut sina balansräkningar med vanliga bostadsobligationer och inte minst produkter som dessa kontrakt som är säljbara.

Marknadspriserna faller då ganska rejält, volatiliteten stiger, marginalkraven stiger, och det gäller inte bara de marknader där man säljer, utan volatiliteten ökar överallt. En av världens största börser för terminshandel, Chicago Mercantile Exchange, annonserade i dag rejält höjda marginalkrav för all handel. Det vill säga *hedgers and speculators*, som lägger av sin risk i ett clearat system, får betala högre marginal för varje affär och får helt enkelt sätta av mer pengar för att garantera att de kan fullgöra sina åtaganden. Det är småsaker mot vad som händer på marknaden investmentbankerna emellan.

När den första försäljningsvågen kommer är det någon annan som ligger lite mer illa till efter att marknadspriserna har fallit. Värdering på de lägre marknadspriserna visar ju att kapitalet i finanssektorn minskat ytterligare, soliditeten är lägre, belåningen högre och systemet är lite mer instabilt. Då kommer nästa våg, särskilt från belönade aktörer osv. Som ett exempel kan jag nämna att i dag på eftermiddagen strax innan jag gick hit var det två till s k *bid lists* ute på marknaden. Vad är då en *bid list*? Jo, den används när det ska göras en större försäljning av inte alltför likvida papper av privata aktörer. Säljaren annonserar då att han kommer att gå ut med ett stort belopp på marknaden. Ni behöver inte vara rädda, jag talar om precis hur stort det är, och så får ni bjuda på det i en auktion. Det påminner i sak om när man emitterar statsobligationer här i Sverige.

Två konkurrerande firmor var i dag ute med listor, två olika listor. De hade det gemensamt att de båda rörde en högt

belånad institution som heter Carlyle som har haft problem. De tog en gång i tiden pengar från kunder och tyckte att det var en fin idé att belåna dem 30 gånger om och köpa kreditobligationer för dem. När priserna på de här kreditobligationerna började falla var långivarna inte så *happy* längre. Så kreditgivarna gick in i en diskussion med Carlyle och medan man var inne i den diskussionen föll priserna ännu mer osv. I dag är det två av låntagarna som har sagt: Vi är inte intresserade av diskussioner längre, vi vill sälja våra säkerheter. Det här händer nu varje dag på marknaden. Dagens *bid list* var på ungefär 2 miljarder dollar per kreditgivare. Det är inte svårt att tänka sig att dessa aktiviteter utlöser ytterligare försäljningar osv.

Den här nedåtgående spiralen, som det är lätt att hamna i, kan man kalla för olika saker, men *mark to meltdown* är ett ganska bra uttryck. Om vi tror att marknadspriserna efter sådana säljvågor är rimliga och ger en bra bild av kommande kreditförluster, då har vi ett stort problem i finanssektorn. Uttrycket *mark to meltdown* är en ordlek med *mark to model*, där man i stället för att använda observerade marknadspriser härleder ett "rimligt" pris ur en modell. Men en alternativ ordlek är *mark to myth*, när man för att försköna sin balansräkning prissätter de här papperen alldeles för högt på nivåer som inte har någonting med verkligheten att göra. Tyvärr tror jag inte att det är ovanligt, framför allt i Europa.

I den här säljpressen blir priserna på mycket av detta fundamentalt för låga. Antag som exempel att man nu på marknaden köper ett av de billigaste segment man kan hitta, trancherade produkter av CMBS. Efter det får vi en depression, precis samma utveckling som det var i USA på 1930-talet under den stora depressionen. Då har man gott om marginal, man tjänar mycket pengar på sin investering. Prissättningen i dag dis-

konterar alltså ett scenario som är klart värre än 1930-talsdepressionen. Den här prissättningen är förhoppningsvis inte rimlig i ett absolut avseende. Och den är definitivt orimlig i förhållande till annan prissättning på marknaden, men det är en enorm teknisk säljpress i det här segmentet. Vi kan också hitta en gemensam nämnare bland de segment av kreditmarknaden som är allra billigast. Det är där bankerna är störst. Det är bankernas balansräkningar som pressar priserna på marknaden.

Men då kommer vi in på vad jag tycker är en besvärande omständighet som diskuteras för lite och som det också finns en del missförstånd om. En del av dessa produkter som är väldigt strukturerade och av OTC-karaktär är svåra att prissätta. De är inte transparenta, de är inte likvida osv. De anses därför inte ge en bra bild av hur verkligheten ser ut.

Men de här breda indexen är likvida. Det är bara att gå ut och köpa så mycket man vill. Ställer man sig på köpsidan är det inga som helst problem att få stora belopp. Det finns miljarder och miljarder, tiotals miljarder dollar. Det är bara att lyfta dessa, men bankerna är säljare snarare än köpare.

I genomsnitt är det den här utlåningen, som finns i dessa kontrakt, som det amerikanska banksystemet har bokade som lån i sina balansräkningar. Priserna på dessa värdepapper blir en alternativkostnad för bankernas nyutlåning. Varför ska bankerna låna ut pengar till någon på sämre villkor än de skulle få genom att göra i princip samma utlåning via värdepappersmarknaden? Det går alltså att investera i sådan värdepapperiserad utlåning och tjäna pengar även under depressionsliknande villkor. Varför då erbjuda lån till företag på för dem bättre villkor än vad banken skulle få på marknaden? Det verkar inte rationellt.

Att banker säljer snarare än köper utlåning till extremt attraktiva villkor

är ett allvarligt tecken på obalanser på marknaden, ett tecken på stor stress.

Att sälja ut obligationer ur balansräkningarna för att krympa dem, vilket bankerna gör för närvarande, är alltså ett sätt att förbättra kapitaltäckningssituationen. Men om alla gör det blir det, som vi såg, inte så bra. Det blev en nedåtgående spiral, *mark to meltdown*, där varje våg av försäljning riskerar att utlösa nästa.

Det andra sättet att förbättra kapitaltäckningen via täljaren är att krympa utlåningen eller åtminstone inte expandera den. Men det har samma principella svagheter som försäljningarna ovan. Om en enskild svag bank gör på det sättet så är det rätt för både banken och samhället. Men om alla banker gör det samtidigt? Det blir inte bra.

Alla vill vi ju att banksystemets utlåning ska expandera i lagom tempo och stödja en växande ekonomi. Om inte, försvagas ekonomin, och då försvagas bankerna ytterligare och då har man en nedåtgående spiral igen. Det som är rationellt för en enskild bank i det här fallet är att krympa utlåningen, för annars får den problem med kapitaltäckningen och *regulatorn* kommer att ta över. Alla kan inte göra det samtidigt och det är ett systemproblem.

Bankerna betar sig nu på ett sätt som en elleverantör inte skulle kunna göra. Elleverantören skulle inte kunna ringa hem till oss och säga: Jag körde mina generatorer lite för hårt förra månaden och levererade lite för mycket el, så jag tänkte faktiskt stänga av elleveranserna eller möjligen halvera dem under i alla fall nästa månad. Det fungerar inte på det sättet. En elleverantör får inte göra det (tror jag). Då är frågan: Får banker sluta att låna ut pengar? Det tycker jag är en intressant fråga. Jag kommer tillbaka till den.

När det gäller obalanser i eget kapital och utlåning vill samhället att ban-

kerna ska rekapitaliseras på något sätt. Det är inte alltid det som bankerna är intresserade av. Det inkräktar på deras rörelsefrihet och det innebär att de tvingas spä ut till sina aktieägare till priser som de inte tycker är bra. Det innebär förstås i någon mening också att de tvingas erkänna att de har misslyckats, kanske att styrelser och ledningar byts ut.

Då ställer jag mig frågan om bankerna och samhället har samma intressen. Jag tror att svaret på den är nej för närvarande. De har motsstående intressen.

Om det finns motsstående intressen och om samhället kommer fram till att den bästa lösningen är rekapitalisering, hur hamnar man där? Nu kan jag egentligen spola fram snabbt, för det här visar sig bli en upprepning av de argument som Stefan och Martin redan har tagit upp. När är det dags för ledarna att kliva in? Det får ni gärna svara på, Stefan, efteråt. Får banksystemet sluta låna ut pengar? Kan man tänka sig att reglera det? Kan man säga att det är i samhällets intresse, att det måste upprätthålla en normal utlåning?

Det måste i kritiska situationer finnas mycket tydliga kontrakt mellan bankerna och samhället, och jag blir jättenervös när jag hör Stefan berätta att vi hållit på att formulera ett sådant sedan år 2000 utan att komma i mål, jag visste faktiskt inte om det. Jag trodde att vi hade en lagstiftning. Jag trodde att det var en dålig lagstiftning som behövde förnyas. Men vi har ingen alls. Det är mycket oroväckande.

Hur allvarligt är det här problemet i ett större perspektiv? Ja, det är egentligen ganska lätt att fixa detta. Det går förmodligen att fixa det amerikanska systemet med något i stil med – det är min gissning – 200-300 miljarder dollar ungefär i nytt eget kapital. Då är det i princip fixat. Hur mycket pengar är det då? Ja, på en marknad som har 100 *trillion dollars* värde i värdepapper är det ing-

enting. Skulle vi ta 5 procent av tillgångarna hos *Sovereign Wealth Funds*, de som finns runtom i världen, och de behåller 95 av vad de har i dag, då är det fixat. Om de tar 6 månader av sina nettoinflöden är det fixat.

Det finns dock ett problem. Det är att när man ska göra rekapitaliseringen kommer investmentbanker och lobbyister upp till Washington och säger: Vi kan fixa det här problemet, jag har några killar som kan sätta in pengarna. Det låter jättebra, säger Hank Paulson. Vilka är det? Jag har några araber, några kineser och ryssar och de fixar det här till i morgon bitti. Då blir tyvärr svaret: Det är inte aktuellt. De är jättevälkomna på en mindre post, men vi pratar inte om dem som några stora ägare eller majoritetsägare.

Det betyder att bankernas bristande kapital situation, som i ett större sammanhang är en ganska liten del av finansmarknaderna, styr värdet på väsentligt större belopp. Ett extremexempel på detta, nästan roande, var när New Yorkbörsen och kreditmarknaderna förra veckan svängde våldsamt upp och ned över en dag på olika rykten om huruvida en *sk monoline* skulle få en nyemission på 2 miljarder dollar, 4 miljarder dollar eller ingenting. Prisfluktuationerna i världen på de här ryktena under dagen var långt över 100 miljarder dollar. På 2 miljarder plus eller minus svänger systemet med sådana belopp. Det är lite löjväckande, måste jag säga.

Problemet kan jämföras med att man har en liten vattenläcka någonstans i huset på övre våningen. Man ringer rörmokaren och får veta att det kostar 1 000 kr att fixa det. Man vill inte ha huset som kostar ett antal miljoner förstört. Jag tror att det är en risk att vi håller på med det i det finansiella systemet.

Därför hamnar myndigheterna i fokus. Den privata sektorn fixar inte riktigt det här. Myndigheterna arbetar på

en massa olika områden nu. Det är först likviditetsstöd, och så har vi räntesänkningar, och nu kommer nya likviditetsstöd i ett rasande tempo. I USA kom i fredags ett nytt utvidgat likviditetsstöd. 48 timmar efter det att vi fått dåliga siffror om arbetsmarknaden. Samtidigt fanns rykten på marknaden om att en stor amerikansk investmentbank kommer att gå omkull. Det går undan. Det kommer att komma mer, det är jag relativt säker på. Men mycket av det här är legalt svårt och det är politiskt känsligt.

Jag tänkte avslutningsvis nämna några osäkerhetsfaktorer som jag tycker är värda att hålla reda på. Jag håller med Stefan om att upptakten till krisen är lite *déjà vu*. Alla kriser har många gemensamma drag. Jag tyckte att hans jämförelse med den svenska krisen var lite roande, att det faktiskt fanns mer gemensamma drag med den nuvarande krisen än vad jag hade gissat via Svenska Kredit och annat. Men den skiljer sig också på några viktiga punkter.

Kreditstocken globalt och inte minst i USA är mycket större relativt BNP än under den tiden. Krediter är alltså ett större inslag i ekonomin nu. Vi har aldrig någonsin tidigare i USA varit med om ett prisfall på bostäder, den största tillgången hos hushållssektorn. Vi vet inte riktigt vad det innebär. Det har varit bankkriser i USA förut, men det kan vara stor skillnad på hur folk kommer att reagera. Vi har fler marknadsbaserade inslag än tidigare, på gott och ont. Vi har gått över fler nationsgränser än vid tidigare bankkriser, det är fler aktörer, mer clearingrisker, svåra att koordinera.

När Stefan städade upp efter den svenska bankkrisen tillsammans med några andra föreställer jag mig att man kunde samla de flesta aktörerna i ett rum samtidigt. Det går inte att göra i dag. Vi har gått över nationsgränser med tusentals olika aktörer, det berör olika lagstiftningar osv.

Jag tror också att förekomsten av *financial accelerators*, eller multiplikatoreffekter, som man pratar om komplicerar bilden. Det finns fler sådana än tidigare och de är dessutom krångligare och mer svåröverblickbara.

Det finns också lite kopplingar till den reala ekonomin som jag tycker är värda att tänka på. Vi tror att kreditexpansionen inom kort kommer att köra in i väggen och avta. Är det bra? Nej, det är inte bra. Vi vet att kreditexpansion hänger samman med tillväxt, men vi vet inte vilket orsakssambandet är. Jag vet det inte och efter att ha läst ett antal akademikers uttalanden har jag förstått att det inte är någon annan som vet det heller. Det finns ett antal teorier, men det finns inte någon stark samlad uppfattning om hur det ser ut. Det komplicerar förstås räddningsarbetet om man inte vet vilka tåtar man ska dra i.

Den amerikanska ekonomin var inte så snygg ens när det här började. Byggsektorn är i stort sett i fritt fall. Hushållen i USA är högt belånade. De har inget sparande. Det finns också en del internationella obalanser. Dollarn får mycket stryk. Det kanske är bra för att minska nuvarande obalanser, men det riskerar också att starta andra obalanser.

Centralbankerna uppehåller sig mycket vid balansen mellan de svaga kreditmarknaderna och inflationsriskerna. Vad kanske framför allt Fed gör nu är att de för att stävja det hemskaste av allt som finns – *debt deflation*, en nedåtgående spiral mellan det finansiella systemet och ekonomin som på trettio-talet – tvingas ta lite mer risker på den andra sidan, dvs med inflationen. Fed skulle inte använda ordet chansa, men i praktiken tvingas de göra det. Vi vet inte riktigt hur de olika riskerna ser ut och det finns en viss nervositet hos Fed själva och på marknaden därför att man inte riktigt har koll på detta. Det är en svår dynamik.

Man kan säga att osäkerhetsspannet för den framtida inflationsutvecklingen för närvarande är väldigt stort beroende på olika scenarier.

Det finns en till viktig skillnad från tidigare kriser. Den här gången handlar det om USA, och det är något helt annat än om vi har en kris i Sverige, i någon del av övriga Europa, i Övre Volta eller något sådant. De flesta bankkriser som har gått något så när okej under de senaste 50 åren har man devalverat sig ur. Dollarn kan i praktiken knappast falla så mycket att den "bailar" ut USA på resten av världens bekostnad. Det går inte, kostnaden för resten av världen blir för hög.

Krisen utlöstes inifrån denna gång, det var ingen extern chock. Vi börjar krisen med mycket låga reala och nominella räntor. Om man tittar på marknadsnoteringar på realräntor i USA ser vi att de är negativa de första fem åren. Om man köper femåriga realränteobligationer i USA vet man alltså hur mycket man tvingas betala realt varje år för att hålla dem till förfall. Det är svårt att aggressivt få ned dem ytterligare.

Sammantaget är denna kris väldigt komplex. Det är många produkter och många aktörer och allt möjligt ovanligt inblandat i den.

På lång sikt måste vi ha bättre regleringar och tydligare kontrakt. Det tror jag är en käpphäst som vi alla har kommit fram till i kväll. Men jag tycker inte att det är viktigt just nu.

Det är en annan sak som är intressant med det som Stefan talade om. Det handlar om vad som sker på kort sikt. Nu är du åskådare till det här, men du har varit med om det många gånger förut i andra sammanhang. Vad bör göras? Läget är väldigt instabilt.

Förstår myndigheterna dynamiken? Förstår någon den? Mitt svar är: Nej, jag tror inte det, även om jag tror att man förstår ungefär vilka krafter som är i omlopp. Har man koll på hur de samverkar

med varandra? Mitt svar är: Nej, det har ingen. Det är för komplext.

Larry Summers – USAs förra finansminister och f d rektor på Harvard – är en allmänt mycket klok person. Han tror att landet USA står inför de mest allvarliga utmaningarna på åtminstone en generation och kanske betydligt längre än så. Man kan ju gissa vilken period bakåt i tiden han syftar på. Han säger också att vi åtminstone är i närheten av en situation som saknar motstycke vad gäller finansiella spänningar i systemet. Det vore ett stort misstag att tro att marknaden kommer att reda upp det här själv – att den är *self stabilizing*, fortsätter han. Att förneka problemen kommer att öka dem och inte att rädda situationen.

Det var ord och inga visor och med dem tänkte jag avsluta och tacka för mig.

Pehr Wissén

Du fick några passningar där, Stefan. Vill du kommentera dem?

Stefan Ingves

Vad jag försökte lyfta fram är de delar som har hänt förr, på annat håll. Både Kent och Martin har plockat fram sådant som är nytt. Det nya är framför allt att det är andra instrument och att det hela har spritt sig till olika håll i världen. Det ökar förstås kraven när det gäller att hantera detta på lite olika sätt. Fler är inblandade. Det som också är nytt och lite annorlunda den här gången är att de senaste 10-20 åren har det varit bekymmer i helt andra delar av världen, men de stora finansiella centrumerna har på något sätt stått utanför. När man betraktar det hela lite på avstånd ser man det, men nu är det i någon mening omkastade roller.

Samtidigt kommer man nog inte runt att det mesta ändå går tillbaka till min balansräkning. Sedan kan man resonera om hur många poster man väljer att skriva upp det med. Men på något

sätt är det ändå detta som ska hanteras i en eller annan form. För att hantera det finns en verktygslåda. Kent har visat hur man kan nyttja de olika verktygen på lite olika sätt. Det är detta man ska ta sig igenom i en eller annan form.

Det är inte nytt i den meningen. Så som sådana förlopp brukar se ut blir det den typen av diskussion som fördes i augusti-september när man ser en korrektion på marknaden. Sedan var det inte riktigt bara en korrektion på marknaden. Sedan säger man att det var någonting med likviditeten. Sedan håller man på med det något kvartal eller så. Sedan flyttar det hela vidare och vidare genom registret, som vi har sett. I den meningen ligger det mycket i Reinhart och Rogoffs artikel där de på en oerhört aggregerad nivå försöker fånga hur man tar sig igenom flödena på ett eller annat sätt. Det är det man har att göra här. Det blir naturligtvis intressant att se hur det kommer att gå till. Men det är svårt för mig att säga hur det sedan kommer att ske i detalj. Då ska man nog själv sitta mitt i och inte bara titta på det på långt avstånd. Det är lätt att ha alla möjliga synpunkter om saker och ting på avstånd, men det brukar vara lite annat när man sitter där och har att hantera det.

Jag tycker att vi tre har försökt lyfta fram olika vinklingar av och aspekter på detta som samtliga finns där på ett eller annat sätt – låt vara att jag valde att ytterligare särskilt påpeka att vi har en del hemläxor i Sverige, även om vi är åskådare den här gången. Och det ska vi vara oändligt tacksamma för.

Bo Lundgren

Om man under ett halvt år i Sverige ändå, visserligen med tveksam beredning, kunde genomföra en krislagstiftning, borde det inte ta överdrivet lång tid att nu utforma det regelverk som behövs. Det finns ju trots allt en positiv ansats i det avseendet.

Det finns en sak som bekymrar mig i Kents svar. Det vi såg under hösten 1992 i Sverige var finansmarknader som slutade fungera. Vi hade en kreditåtstramning som började bli allvarlig. Vi går i ett litet land med en relativt liten ekonomi in med en generell garanti för fordringsägarna. Vi skapar dessutom instrument som säger att även om bankerna inte vill ha stöd kan man tvinga dem och t o m lösa in dem. Därmed skapar vi en situation där denna kreditåtstramning inte blir så allvarlig. Du tog själv upp frågan om vem som gör något sådant i ett globalt perspektiv jämfört med en liten, mer homogen ekonomi som den svenska. Det var ju en av de plusfaktorer som vi hade. Problemet finns där. Min fråga är om det finns någon lösning i det perspektivet.

Jag vill slutligen instämma i det som Stefan och ni andra sade: Låt oss nu se till att vi får regelverket på plats och att det faktiskt biter! Det krävs mer än banklagskommitténs förslag år 2000 – att ta hand om vissa banker. Det handlar om någonting som måste vara större och mer genomgripande än vad som föreslogs i den kommitténs betänkande.

Kent Janér

Är det en fråga till mig om hur man hanterar marknaderna globalt om de håller på att försvinna? Regleringsmässigt är det inte riktigt min fråga.

Det finns något som ibland brukar kallas för *the nuclear option*. Den är svår legalt. Den innebär att centralbankerna går in och köper mot egen balansräkning – troligen via ett auktionsförfarande. Den debatten förs nu bland ett antal akademiker och centralbanksfolk eller f d centralbanksfolk. Den har massor med faror. Men om marknaden i ett extremfall helt skulle upphöra att fungera kan centralbanker agera som det man ibland brukar kalla för *market makers of last resort*, skaffa ett reservationspris på

marknaden mot egen balansräkning, i värsta fall via betalning med nytryckta pengar, och hålla marknaden i gång och undvika de värsta spiralerna. Det är *nu-clear option*; vi vill inte hamna där. Men det finns tekniker för nästan allt.

Kjell Lundqvist

Jag vill ta upp det här med balansräkningar. Ni återkommer hela tiden till balansräkningarna här, men bara för enskilda institut – banker, finansinstitut och olika saker. Man kanske kan ta till sig idén att göra någon form av balansräkning för hela det internationella finanssystemet och finna att det också där ligger på minus när det gäller kapitaltäckning om man har en vettig värdering på deras tillgångar. Just nu är det marknadsvärden, men de går ju upp och ned. Hur stora är de reella värdena osv? Hur ska man då lösa problemen?

Då har vi verkligen en systemkris, precis som Larry Summers antyder. Det är ju inte någon tillfällighet att han går ut och säger som du citerade och visade. Om hela systemet egentligen är bankruttmässigt måste man ju inleda någon form av konkursförfarande för hela systemet. Något annat sätt att göra det på finns väl inte då – eller?

Kent Janér

Om du tar den genomsnittliga bedömningen för totala förluster i banksystemet och marknadsvärderar mot det i dag hamnar bankerna på under 8, men de är fortfarande hyggligt kapitaliserade. Om jag skulle gissa någonting blir det 5-6 procent. Men om du marknadsvärderar enligt de värsta segmenten är det egna kapitalet i banksektorn ungefär på noll.

Kjell Lundqvist

Men det är en marknadsvärdering. Kommer den någonsin att kunna upprätthållas om marknaden sjunker – och det gör den ju?

Kent Janér

Då hävdar jag att bankernas strategi är att eftersom man inte realiserar den förlust man redovisar tar man den mot kommande vinster räntemässigt. Det är bankernas strategi. Problemet är att man inte lånar ut längre.

Stefan Ingves

Det är alla möjliga olika siffror som flyter runt i de här sammanhangen. Det är också viktigt att komma ihåg att den amerikanska ekonomin är väldigt stor. Vi såg lite av detta tidigare. Jag tror att primärkapitalet i den amerikanska finansiella sektorn är någonstans kring 2 000 miljarder dollar. Det innebär att om man relaterar det till sådana tal och de siffror som har funnits så här långt är det inte så förskräckligt stora tal ändå. Som alltid i sådana här sammanhang är det svårt också med siffrorna när det är dimmigt.

Kjell Lundqvist

Ni tror alltså att världens produktion kommer att kunna upprätthållas?

Stefan Ingves

Världens produktion kommer alltid att upprätthållas på ett eller annat sätt. Om man tittar på de siffror som jag beskrev här från Reinhart och Rogoffs (2008) artikel visar de att i alla dessa som han kallar för ganska allvarliga fall kommer man igen efter ett tag och det rättar till sig. Man börjar alltid om från början på ett eller annat sätt. Det sker på lite olika sätt i olika länder beroende på vilket regelverk man har.

Hubert Fromlet

Ni har pratat mycket om *ex post*-åtgärder, iakttagelser, möjligheter och möjligen också hot. Men Stefan Ingves nämnde orden *ex ante* vid något tillfälle. Jag vill referera lite till detta nu. Hur kan man förebygga finansiella kriser

lite bättre? Vi vet ju att finansiella kriser alltid kommer tillbaka, men man kan ändå kanske minska vissa risker genom att vara lite mer förutseende. Varje kris har olika inslag; jag är väl medveten om detta. Mycket av den aktuella krisen har att göra med finansiella innovationer. Oftast börjar innovationer lanseras i liten skala och det är vanligen initialt små produkter som växer.

Min fråga är om man möjligen skarpare än hittills borde observera när relativt nya produkter växer snabbt. Tillsynsmyndigheter skulle kunna analysera sådana signaler lite mer ingående. Det behöver inte innebära att man ingriper mot måhända överdriven expansion – men tillsynsmyndigheterna skulle mycket väl aktivt kunna öka och sprida kunskaper om expansiva nya produkter.

Det finns dock flera myndigheter som t ex i USA ansvarar för tillsyn och regleringar. Det finns således samordningsproblem, vilket man bör åtgärda. Kan man också tänka sig att vid lanseringen av nya produkter tidigt öka *financial literacy* hos dem som är aktiva på marknaden, fattar beslut och bär ansvar för produkternas introduktion och placeringar? Kan man genom bättre produktkunskap eller ökad *financial literacy* förbättra marknads medvetenhet om eventuellt stigande risker?

Stefan Ingves

Att få regleringar att springa i samma tempo som marknadernas utveckling är ett evigt dilemma och en evig fråga. Samtidigt tangerar dina funderingar lite grann den långa debatt som har förts i ett antal år om det här med bubblor och hur man ska hantera dem. Ska man göra det före eller efter?

Under de närmaste åren kommer ett antal olika förslag på internationell nivå om vad man ska fokusera och koncentrera sig på. Mycket av det samlas i den organisation som heter Financial

Stability Forum. Det är en G7-sammanslutning som i alla standardsättande organisationer rapporterar i en eller annan form. De har ett rätt stort regelarbete framför sig. Två områden som kommer att finnas där är en fortsatt diskussion om Basel II och om tillämpningen av denna. I vilken mån har man klarat eller inte klarat av att införa Basel II? I den mån man har gjort det – i vilken mån har man då valt att utnyttja alla dess olika delar till fullo?

Den andra delen finns inte med i någon större utsträckning över huvud taget, för där koncentrerar man sig framför allt på marknadsrisk och kreditrisk. Det gäller likviditet och likviditetshandtering. Det kommer garanterat att diskuteras i ganska stor utsträckning. Där finns det ändå ett antal olika områden som många arbetar med i dagsläget.

Vad summan av detta blir när det gäller regleringar på global eller nationell nivå är det alldeles för tidigt att uttala sig om.

Martin Andersson

Jag måste tillägga något som står lite i kontrast till det du säger. Det har förekommit oerhört många varningar för det som händer nu i flera år. Det här är inget nytt fenomen. Det är snarare så att vi ser att allt det som många har varnat för faktiskt inträffar.

Detta har också med diskussionen om när myndigheter ska gripa in att göra.

Jag var tidigare inne på att man borde ha en stupstock långt ned i förhandlingen. Vid den punkten har ägarna förbrukat sin rätt och då tar samhället över. Men hur kan man varna på ett tidigt stadium? Det kommer säkert att komma upp olika alternativ för hur det kan göras. Det brittiska finansutskottet publicerade för ungefär en vecka sedan en rapport om finansiell stabilitet och transparens.

I rapporten föreslår de bl a ett sätt att

göra myndigheternas varningar lite starkare – att helt enkelt skriva ett brev till bankernas ledning och styrelse där det krävs skriftliga svar på hur de vill förhålla sig till de risker som lyfts fram. Detta i syfte att tvinga styrelserna att diskutera de här frågorna. Utskottet föreslår att styrelser och ledning måste skriva under ett brev till myndigheterna som talar om hur de väljer att förhålla sig till de större risker som myndigheterna lyft fram. Ett sätt att förhålla sig kan ju vara att säga att man inte tror att det är någon risk, utan att myndigheterna i sin bedömning har fel. Detta kan vara ett sätt att sätta lite mer press på bankerna utan att göra alltför stor inskränkning på grundläggande demokratiska rättigheter.

Anna Maria Kessler

Ni har diskuterat USA här och i viss mån Sverige. Det är för oss betydande marknader i det finansiella systemet. Men ni har inte nämnt ifall det möjligen finns någonting positivt från den andra delen av världen, som ju kommer starkt ekonomiskt och som förmodligen inte drabbas av produktionsnedgång i den första omgången. Kan man inte se något positivt från det hållet? Det här är ju bara negationer.

Stefan Ingves

Jo, då – det kan man. Inte minst i Asien hade man en lång rad bekymmer för tio år sedan. Det ledde sedan bl a till att man där har samlat på sig i förhållande till storleken på ekonomin mycket stora valutareserver. Jag har inte de exakta siffrorna i huvudet, men i den delen av världen har man också fortsättningsvis en förhållandevis god tillväxt.

Om vi funderar på de bekymmer man hade där för tio år sedan var ju förhållandena helt annorlunda i Kina och Indien. De båda länderna kommer såvitt man kan bedöma att ha god tillväxt under överskådligt tid. Om man ska lyfta

fram något jättepositivt kan jag därutöver säga att man har god tillväxt i hela Afrika, vilket man inte har haft under mycket lång tid. Det innebär att det sker en hel del på lite andra olika håll i världen oaktat den här diskussionen.

Det betyder också att alla inte dras in i detta. Det finns naturligtvis länder och delar av världen där man inte har dragits med i denna nedgång. Därför har man inte en massa fordringar i den här karusellen och inte heller nödvändigtvis någon särskilt stor egen skuldsättning. Det gäller inte minst om man har valt att bygga upp en stor valutareserv. Sedan kan man ha alla möjliga andra synpunkter på i vad mån det är bra eller mindre bra att ha en gigantisk valutareserv. Men det finns andra ställen där det går ganska bra.

Anna Maria Kessler

Jag tänkte på det globala samarbetet som du nämnde. Jag antar att de här länderna – Kina, Indien och Japan – finns med i det sammanhanget och diskussionen. De har väl ett intresse av att det inte går tokigt i den här delen av världen. Förr eller senare slår det sannolikt på dem i alla fall. Det är inte så lätt att isolera sig i världen.

Stefan Ingves

Det ligger alltid i allas intresse att det inte går snett någonstans. Men samtidigt är det klart att de riktigt stora ekonomierna som också har stora finansmarknader är de som under överskådlig tid kommer att dominera de samtal som har med detta att göra. Många andra länder som växer snabbt har ju inte alls den typ av finansiell sektor som jag har resonerat om här i dag. På det sättet är det så att de är med, men det är samtidigt lite tudelat.

Annika Creutzer

Jag är chefredaktör för *Privata Affärer*. Det här handlar mycket om konsumenten

ternas, alltså banksparas, förtroende för systemet. Ser ni något problem med att alltmer av sparandet flyttas från banker, där vi har investerarskydd och insättningsgaranti, till annat sparande, som inte har något skydd i Sverige, alltså försäkringssparande? Den delen är vad jag förstår inte med i de nya direktiven när man diskuterar hur insättningskyddet ska bli bättre.

Stefan Ingves

Försäkringssparandet har i sin tur ett regelverk som är mycket vittomfattande. Men där är frågeställningarna andra. På något sätt blir det två extremer. Det vi har pratat om här i dag, inte minst det som Martin pratade om, är: Hur får jag tillbaka mina pengar bums? När det gäller försäkringssparande är frågeställningen: Hur får jag tillbaka mycket mer pengar men om 30 år? Det kräver en annan typ av reglering och regelverk.

Men samtidigt finns det i båda fallen en del av detta som har att göra med Huberts reflexion. Med de finansiella marknader vi har och som utvecklas över tiden ställs det allt högre krav på finansiell kunskap hos samhällsmedborgarna. Det är en frågeställning i sig och någonting som är väl värt att fundera på. Med många marknader bygger det på att det också finns många som förstår vad det innebär att delta på olika marknader och som även något kan hantera sättet att tänka när det gäller avkastning och risk. Det brukar vara så att i de fall

där det är någonting som synes vara för bra för att vara sant visar det sig att det också vara så. Det är dessvärre en evig fråga och en evig upptäckt. Då vill man naturligtvis organisera de här sakerna i ett samhälle på ett sådant sätt att man i görligaste mån undviker just den typen av överraskningar.

Lars Olofsson

I min värld handlar det inte bara om krisen i banksystemet. Det är ett litet för snävt synsätt. Det vi ser är slutet på en konsumtionsbubbla, tycker jag. Greenspan pratade redan 1996 om detta. Min fråga är: Hur stort ansvar tycker ni att Greenspan har?

Stefan Ingves

Jag tycker att vi kan ställa den frågan till Greenspan. Han vet om svaret.

Det finns en gemensam uppfattning om vad som ligger bakom det här. Man bygger upp obalanser. Det handlar om tillgångspriser, bytesbalansunderskott osv – sådant som Rogoff m fl går igenom. En gemensam nämnare bakom vad vi har fått se i nästan samtliga fall är låga realräntor. Det är historiskt sett därför vi bygger obalanserna, kreditexpansionen och de stigande tillgångspriserna och att det sedan går åt helskotta. I så fall har Greenspan någon form av ansvar.

Pehr Wissén

Vi tackar Stefan Ingves, Martin Andersson och Kent Janér.