

Anders Björklund

Jag hälsar alla hjärtligt välkomna till kvällens möte med Nationalekonomiska Föreningen. Vi ska få höra en föredragning om temat *The Nordics in Crisis*, med flera författare. Vi ska först få en presentation från Sixten Korkman. Sixten är chef för Näringslivets forskningsinstitut i Finland (ETLA) men också för en mer debattinriktad institution som heter Näringslivets delegation (EVA). Sixten har haft många centrala poster i finansdepartement, riksbank, EU i Bryssel och han har under många år varit en aktiv ekonomiskpolitisk debattör. Vi är glada att ha honom här.

Vi är också glada att ha Hans Tson Söderström, som vi alla känner som mångårig SNS-chef och som har många konjunkturrapporter på meritlistan eller på samvetet, hur man nu ser på det. Numera är han verksam på Handels-högskolan i Stockholm.

Lika glada är vi att som kommentator ha riksgäldsdirektören Bo Lundgren.

Sixten Korkman

Herr ordförande! Tack för inbjudan! Det är alltid trevligt att vara i Stockholm. Det har jag tyckt ända sedan jag på 1970-talet vistades en period på Institutet för internationell ekonomi. Då gick jag på Assars forskarseminarier och lärde känna Hans Tson Söderström och ett antal andra svenska ekonomer. Av dem har jag lärt mycket under årens lopp och jag har kommit att ha ett särskilt intresse för det som är gemensamt för oss, inbe-

gripet det jag kallar den nordiska modellen, som ni kanske tycker bör kallas den svenska modellen.

I kväll handlar det inte så mycket om den nordiska modellen utan mer om den globala finanskrisen, i huvudsak betraktat ur ett nordiskt perspektiv. Skribenterna till den rapport som vi ska diskutera är Hans Tson Söderström, Thorvaldur Gylfason från Island, Bengt Holmström från MIT, jag och Vesa Vihriälä som tidigare arbetat på statsministerns kansli men som nu jobbar för kommissionen i Bryssel.¹

Den rapport som vi har producerat är tämligen innehållsrik och det är inte möjligt att här behandla annat än några aspekter på den – ta den som en utgångspunkt. Ett kapitel, väsentligen skrivet av Bengt, behandlar krisens orsaker och förlopp. Det går igenom den finansmarknadsutveckling som ledde till excesser. Det pekar på den oförsiktiga penningpolitik som bedrevs i de viktiga länderna. Det har fokus på de globala obalanserna och den enorma likviditetsökningen i de utvecklade länderna, framför allt i USA, som hade sitt ursprung i Kina och andra länder i Asien.

Ett annat kapitel, i huvudsak skrivet av Thorvaldur, sätter den makroekonomiska instabiliteten i ett historiskt perspektiv. Och så har vi ett kapitel där vi jämför utvecklingen i början av 1990-talet i Sverige och i Finland, liksom ett kapitel om det rysansvärda händelseförloppet på Island.

Jag lämnar därhän temat ”crisis management”, som vår kommentator Bo Lundgren naturligtvis i likhet med Vesa Vihriälä är väl insatt i, men som jag inte har förutsättningar att täcka på ett tillfredsställande sätt.

Låt oss först lite grovt se på förloppet i krisen. Vilken kurva man än betraktar för den globala ekonomin ser man en lång, stark uppgång följt av en oerhört

NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

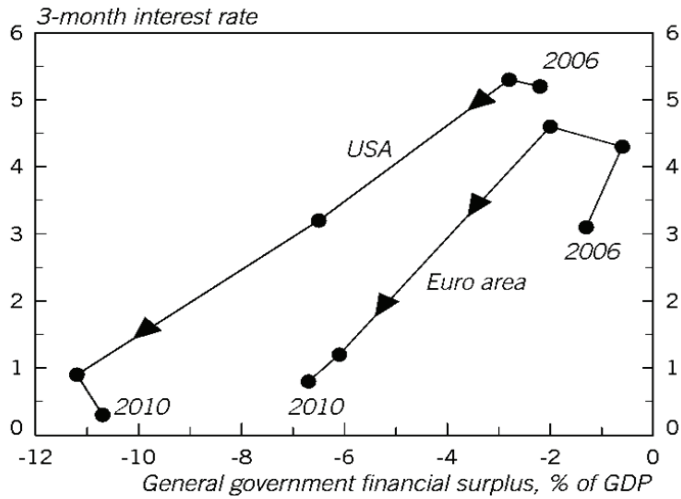
2010-05-05

Sammanfattade av
Birgi Filppa, Karin
Siredo och Elisabeth
Gustafsson

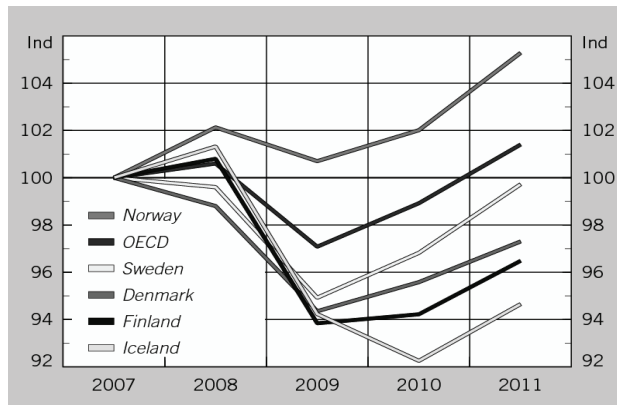
Ordförande:
Anders Björklund
Inledare: Sixten
Korkman, direktör
för Näringslivets
forskningsinstitut i
Finland (ETLA) och
Hans Tson Söder-
ström, professor
Kommentator:
Bo Lundgren, riks-
gäldsdirektör
Övriga deltagare:
Karolina Ekholm,
John Hassler,
Per Hornewall,
Olle Lindgren,
Mattias Styrman,
Pehr Wissén och
Mikael Zervos

¹ *Nordics in Global Crisis. Vulnerability and Resilience*. 2010, ETLA, www.etla.fi.

Figur 1
Penning- och finans-
politisk expansion
2006-10 i USA och
euroområdet



Figur 2
BNP i Norden
2007-11



snabb och abrupt nedgång, och därefter en påfallande snabb stabilisering. Detta händelseförlopp är både förbluffande och intresseväckande.

Det är anmärkningsvärt att vi inte fick en utveckling som på 1930-talet då krisen ledde till en mycket långvarig depression och i förlängningen en total katastrof för hela världsekonomin. Nu bröts krisen tämligen snabbt och vi har fått en återhämtning. Visserligen

är denna av olika styrka i olika delar av världen, mer uppenbar i Asien än här i Europa, där det fortfarande står och vacklar. Det är möjligt att ekonomin ännu vänder nedåt, men för ögonblicket finns det en viss grund för optimism.

Vi i ekonomkåren torde vara överens om att den ekonomiska politiken spelat en viktig, kanske avgörande roll för att bromsa och bryta den nedåtgående spiral som redan var så tydlig. I figur

1 saknas de krishanteringsåtgärder med vilka man stödde finansiella institutioner och hela det finansiella systemet, och som var väldigt viktiga för att återställa förtroendet för finansmarknadens funktionsförmåga. Här illustreras i stället nedgången i korträntorna i USA och i Europa, där de gick från 5 respektive 3,5 procent till ca noll. Här illustreras också den förändring i budgetsaldot som bara är en grov indikator på den expansiva finanspolitik som bedrevs i Europa, USA och många andra länder.

Som sagt var detta att i väldigt grova drag återge den kris vi diskuterar.

Jag kommer senare tillbaka till finanspolitiken med några observationer. Jag ska då också kommentera den kris som just nu råder i Grekland och Sydeuropa och hela euroområdet, en problematik som också den tas upp i rapporten. I och med att vi skrev rapporten någon gång i november-december var vi självfallet oförmögna att se exakt var vi skulle hamna, men vi dryftade dock den divergens inom euroområdet som nu blivit en så viktig fråga.

Hans Tson Söderström

Efter den här inledningen om den globala krisen vill jag betona att vår rapport huvudsakligen är inriktad på de nordiska ländernas utveckling under krisen. Vi begränsar oss i själva verket till Sverige och Finland med en särskild analys av Islands mycket speciella problem och en viss diskussion av Danmarks växelkurspolitik.

Som utgångspunkt kan vi ta BNP-utvecklingen i de nordiska länderna, inklusive en prognos för 2011 (figur 2) som gjordes då vi skrev rapporten och som kanske inte är fullt aktuell längre. Den röda kurvan, som är referenspunkten, är OECD-ländernas utveckling. Den blå kurvan avser Norge, som vi över huvud taget inte sysslar med i rapporten, eftersom landet är ett specialfall i många

avseenden. Sedan har vi Island, som jag strax ska återkomma till mycket kort.

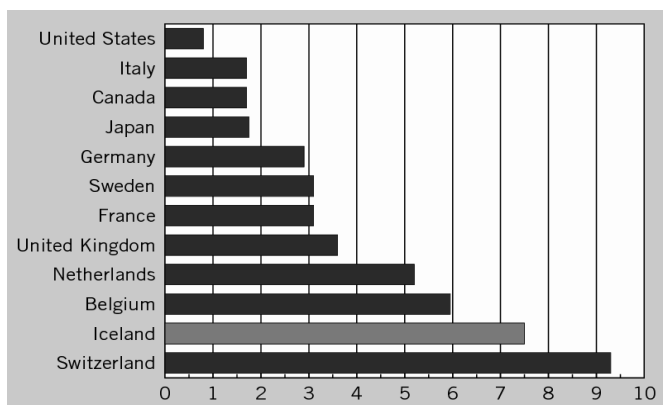
Som ni ser drabbades våra länder betydligt hårdare av nedgången än OECD-genomsnittet. En stor del av rapporten ägnas åt en diskussion om varför vi drabbades så pass hårt. Som jag kommer att peka på fanns det ganska många anledningar att tro att vi inte skulle drabbas av en så rejäl nedgång som vi gjorde.

Låt oss först titta på specialfallet Island. Vi har – som Sixten påpekade – ett spännande kapitel om Island och alla de oegentligheter som föregick den stora isländska krisen. De håller nu på att få sitt rättsliga efterspel. Men det finns samtidigt grundläggande ekonomiska frågor i detta och jag tycker att den kanske viktigaste är: Hur stort bankväsen kan ett land ha i förhållande till sin BNP (figur 3)? Schweiz har som ni ser ett större banksystem i förhållande till BNP än vad Island har, men de har hållit på att bygga upp det och skapa trovärdighet omkring det i ganska många decennier. Island rörde sig från 0 till över 7 gånger BNP i balansomslutning på något enstaka decennium, om ens det. I dagsläget är det isländska skattebetalare som får betala notan för det.

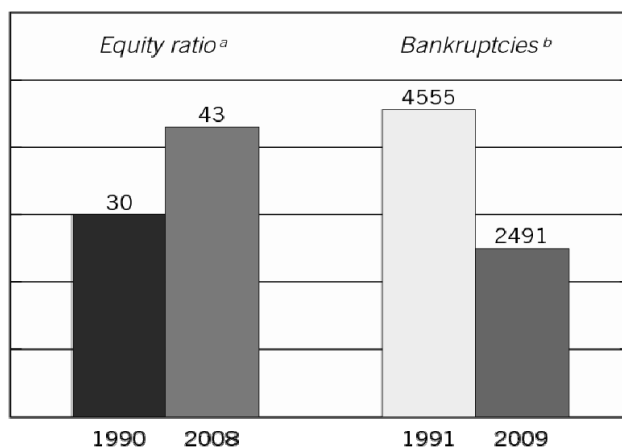
Vår slutsats när det gäller regleringsfrågan är att det kanske största misstaget var att man lät isländska banker operera som filialer i Europa, särskilt i Holland och England som är de viktiga fallen vad gäller den kollapsade internetbanken Icesave. Hade de varit dotterbolag hade de, som vi uppfattar det, varit underkastade de nationella regelverken i de länder där de opererade. Därmed hade ansvarsfrågan kommit att ligga helt och hållet på värdländerna. Genom att de nu i stället opererade som filialer förs ansvaret för förlusterna tillbaka på isländska skattebetalare.

Därmed lämnar vi Island i den här presentationen och tittar på de andra länderna och konstaterar att det fanns

Figur 3
Kvoten mellan bank-
tillgångar och BNP
vid slutet av 2007



Figur 4
Soliditet i de 500
största företagen och
antalet konkurser i
Finland 1990/91 och
2008/09

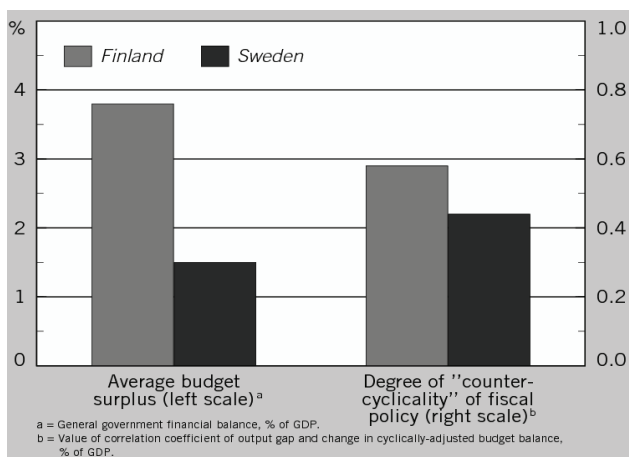


a Ratio of shareholders' equity to the total balance sheet, 500 largest companies in Finland.
b Number of bankruptcies during first three quarters of the year.

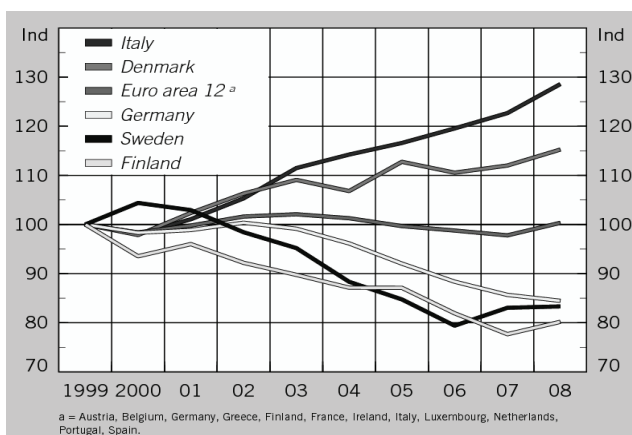
ganska många skäl att tro att Sverige och Finland inte skulle drabbas så hårt av den globala finanskrisen. Vi ska se på några av dessa.

För det första hade vi väldigt väl konsoliderade företag inför krisen (figur 4). Här hade vi plötsligt en fördel av att vi hade genomgått en finansiell kris redan på 1990-talet. Både banksektorn, med vissa notabla undantag, och företagssektorn hade lärt sig en del av den tidigare

krisen. Vi hade också börjat konstatera att våra skattesystem på ett olämpligt sätt hade gynnat externfinansiering i förhållande till egen kapitalfinansiering och försökt börja rätta till i våra skattesystem. Detta hade fått effekter; konsolideringsgraden var betydligt bättre inför den här krisen än inför den förra. I Finlands fall resulterade det i betydligt färre konkurser än i den tidigare krisen. Det gäller också för Sveriges del.



Figur 5
Finanspolitisk konsolidering i Finland och Sverige och grad av kontrycklig finanspolitik 1998–2008



Figur 6
Enhetsarbetskraftskostnader 1999–2008 i fem länder och euroområdet

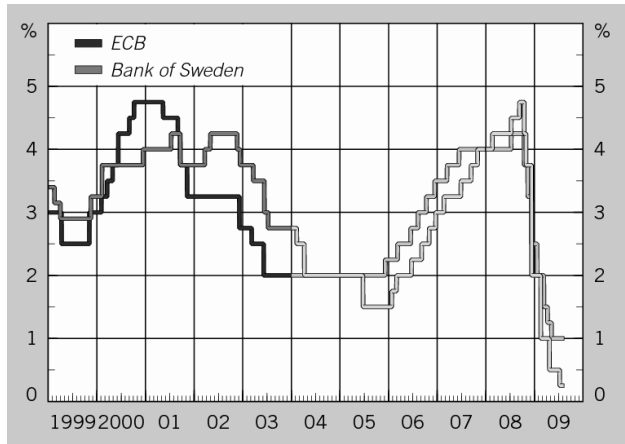
Ett annat skäl att tro att vi inte skulle drabbas så hårt av den globala krisen var att vi hade väl konsoliderade statsfinanser. Figur 5 visar graden av konsolidering under perioden 1998–2008, alltså tio år. Vi ser att Finland var *outstanding* när det gäller graden av finanspolitisk konsolidering, men även Sverige hörde till de få länder i världen som bedrev en kontinuerlig statsfinansiell konsolideringspolitik. Sixten kommer att åter-

komma till frågan om vilken grad av kontrycklighet i finanspolitiken som konsolideringsgraden medger.

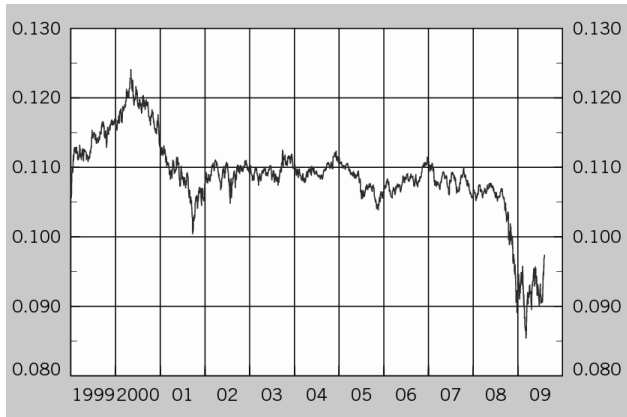
Utöver en väl konsoliderad företagssektor och väl konsoliderade statsfinanser hade vi också ett mycket bra kostnadsläge (figur 6). Det är här intressant att jämföra utvecklingen i Sverige och Finland mot bakgrund av att vi har haft olika växelkurssystem under de senaste tio åren.²

² Vi är alla i författargruppen överens om att det är olyckligt att de nordiska länderna har valt olika växelkurssystem. Vi drar dock lite olika slutsatser om vad som borde ha gjorts.

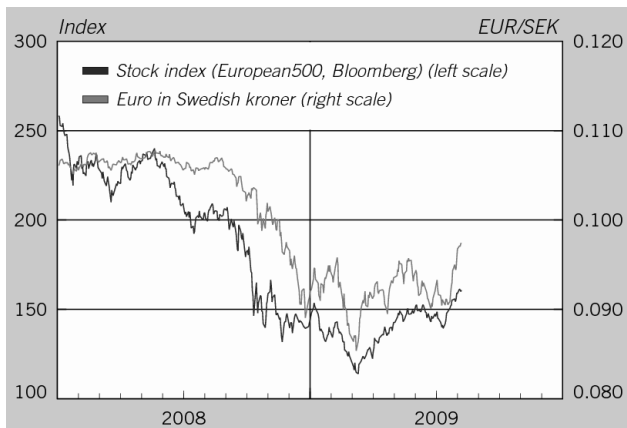
Figur 7
ECBs och Riks-
bankens styrräntor
1999–2009



Figur 8
Sveriges växelkurs i
antal euro per krona
1999–2009



Figur 9
Sveriges växelkurs
(euro/krona) och
aktieindex i Europa
2008–09



Ni ser att Finland som EMU-medlem lyckades förbättra sitt relativa kostnadsläge i förhållande till genomsnittet för euroländerna. Sverige gjorde det också, men det är naturligtvis en mindre prestation för ett land med flytande växelkurs. Det är ändå intressant att konstatera att, trots olika växelkurssystem, hade vi ungefär en lika gynnsam relativ kostnadsutveckling.

Här står vi alltså inför en internationell finanskris med väl konsoliderade företag och banker, väl konsoliderade statsfinanser och ett gott kostnadsläge. Då tycker man att vi borde ha klarat oss ganska väl genom krisen, men det gjorde vi alltså inte, som framgick av mitt första diagram. Vi har flera olika förklaringar till detta. Vi har ett stort utrikeshandelsberoende. När världshandeln stannar av slår det hårt mot små öppna ekonomier. Vi har också båda en inriktning på produktion av kapitalvaror som gör oss sårbara när acceleratorprincipen slår åt det negativa hållet. När investeringarna upphör i resten av världen får vi inte sälja några varor alls.

Nästa fråga gäller den relativa utvecklingen i Sverige och Finland. Vilket land har klarat sig bäst och varför? Våra länder bedrev en likartad penningpolitik, som framgår av figur 7. Vi ser på den lila kurvan ECBs räntepolitik som naturligtvis gällde även Finland som medlem i EMU. Den blå kurvan visar den svenska räntepolitiken. Jag tycker inte att vi har särskilt stor anledning att vara stolta över toppen på 4,75 procent: Vi höjde räntan just när den internationella finanskrisen slog ut i full blom. Det har gjort att vår räntebana har blivit något brantare än ECBs, för vi har också sänkt räntan mer än vad ECB gjort. Men i det stora hela har vi följts åt i ett lite längre perspektiv.

Länge ledde detta också till en hög grad av stabilitet för den svenska kronan gentemot euron (figur 8). Efter en

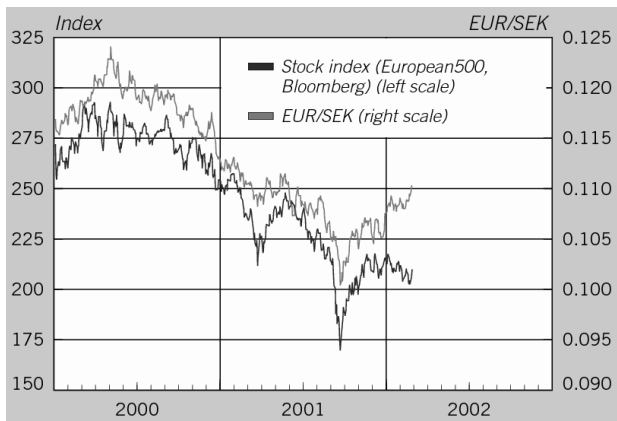
viss initial variabilitet, som delvis hade samband med IT-boomen omkring 2000 och kollapsen efter denna, låg den svenska kronan stabil mot euron trots en rent flytande växelkurs utan centralbanksinterventioner. Men när den internationella krisen slog till, och den drabbade ju Sverige och Finland väldigt likartat, inträffade en stark försvagning av den svenska kronan, som nu i någon mån har återhämtats men långt ifrån fullständigt.

Varför drabbades den svenska kronan av denna försvagning? En hypotes vi för fram är att den har samband med börsutvecklingen (figur 9) Den röda kurvan visar den internationella börsutvecklingen, delvis som en avspiegling av finanskrisen. Den blå kurvan visar växelkursen och den samtidiga försvagningen av kronan. Det kan vara ett rent sammanträffande att de två kurvorna följer varandra så nära. Det som gör att vi kanske tror att det är något mer än bara ett sammanträffande är att precis samma mönster visade sig i samband med IT-kraschen 2000-01. När IT-bubblan brast uppstod en försvagning av kronan på precis samma sätt som nu (figur 10).

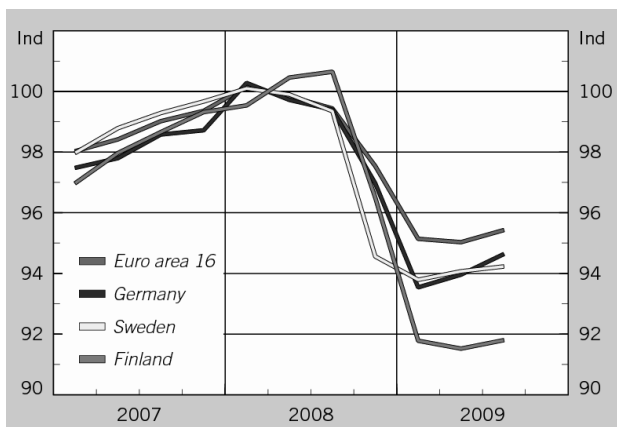
Nästa fråga är förstas vad försvagningen av kronan fick för effekter. Det är naturligt att tro att den skulle ha hjälpt oss kraftigt i förhållande till Finland och övriga euroländer; att vi skulle ha tagit marknadsandelar på deras bekostnad (figur 11). Men när vi ser på BNP-utvecklingen kan vi konstatera att Finland visserligen fallit något mer, men Sverige föll också kraftigt: helt i nivå med Tyskland och mer än euroområdet som genomsnitt. Det ser inte ut som om försvagningen av växelkursen hjälpt oss genom krisen.

Detta blir ännu mer markerat när vi ser på industriproduktionen, som ju bör reagera kraftigare på en växelkursförändring än BNP (figur 12). Sveriges industriproduktion föll visserligen

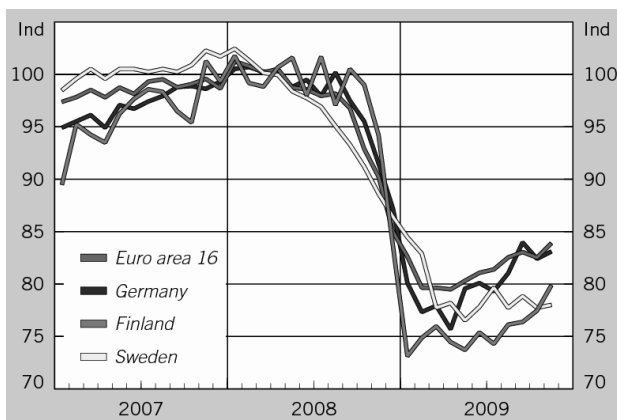
Figur 10
Sveriges växelkurs
(euro/krona) och
aktieindex i Europa
2000-02



Figur 11
BNP i Finland,
Sverige, Tyskland
och euroområdet
2007-09



Figur 12
Industriproduktion
i Finland, Sverige,
Tyskland och euro-
området 2007-09



långsammare men ändå till samma nivå som Finlands. Sedan har vi legat på den nivån, under Tyskland och eurogenomsnittet, vad gäller industriproduktion.

Vi konstaterar alltså att den globala finanskrisen har slagit hårt mot våra nordiska ekonomier, trots ett gott utgångsläge. Det som är särskilt slående, tycker vi, och värt att diskutera här i kväll är varför vi inte ser några mer markanta spår av den kraftiga växelkursförsvagningen på Sveriges utveckling i förhållande till Finlands. Det som har varit argumentet för att vi ska behålla en flytande växelkurs är just att om vi drabbas av chocker ska växelkursen fungera som en stötdämpare. Jämför vi nu Sverige med eurolandet Finland ser vi att det egentligen inte alls har fungerat på det viset. Vi har haft en ganska parallell utveckling i våra länder.

Sixten Korkman

För att knyta an till det Hans avslutade med är det klart att nedgången i produktionen i Finland har varit större än i Sverige, men om man tittar på tidsförloppet så skedde nedgången omedelbart vid krisens utbrott. Därför kan den knappast förklaras med den försämring i den finska konkurrenskraften relativt Sverige som den fallande kronkursen hade medfört, då det tar tid innan konkurrenskraftens effekter syns i exportsiffrorna. I stort sett har utvecklingen varit likartad i våra länder. Vi kanske kommer att se framöver att den svenska industrin skjuter fart på ett helt annorlunda sätt än vad fallet är i Finland. Men vare sig det gäller de första tio åren av eurons existens eller den färskare utvecklingen förbluffas vi tills vidare av att skillnaden verkar vara så liten mellan Finland och Sverige; vi är väldigt lika trots olika växelkursregimer.

Kontentan är kanske att alla överdrev i EMU-debatten på 1990-talet, de som målade upp hotbilder och de som

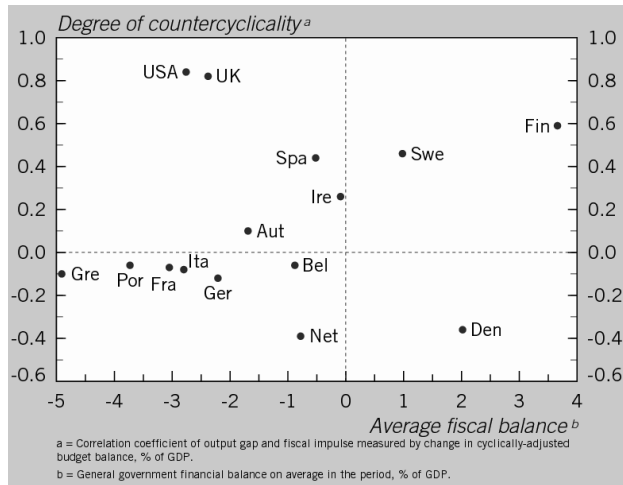
lovade guld och gröna skogar. Kanske växelkursen till sist inte har så stor betydelse som man ofta låtit påskina.

Låt mig nu göra några observationer om finanspolitiken. I figur 13 för perioden 1998–2008, alltså decenniet före krisen, ser vi på den horisontella axeln det genomsnittliga överskottet i den offentliga sektorn och på den vertikala axeln i vilken mån finanspolitiken grovt beräknat var kontracyklisk, detta i ljuset av korrelationskoefficienten mellan ”output gap” och den diskretionära komponenten av finanspolitiken.

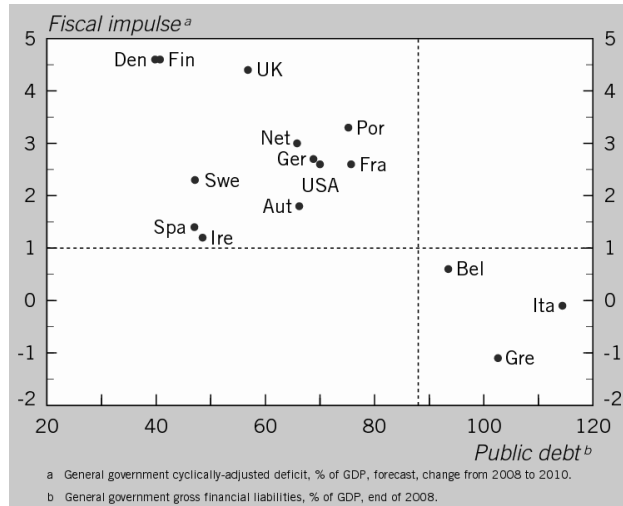
Man finner att flertalet euroländer har bedrivit en politik som är dum eller dålig i bemärkelsen av att ha varit procyklisk och samtidigt i genomsnitt uppvisat stora underskott. I USA, England och Irland har man bedrivit en kontracyklisk politik, men där har man också ständigt haft underskott. Danmark verkar vara ett fall för sig. Sverige och Finland är de enda länder i EU15 som under denna period bedrivit en konsekvent finanspolitisk konsolidering, vilket var förnuftigt under denna period av snabb tillväxt, i kombination med rimligt kontracyklisk finanspolitik. Från och med 2009 har politiken varit likartad och expansiv i nästan alla länder.

Man kan inte bevara finanspolitisk rörelsefrihet om man inte värnar om sunda offentliga finanser. Detta är en gammal sanning som bekräftas av den utveckling vi nyligen sett. I figur 14 ser vi den offentliga skulden på den lodräta axeln och den finanspolitiska impulsen från 2008 till 2010 på den vågräta axeln. Länder som hade en relativt låg skuldnivå i utgångsläget har bedrivit en kraftigt expansiv finanspolitik, inbegripet Danmark och Finland, i viss mån England och en del andra länder. Länder som redan i utgångsläget hade en offentlig skuld på ca 100 procent av BNP eller mer har inte bedrivit någon stimulanspolitik utan de har tvärtom stramat åt.

Figur 13
Finanspolitikens kon-
tracyklicitet och kon-
solidering i 15 länder
1999–2008



Figur 14
Finanspolitiska sti-
mulanser och offent-
lig skuld i 15 länder
2008–10



Om man uppdaterar dessa siffror visar det sig att också Portugal redan nu har stramat åt, Spanien håller på att strama åt och Irland har stramat åt betydligt efter det att dessa siffror publicerades. Jag tror att bilden talar sitt tydliga språk: de länder som har rimliga offentliga finanser har också finanspolitisk rörelsefrihet, de övriga inte.

Jag gör här en liten utvikning om

Sverige och Finland. På 1990-talet var krisen i Finland klart djupare än i Sverige. Produktionsfallet var mycket större och arbetslösheten mycket högre 1993, för att inte tala om därpå följande år. Men ändå var finanspolitiken mer expansiv i Sverige både om man ser endast på den diskretionära komponenten eller om man tittar på förändringen i hela budgetsaldot från 1990 till 1993. Vi

hade i Finland en djupare kris i början av 1990-talet, ni bedrev en mer expansiv finanspolitik. Det är en gammal tradition att man använder starka finanspolitiska doser i Sverige för att stabilisera ekonomin.

Om vi ser på vad som hände 2008 hade vi en ungefär lika djup kris i båda länderna, arbetslöshetsituationen är väldigt likartad. Men finanspolitiken är betydligt mer expansiv i Finland under dessa år oavsett om vi ser på den diskretionära komponenten eller på det totala budgetsaldot. Detta får mig att göra reflexionen att den svenska finanspolitiken nu och under de två senaste åren är påfallande försiktig och föga expansiv i historisk belysning. Bra eller inte, men Sverige har en självständig penningpolitik och föredrar att driva en expansiv penningpolitik framför att använda en mer expansiv finanspolitik.

Jag noterar samtidigt att det är anmärkningsvärt i ett land som har det kanske största bytesbalansöverskottet av länderna i hela EU, som inte har något hållbarhetsunderskott i de offentliga finanserna, som har ett förmånligt kostnadsläge osv. Jag ska inte göra någon normativ bedömning av den svenska finanspolitiken, även om vi som grannland kunde dra nytta av en mer expansiv finanspolitik här.

För att kort sammanfatta något som behandlas mycket mer ingående i rapporten, tror vi att den expansiva finanspolitik som har bedrivits i våra länder, i vissa mer än i andra, har varit till hjälp i denna kris. Det beror delvis på att penningpolitiken har haft en begränsad rörelsefrihet – med räntan nere på nollnivån. Sverige har visat att centralbanken kan sätta räntan under noll, men av olika anledningar är det i alla fall så att penningpolitiken vanligen inte driver räntan ned till en nivå under noll. Vi tror väl inte att finanspolitiken är så väldigt effektiv – vi gör oss inga illusio-

ner – och de flesta undersökningar tyder på att multiplikatoreffekterna är tämligen begränsade. Men med expansiv finanspolitik kan man i viss mån stödja ekonomin och åtminstone lindra specifika, speciellt allvarliga problem, det må sedan gälla ungdomsarbetslösheten eller långtidsarbetslösheten. Genom att tillåta underskott kan man också respektera det sociala kontraktet och undvika abrupta nedskärningar i offentliga utgifter, vilket upprätthåller förtroendet bättre hos befolkningen.

Av flera anledningar är det dock viktigt att efter krisen återigen ta tag i de offentliga finanserna och återställa deras hållbarhet. Här fokuserar vi på tre aspekter. Den första är den utomordentligt viktiga arbetslinjen. Man ska ge tillräckliga incitament för medborgarna att delta i arbetslivet och jobba tillräckligt länge (innan de går i pension), man ska ”make work pay” och försöka korta av arbetslöshetsperioderna, driva arbetslinjen och inte bidragslinjen.

Det andra vi talar om är vikten av att öka effektiviteten i produktionen av kommunala tjänster, framför allt genom att använda informationsteknologi och marknadsmekanismen mer än vad som i dag är fallet i våra länder.

Det tredje vi påtalar är att man inte ska höja skatterna men däremot nog förändra skattestrukturen i en för ekonomisk verksamhet gynnsam riktning. Jag är starkt för att man i Finland ska sänka bolagsskatten, helst till en nivå som är kännbart under den svenska nivån. Samtidigt ska man inte höja skatterna för löntagarna men däremot nog på konsumtion, även om skillnaden här inte är så väldigt stor. Det handlar också om att öka skatten på fastigheter, men där står vi förstas alla inför de politiska problem som ni känner väl till här i Sverige.

I Finland är dessa utmaningar av en annan storleksordning än här i Sverige

då vi har en förändring i försörjningskvoten som är mycket drastisk historiskt och internationellt sett, medan den svenska utvecklingen är mer moderat.

Jag ska bara med en kort kommentar beröra det faktum att vi har vurmat för den nordiska modellen. Vi skrev en rapport för två år sedan där vi pekade på de fördelar den är förknippad med. Vi pekade på våra arbetsmarknadsinstitutioner, trygghetssystem och investeringarna i humankapitalet. Vi menade att vår nordiska socioekonomiska modell bidrar till acceptans av ny teknologi och globalisering. Vi menar att vår nordiska modell är till hjälp också i denna kris. Det är bättre att ha förhandlingar på arbetsmarknaden än långtgående lagstiftning, det ger större flexibilitet. Det är bra att ha kollektiva trygghetssystem, de är robustare än de individknutna system som man ofta har i de anglosaxiska länderna. Investering i humankapital gör det lättare att anpassa sig till strukturella förändringar.

Den nordiska modellen är sårbar eftersom vi är så öppna ekonomier och eftersom vi satsar på en strategi där man utnyttjar globaliseringen för att höja produktiviteten och inkomstnivån. Men vi har också "resilience", förmåga att hantera svårigheter.

Till sist vill jag anknyta till den aktuella problematiken om finanspolitiken och euron. Vi noterar att man i princip kunde vänta sig att det ställs större krav på euroländernas hantering av de offentliga finanserna. Regeringarna i dessa länder har inte tillgång till en egen sedelpress, de kan inte finansiera sina statsskulder genom att trycka sedlar, vilket i princip ett land med självständig penningpolitik alltid kan göra. Detta är grovt sett vad man gör i dagsläget i England; en viktig komponent i statsfinansieringen är att Bank of England köper väldiga mängder av engelska statspapper.

En sådan möjlighet har vi inte i Finland, Grekland, Portugal eller Spanien och det ska i princip ställa större krav på finanspolitikens disciplin eller avspeglas i riskpremier för upplåningen. Under en lång följd av år, ända till 2008, fanns det dock inga räntedifferenser mellan euroländerna. Det fanns inga riskpremier, det var ingen som tänkte sig att något euroland skulle kunna hamna i en situation där betalningsinställningar skulle vara en realistisk möjlighet. Men sedan, i samband med krisen, när riskaversionen ökade och riskdifferentiering började tillämpas, uppstod räntedifferenser också mellan statspapper. När vi skrev vår rapport hade det visserligen lugnat sig igen och vi var någonstans på 1- eller 2-procent i räntedifferensen mellan Grekland och Tyskland. Sedan dess har räntedifferensen åter ökat kännbart.

Bakom detta ligger någonting vi pekar på – en kumulativ divergens inom euroområdet har pågått under en lång följd av år. Produktiviteten har ökat snabbt i Tyskland, i Österrike och i Finland. Men den har egentligen inte ökat alls enligt tillgängliga siffror i Italien, Grekland och vissa andra länder i söder. Konsumentprisutvecklingen har varit kumulativt sett 10 procent snabbare i Sydeuropa än i Mellan- och Nordeuropa. Hans pekade redan på arbetskraftskostnaderna och att de har stigit med kumulativt 20 procent mer i Italien än i Finland. Budgetunderskotten i södern har ständigt varit stora, skuldkvoten har blivit hög och bytesbalansunderskotten är snarast enorma. Skillnaden är i stort sett mellan syd och nord och inte mellan kärnan och periferin som man tidigare tänkte sig.

Räntedifferenserna speglar framför allt rädslan för betalningsproblem relaterade till den offentliga skulden. I rapporten visar vi att det finns en stark korrelation mellan räntedifferenserna

och en indikator för de offentliga finanserna.

Finanspolitiken blir, som jag tidigare påpekade, klavbunden om man inte hanterar sina offentliga finanser på ett rimligt sätt. Tvärtom blir man tvungen till åtstramningar, såsom nu är fallet inte bara i Grekland utan också i Portugal, Irland och Spanien. Detta är ett problem både för finanspolitiken och, naturligtvis, för penningpolitiken. Vi kommer antagligen att få spänningar inom euroområdet gällande den penningpolitik som ECB ska bedriva.

Den feedbackmekanism som vi nu får från finansmarknaden i form av räntedifferenser är problematisk och så upplevs den minsann också. Men den är också viktig och i princip kan den vara nyttig. Den är problematisk därför att den nu kommer så sent och slår hårt med påföljd att det uppstår en akut kris som är svår att hantera. Men räntedifferenserna är i princip nyttiga eftersom de ger incitament åt länder att bedriva en mer förnuftig ekonomisk politik. Om dessa signaler hade kommit tidigare hade kanske de berörda regeringarna haft bättre möjligheter att få acceptans för en bättre ekonomisk politik med mindre underskott, då kostnaderna för den slappa finanspolitiken hade varit så mycket tydligare i form av större räntedifferenser relativt bl a Tyskland.

Denna mekanism kunde alltså på sikt vara välgörande och bidra till den disciplin och koordinering inom euroområdet som vi inte fått till stånd genom den sk stabilitets- och tillväxtpakten. Denna skulle må bra av att få stöd av finansmarknadsreaktioner. Men för att så ska ske på lång sikt måste vi först klara av den akuta kris som just nu är mycket svårbedömd.

Det är viktigt att man inte går in för en "bail out". Det ska inte vara så att EU, Tyskland, Finland och de övriga länderna tillsammans tar över alla risker

för krediterna, från dem som har lånat pengar åt grekerna. Tvärtom ska det svida i skinnet, placerarna ska riskera att förlora en del pengar, vilket ger dem incitament att vara mer försiktiga i framtiden. Räntedifferenser uppstår då snabbara och kan ha ändamålsenliga effekter på den ekonomiska politiken.

Här kan vi ha embryot till en nyttig mekanism som kan stödja förutsättningarna för euroområdet att fungera med rimlig disciplin. Men vägen dit är besvärlig och kan, som vi påpekar, innebära "experiences of serious financial distress by some of the heavily indebted countries".

Marknaden tror att den grekiska skulden kommer att bli föremål för omstrukturering. Det tror många av oss också. Men hela den politik som nu bedrivs under ledning av kommissionen, ECB och IMF går ut på att försöka övertyga marknaden om att "no bondholders will lose any money". Men det litar marknaden inte på och därför förblir räntorna på en så hög nivå att förutsättningarna för Grekland att hantera sin skuld är dåliga. Förhoppningen är väl att vi ska få tilläggstid genom det finansieringspaket man nu har kommit överens om och att man om ett år eller så kanske lättare kan finna en lösning, som då eventuellt inkluderar en omstrukturering av den grekiska statsskulden.

Man kan kritisera den politik som har bedrivits visavi Grekland för att vara otydlig och "too little too late". Det råder ingen tvekan om att eurogruppen och kommissionen har famlat och varit tveksamma, vilket alltid är farligt i en krissituation. Men man måste också se att här finns ett seriöst problem i och med att det finansiella stödet till Grekland riskerar att leda till en accentuerad "moral-hazard". Det är mycket viktigt att de som lånar ut pengar tar en del av ansvaret och har incitament att vara försiktiga i sin kreditgivning.

Anders Björklund

Vi tackar för detta. Jag lämnar nu ordet till Bo Lundgren, som knappast behöver någon närmare presentation. Jag noterar att Bo alltid är en frekvent deltagare i våra debatter och i kväll är han alltså även kommentator.

Bo Lundgren

Tack så mycket för inbjudan! Den skrift ni har åstadkommit tycker jag ger en mycket bra genomgång av den kris som har präglat de senaste åren. Den är väl värd att ta del av. Jag har ingen provision, men säger gärna detta ändå. Det är bra att mitt inlägg kallas kommentar och att det inte är fråga om någon opposition, eftersom jag är överens om det mesta som sägs i boken. Men det finns ändå anledning till några kommentarer.

När det gäller den aktuella situationen med Grekland vill jag – bortsett från att jag är överens med Sixten Korkman – kommentera problemen när det gäller uppbyggnaden av eurosamarbetet. En stabilitetspakt som fokuserar på att man inte får underskrida 3 procents budgetunderskott, som talar om hur hög skulden maximalt får vara och som inte sätter något tydligt mål för vad man rimligen borde ha under tiden skapar i viss mån fel bild. Det finns förhoppningsvis all anledning att se över stabilitetspakten när man så småningom kan tänka mer långsiktigt och inte bara hantera den akuta situation vi har. Även om det har funnits övervakning har den ändå inte resulterat i att marknaden har reagerat. På något vis måste man försöka hitta något förhållande där man genom en övervakning av vad som sker skapar underlag för de finansiella marknaderna att ge de signaler som Sixten efterlyste.

Dagens akuta krishantering är besvärlig. Vi fick höra i dag om dödsfall i samband med demonstrationer i Aten. Den politiska oppositionen, som har stått mig nära politiskt, har uppenbar-

ligen bestämt sig för att göra politiska vinster. Man ser inte till nationens intresse, som behöver någon form av politisk konsensus för att hantera situationen. Det lyckades vi uppnå, i alla fall inledningsvis, under 1990-talskrisen i Sverige. Det fungerade bra ända fram tills dess att vi inte lyckades försvara den fasta växelkursen. Sedan blev det sämre, även om vi hade ungefärligen samma inriktning under de år som kom.

Det är bekymmersamt om man inte från den politiska sidan i Grekland kan leverera enligt de åtaganden som finns. Det är möjligt att genomföra kraftfulla besparingar och skattehöjningar. Det är t o m så att man, eftersom man har så många undantag från beskattning, alldeles bortsett från den svarta sektorn, har utrymme i Grekland för att vidta åtgärder som skulle kunna ge rejäla förbättringar över tiden i de offentliga finanserna. Det är min förhoppning att man samlar sig till detta.

Jag har också en kommentar till Hans Tson Söderström när det gäller kronan. Den bild som vi har på Riksgälden kring kronutvecklingen är naturligtvis den traditionella – att riskaversion leder till att kronan har svårigheter. Flöden kan också påverka kronkursen på ett negativt sätt. Men snarare än att det skulle ha ett direkt samband med aktiemarknaden ser vi att det handlar om den överdrivna bilden av svensk ekonomis och svenskt bankväsendes koppling till Baltikum. Vi tycker att det var ganska tydligt att när det kom positiva signaler från Baltikum fick vi stöd för kronan igen.

Det fanns flera rapporter som var överdrivet negativa. IMF gjorde för ett drygt år sedan bedömningen att det skulle kunna bli en statsfinansiell kostnad på mellan 5 och 7 procentenheter för att rädda svenska banker med exponering i Baltikum. Det var en helt sanslös beräkning. Vi publicerade en rapport från Riksgälden som visade att i *worst-worst*

case-scenariot skulle vi möjligen kunna landa på 2 procent av BNP för att hantlera problemen i någon av eller möjligtvis båda de banker som hade stor exponering mot Baltikum. Det fanns också en rapport från Fitch som var överdriven. Jag tror alltså snarare att det handlar om detta som förklaring till kraften i kronförsvagningen.

Jag har också tänkt kommentera något som ni inte har tagit upp, nämligen krishantering som sådan i den situation vi befinner oss. Det är viktigt att vi för en sådan diskussion eftersom jag är övertygad om att dagens kris inte är den sista. Jag tror att det också, trots alla långsiktigt positiva effekter, ligger inbyggt i marknadsekonomin någon form av risk för kollektiv eufori kring det man tror är en ny ekonomi, som i slutet av 1990-talet. Jag, som var politiskt aktiv då, hörde nya guruer som berättade att tyngdlagen, om man översätter den till den finansiella sektorn, inte längre gällde. Det var helt nya samband som gällde, sa man. Men så var det ju inte, som vi alla vet.

Denna gång var det något traditionellt och rätt vanligt, nämligen fastigheter i kombination med finansiell innovationskraft som var grund till krisen. Något som utvecklas i de olika kapitel som handlar om krishantering och som är väl värda att läsa.

Vi kommer att få fler kriser i framtiden. Den stora skillnaden som ger hopp för framtiden är att till skillnad från 1930-talskrisen har världens regeringar och centralbanker lärt sig hantera kriser bättre, om inte fulländat. Det finns fortfarande en del att förbättra för att nå perfektion när det uppstår nya kriser.

Under 1990-talskrisen studerade vi vad som hade hänt i andra länder. Vi tittade rätt mycket på den amerikanska krisen under 1930-talet. Vi tittade på "savings and loans-krisen" i USA och försökte lära både av det som var posi-

tivt och också det som i sig var misslyckanden. Jag drog slutsatsen att det finns tre komponenter som varje någorlunda lyckosam krishantering måste ta om hand och som staten i bred mening måste adressera så snabbt som möjligt.

Det första är att se till att man har tillräcklig likviditet. Om man ser på den kris vi är på väg ut ur i dag, i alla fall vad avser den finansiella sektorn, har den hanterats väl av centralbanker runt om i världen. Det är bara att se på den svenska Riksbankens expansion av balansräkningen från 200 till 700 miljarder kr – en dramatisk ökning. Det gäller också till en del Riksgäldens beslut att emittera extra statsskuldväxlar för att hantera den statsskuldsväxelkollaps som hotade efter Lehman.

Det andra som måste hanteras är den förtroendekollaps som man alltid riskerar vid en finansiell kris av systemkaraktär. Jag talar då inte om problem i enskilda institut, utan om systemkris i ett land eller en region eller globalt. En förtroendekollaps inom finanssektorn sprider sig till den reala ekonomin. Det var det vi upplevde efter Lehman. Det fanns en implicit garanti som blev tydlig genom bl a Freddie Mac och Fannie Mae. Man kände att det här kommer att hanteras. Men när det plötsligt visade sig att den amerikanska administrationen inte levererade enligt de förväntningarna kollapsade förtroendet. Vi fick både se en kraftig ränteuppgång och en *spill over* till den reala ekonomin. Se bara på Scantias dramatiska nedgång när det gäller orderingången på lastbilar! Investeringen i en ny lastbil kunde man avvakta med. Alla ville avvakta. Man drog sig tillbaka. Det gav en starkt negativ effekt på världens ekonomi. USA gjorde ett stort misstag, som jag ser det.

Det här är en debatt som måste föras: Kan man acceptera att fordringsägare i en finansiell institution som i en

systemkris är systemviktig tvingas ta en förlust, frivilligt eller ofrivilligt? Min personliga uppfattning är att man knappast kan göra det om inte alla i förväg är medvetna om och har accepterat det. Annars finns det ingen annan utväg än att man faktiskt garanterar fordringsägarna – inte ägarna, men fordringsägarna. Det gjorde man inte för Lehman och det gav mycket negativa effekter för världsekonomin.

Det tredje som måste hanteras för att vidmakthålla en god kreditförsörjning är att återställa den kapitalbas för utlåning som har gått förlorad till följd av kreditförluster och nedskrivningar. Om inte den privata sektorn gör det måste staten göra det. Man bör då också ta det ansvar som följer med ett delägarande. Man ska inte säga som i USA att man avstår från "voting rights". Det skapar större *moral hazard*-problem skulle jag vilja säga, än om fordringsägare i banker får täckning för sina fordringar i en systemkris.

Vad det handlar om, vilket många regeringar missförstår, är inte att göra någon "bail out" av en enskild bank. Det handlar om "bail out banking". Det enskilda institutet, som Lehman, kan avvecklas men balansräkningen måste hanteras så att fordringsägarna klarar sig.

När man sedan diskuterar hur en ny kris ska kunna förebyggas sägs det ofta att vi måste se till att det inte finns några institut som är "too big to fail". Det är fruktlöst, skulle jag vilja säga, eftersom det beror på omständigheterna. Carnegie var "too big to fail". Det var strax efter Lehman. Vår bedömning var att det handlade om ett institut som just då var systemviktigt – inte en månad tidigare och inte några månader senare. Men just då var denna lilla bank systemviktig. "Too big to fail" går inte att definiera i förväg och därför är det en rätt fruktlös debatt.

Ni talar mycket om risken med så kallad *shadow banking*. Om jag förstår det rätt handlar det om att regleringar av finansiella företag kan leda till aktiviteter utanför bankers balansräkningar. Jag tror att det är rätt viktigt att man tänker till innan man beslutar om regleringar.

När det gäller regleringar generellt tror jag att det är viktigt att man också försöker beräkna de samhällsekonomiska kostnaderna. Just nu diskuteras inte bara skatter och avgifter för den finansiella sektorn utan också reglering av det ena eller andra slaget, ofta lagrade på varandra. Om jag ska vara drastisk skulle jag kunna säga att om man reglerar alltför mycket, vilket jag hoppas att man inte gör, så att vi inte får en alltför fungerande kreditförsörjning med en kostnad genom lägre tillväxt under ett antal år, skulle den kostnaden under ett antal år t o m kunna vara högre än för en finansiell kris. I varje fall finns det anledning för beslutsfattare att fundera på detta när man nu ser framåt.

Allra sist: Det finns en diskussion i Sverige som handlar om hur man organiserar krishantering. Det finns förslag om att bli inspektionens uppgifter kanske skulle läggas på Riksbanken. Jag har funderat över det. Vi hade ju en tydlig diskussion under 1990-talet om hur vi skulle organisera oss med Riksbanken som svarar för likviditetsstöd till solventa banker, hur icke-solventa banker blir solventa genom garantin och då kunde få stöd från Riksbanken. Regeringen och de myndigheter som regeringen kan delegera till är de som hanterar själva stödåtgärderna. Det tror jag också är viktigt; man ska ha en sådan tydlig markering.

Varför ska man då inte lägga in tillsynen hos Riksbanken? Klarade Finansinspektionen verkligen att se det baltiska problemet i tillräckligt hög grad? Vore det inte bättre att den som har ett delansvar för den finansiella stabiliteten,

nämigen Riksbanken, skulle ha det fulla ansvaret? Jag ser problem med det. Riksbankens huvuduppgift är ju penningpolitiken och det stabila penningvärdet. Därför har man också fått en självständig ställning. Om Riksbanken exempelvis skulle ägna sig åt att besluta bolånetak i framtiden, som ju faktiskt är någonting som borde kontrolleras av den folkvalda Riksdagen, och Riksbanken samtidigt ska vara självständig tror jag att två saker skulle kunna inträffa: endera blir den kontrollen av sådant som faktiskt bör kontrolleras demokratiskt alltför svag eller också urholkas självständigheten för Riksbanken. Jag tycker att det är någonting man bör väga in när man för detta resonemang.

Vi har en ganska bra uppdelning: Regeringen har sitt ansvar. Det är de frågor som rör icke-solventa banker. När det gäller frågor om likviditetsstöd till solventa banker är det Riksbanken som har ansvar. Tillsynen ligger klart och tydligt hos Finansinspektionen. Det är en bra fördelning.

Anders Björklund

Tack! Då finns det rum för kommentarer.

Hans Tson Söderström

Några av de frågor som Bo har varit inne på har vi också har tagit upp i rapporten. Dock utan att komma med lösningar på alla punkter. Vi konstaterar att det behövs ett stabilt regelverk för finansiell krishantering. Det är inte bra att behöva improvisera varje gång vi har kris. Vi måste sätta upp ett varaktigt system för krishanteringssystem i stället.

En fråga som vi tar upp i samband med detta är fördelningen av ansvar mellan Riksbank och finansinspektion. Vi diskuterar de kapitalkrav på bank-systemen som har gällt och som har haft viss procyklisk effekt. Det har bl a diskuterats internationellt att man skulle

ha en kontracyklisk variation av kapitalkraven på bankerna. Frågan är då: Var ska ansvaret för detta ligga? Då börjar nämligen gränsen mellan tillsyn och penningpolitik att bli flytande. Vi nöjer oss med att konstatera att man inte kan lämna frågan på det stadiet. Man måste fundera på vem som har ansvaret för utvecklingen när det gäller både kapitalkrav och likviditetsprövning.

Vi talar vidare om de två stegen i krishantering precis på det sätt som Bo gör. När man drabbas av en finansiell kris ska man se till att det finns likviditet i marknaden. Det är ju normalt centralbankens ansvar och kanske i viss bemärkelse den lättare delen av de två. Det andra steget är att rekapitalisera banksystemet, vilket oftast kräver skattepengar och därför hamnar på regeringens och riksdagens bord.

Det senare anknyter till den praktiska verksamhet som Bo har bedrivit tidigare. Jag har i en anmälan av din bok *När bubblan brast* skrivit att du skildes med största heder från ditt uppdrag. Det gäller framför allt hanteringen av *moral hazard*-problemen, som Sixten var inne på. Om man går in och *bailar out* ägarna i bankerna för att klara finanssystemet har man skapat incitament att även i framtiden ta alltför stora risker i banksystemet. Vi tycker att Sverige var något av ett föregångsland när det gäller att se till att ägarna hade blivit av med sin sista krona innan skattebetalarna började skjuta till sina. Det visade sig att fickorna var lite djupare på den privata sidan än man från början hade medgett när det gällde rekapitalisering av bankerna. Det är detta också vi rekommenderar: att i första hand se vad den privata marknaden kan åstadkomma.

Sixten Korkman

Bo Lundgren noterade att man i paktens satte upp en maximigräns för ett budgetunderskott på 3 procent och en

statsskuld på 60 procent av BNP. Däremot fanns det inte en klar målsättning för hur finanspolitik ska hanteras, vilket han beklagade. Det visade sig att pakten inte fungerar på ett tillfredsställande sätt. Vi hade en konflikt den 25 november 2003 då Tyskland och Frankrike genererade en "blocking minority" för att hindra pakten från att tillämpas för dessa länder, varefter kommissionen tog ministerrådet till domstolen i Luxemburg. Domslutet gav delvis rätt åt alla inblandade parter. Sedan vidtog man en reform av pakten, som blev mindre stram och mer sofistikerad. I denna version finns också en målsättning, enligt vilken budgetsaldot på medellång sikt ska vara noll eller på plussidan, medan 3 procent fortfarande gäller som övre gräns för underskottet, dock med undantag i specifika situationer. I dagsläget är denna pakt tämligen flexibel och den kan tolkas på olika sätt. Nu är det just inget euroland som ligger under 3 procent, Finland gjorde det i fjol men knappast i år.

En juridisk-politisk konstruktion som rättesnöre för ekonomisk politik kommer aldrig att fungera om den inte får stöd i form av finansmarknadsreaktioner. Just därför tycker jag att det skulle vara värdefullt med räntedifferenser som varierar över tiden och från fall till fall. Men problemet är att man lätt hamnar i en akut situation med allvarliga och svårhanterliga risker för fordringsägarna, vilket Bo redan var inne på. Detta är nu problemet med Grekland. Det är en konflikt mellan det som upplevs som nödvändigt på kort sikt och det som är klokt på lång sikt. Att komma ut ur den här situationen med hedern i behåll är inte lätt.

Bo Lundgren

Jag delar den uppfattningen. Jag tror inte heller att en stabilitetspakt i sig är det avgörande, men jag tror att det är få som

egentligen vet att när pakten förändrades fanns en allmän målsättning om vad man borde ha. Det var fortfarande gränserna, den undre gränsen, som man fokuserade på.

Det jag hoppas på är att det, sett från den politiska beslutsfattarnivån och i den politiska debatten i respektive euroland, på ett bättre sätt skulle kunna leda till marknadsreaktioner om man hade en annan måttstock. Sverige följer i stort mot Tysklands ränta och ser ibland med viss glädje att vi ligger under. Vi har egen valuta och det är mycket lättare att bedöma. När det gäller euron har man instrument att göra en riktig bedömning av kreditvärdigheten hos respektive land. Det gjorde marknaden definitivt inte för några år sedan. Det hoppas jag kan komma.

När det sedan gäller frågan om vem som ska ställa kapitalkrav på bankerna: Jag tycker att det finns anledning att ta diskussionen om hur man ska organisera tillsyn och eventuellt bankstöd, inte bara själva lagstiftningen kring hur bankkrishantering ska se ut. Liksom Stefan Ingves krävde för nästan två år sedan på Nationalekonomiska Föreningen hoppas jag att vi nu får en permanent lagstiftning både när det gäller att hantera enskilda institut som får problem med insolvens och systemkriser så att instrumenten finns på plats, i varje fall som en beredskapslagstiftning.

Då måste vi fundera kring vem som ska ha de olika rollerna. I den frågan har bl a Urban Bäckström och Jörgen Appelgren skrivit en debattartikel. Jag känner att min tidigare statssekreterare och jag denna gång kanske har lite olika uppfattning. Då är det ganska bra att få tillstånd en diskussion.

Det finns ett antal aspekter på vem som ska ha rollen, både demokratiska aspekter och rent praktiska aspekter. Personligen menar jag att den uppdelning som vi har nu fungerar väldigt väl.

Det vi har i Sverige och som kanske inte alla känner till är dessutom en formell organiserad samverkan mellan Finansdepartementet, Finansinspektionen, Riksbanken och nu Riksgälden där man träffas regelbundet och utbyter erfarenheter om själva situationen och vad som ska göras.

Hans Tson Söderström

Jag är lite förvånad över den tilltro som du verkar ha till att stabilitetspakten skulle kunna åstadkomma något. Lars Calmfors skrev för några år sedan en fin liten bok som heter *What Remains of the Growth and Stability Pact and What Comes Next?*

Svaret på den första frågan är att i praktiken återstår ingenting av stabilitetspakten, som jag ser det. Det andra är: Vi har inte en aning om vad som kommer närmast heller. Vad vi har lärt oss av den politiska hanteringen av stabilitetspakten, menar jag, är att det vi kallar *the peer pressure*, att länder genom politiska påtryckningar ska kontrollera varandras underskott, inte fungerar alls. Så fort det blir allvar kommer man ingenvart över huvud taget. Det finns egentligen inga praktiska åtgärder som har vidtagits som ett resultat av stabilitetspakten.

Jag delar Sixtens bedömning (som egentligen ligger utanför den här rapporten) att till syvende och sist är det bara de priser som marknaderna sätter på riskerna i olika statspapper som kan skapa finanspolitisk disciplin. Därför är det välkommet att dessa *spreadar* nu ökat och de borde ha kommit långt tidigare. *Spreadarna* tror jag kan bita rejält. Men stabilitetspakten har jag inte särskilt mycket hopp till.

Bo Lundgren

Jag har en liten kommentar till detta. Det är alldeles uppenbart att inte heller marknaden har tagit sitt ansvar. Annars hade vi inte varit i den här situationen.

Då hade grekerna tidigare fått hantera de problem de ställer till både för sig själva och för andra i dagsläget. Lite grann är det bortsett från Grekland måhända en överreaktion som riskerar att drabba andra länder hårdare just eftersom man inte tidigare reagerat.

Jag tror naturligtvis inte att stabilitetspakten löser det här problemet. Jag tycker att det är marknadsreaktionen som är det viktigaste. Men vi kan inte ha en valutaunion utan ett regelsystem och då ska det regelsystemet åtminstone vara vettigt och inte som jag upplever att stabilitetspakten har varit hittills. Det är det som är det viktiga för mig.

John Hassler

Ni är ganska ense här, men jag uppfattade – det är möjligt att jag missuppfattade det – en liten åsiktsskillnad när det gäller hur man i princip ska behandla fordringsägare på banker. Vi är väl överens om att den *spread* som kan uppstå om en stat missköter sig är viktig som ett disciplinerande instrument och att det därför nu är viktigt att inte lösa ut någon, finansinstitut och andra, som har lånat ut till Grekland. Men detsamma gäller inom ett land – ett grundläggande problem, kanske ett av de viktigaste sådana, är att samma typ av disciplinerande mekanismer inte har funnits för banker inom ett land. De banker som har ägnat sig åt riskabel utlåning med låg kapitaltäckning har ändå kunnat låna upp pengar billigt därför att man har litat på insättargarantier och implicita eller explicita löften att långivare och borgenärer löst ut en sådan kris. Bo tyckte, om jag förstod honom rätt, att man måste göra det i sådana lägen.

Frågan är: Delar du Sixtens uppfattning? Kan man dra den slutsats som Sixten gör när det gäller hur man ska hantera t ex Greklands kris? Kan man dra samma slutsats när det gäller inhemska banker?

Bo Lundgren

När det gäller Grekland är det man just i dag ägnar sig åt att försöka slippa från en skuldkonsolidering. Det finns negativa effekter om man gör en sådan som kan få långtgående verkningar och det är inte uteslutet att vi landar in i plan B.

Det som oroar mig när det gäller banksektorn är de erfarenheter man har inte bara av det som hände i Sverige utan vad som har hänt i andra länder vid en systemkris och om man inte har något förberett. Man kan tänka sig att man försöker hitta en ny tillgångsklass, obligationer som man vet på förhand omvandlas till aktiekapital i en viss situation. Man kan tänka sig att man på förhand ska ha en viss *haircut* för obligationsägare. Men om man säger att vid en systemkris kommer du att kunna förlora 20–30 procent så kommer det att fördyra kreditgivningen ganska rejält. Den stora frågan är: Ska man ta den kostnaden, eller ska man hitta andra vägar? Jag utesluter inte att kreditorer ska förlora, men det måste vara efter det att man har gått igenom och funderat kring effekterna.

Det var alldeles uppenbart att i samband med Lehman gick det inte. Det kommer en viss utdelning i Lehmankonkursen. Vi har en liten fordran, så vi följer det. Nu vill man betala 50 eller 60 procent för fordringen. Det var 30 procent för en tid sedan. Det är klart att det finns ett visst värde kvar. Men lik förbaskat såg vi effekterna av att fordringsägare förlorade pengar.

Det här är en fråga som jag tycker är viktig att diskutera. Man ska fundera kring om det finns andra förutbestämda regler, men att rent generellt säga att fordringsägare ska förlora innan man vet vilka effekter det *de facto* kommer att få i systemkriser tycker jag är fel.

När det gäller *moral hazard* vid problem i enstaka institut ska det självklart inte finnas någon garanti. Det är ingen

jämförelse egentligen, men ett litet institut som Custodia förlorade man ju pengar på. Det fanns ingen implicit eller explicit garanti som hanterade det. Man måste ändå vara försiktig, för det kan hända att ett risktagande institut faktiskt kollapsar alldeles oavsett om det är en systemkris eller inte. Det finns då skäl för kreditorerna att fundera och det är väldigt viktigt för att minska risken för *moral hazard*.

Hans Tson Söderström

Det verkar som att du efterlyser att marknaden ska prissätta risker lite bättre för de finansiella institutionerna. Skulle det vara så är det, när det gäller privatägda institutioner, aktiekapitalet som ska ta smällen först, inte sant? Aktierna ska i princip ned till noll. Sedan kommer upplåningen, först den minst prioriterade upplåningen som blir väldigt dyr och sedan i tur och ordning alltefter.

I den här krisen såg vi någonting helt annat. Det verkar bara finnas bang-bang-lösningar här. Ena dagen är det full likviditet i alla instrument och en hygglig värdering av aktierna. Nästa dag är inte bara bankerna värdelösa utan dessutom är all upplåning omöjlig. Vad som hände var att motpartsriskerna i samband med Lehmankraschen steg mot oändligheten, över natten mer eller mindre. Frågan är om det här ligger inbyggt i finansmarknadernas sätt att fungera eller om det finns någonting man kan göra som gör att man får en mer kontinuerlig kurva i prissättningen av risk. Har du själv någon synpunkt på det? Det är ingenting som regleringar kan lösa, eller hur? Hur ser du på det?

John Hassler

Prissättningen på risk kommer att bli felaktig om det finns implicita eller explicita åtaganden från myndigheterna. Är de implicita kan förväntningarna

ändras radikalt och väldigt snabbt, vilket kan få denna typ av effekter.

Man hör ofta påståendet att det räcker med att hålla ägarna till bankerna ansvariga för överdrivet risktagande. Men jag menar att detta inte räcker, utan att också de som lånar ut till bankerna måste ha incitament att tänka på till vem och vad de lånar ut sina pengar. Det kan t ex inte vara rimligt att en engelsk kommun hålls skadeslös för sina insatta pengar på en isländsk bank.

Hans Tson Söderström

Men du är med på att det är ägarna som ska ta den första smällen? Annars får vi en väldigt bakvänd *corporate governance*.

John Hassler

Ja, men när prissättningen fungerar också för bankernas upplåning, dvs om bankernas upplåningskostnad ökar ju mer risk de tar, skulle det inte behövas några kapitaltäckningskrav. Då skulle det sköta sig självt. Det kanske är en hypotetisk situation, men man måste gå åt det hållet – det tror jag är uppenbart.

Hans Tson Söderström

Det vi kommenterar i rapporten kring detta är att vi anser att man kan glömma tanken på att lämna stora delar av det finansiella utanför någon form av offentlig garanti. Det har exempelvis talats om att man i fråga om *shadow banking*-systemet över huvud taget inte ska gå in och göra några räddningsoperationer. Men det är uppenbart att det är så pass systemviktigt att staten aldrig kommer att kunna stå utanför. Det är politiskt och ekonomiskt helt orealistiskt att tänka sig att bara för att få en riktig riskvärdering ska staten säga: Vi är fullständigt *hands off*. Det vore inte trovärdigt därför att då sänker man hela ekonomin och det finns ingen regering som kan stå och se på en sådan process.

Bo Lundgren

Rent principiellt har du alldeles rätt. Det har vi sett nu. Det är inte de formella kapitaltäckningskraven som har gällt under den här krisen utan det är de krav som marknaden har ställt. Det var mot den bakgrunden vi har haft det program vi har men som inte har använts mer än till den normala nyemissionen från Nordea. Det syftade till att gå även till en bank som uppfyllde formella krav men som ändå behövde en större kapitaltäckning för att klara situationen. Den typen av reaktioner har funnits på marknaden.

Det jag funderade kring är: Om man tänker sig en situation där staten bara ska sitta med armarna i kors, är det någon som kommer att tro på det ens om staten säger det? Det gör man först om staten någon gång avstår. Säg att det blir en stor kris och den samhällsekonomiska kostnaden av att släppa fordringsägarna helt och hållet skulle bli dramatiskt stor och svår, kommer någon regering att kunna göra det?

Men återigen: Jag tycker att diskussionen är central. Man ska inte utesluta att man väljer att säga: *All right*, staten garanterar 90 procent. Då behöver man inte ens tillkännage det på förhand. Det skulle vara lättare och utan några dramatiskt negativa effekter för samhällsekonomin, men det blir en dyrare kostnad för upplåningen därefter.

Parentetiskt kan jag säga apropå högre kapitalkrav: Där finns ytterligare ett argument för att inte ha det perversa dubbelbeskattningssystem som en gång avskaffades i Sverige.

Sixten Korkman

Orsaken till att jag understryker att de som innehar obligationer ska bära risk är relaterad till heterogeniteten i euroområdet. Vi har länder som Grekland och länder som Tyskland, länder med väldigt olika samhällskontrakt. För tys-

karna står penningpolitisk stabilitet och prisstabilitet över allt annat, i Grekland är det andra prioriteringar som gäller. Och det är väldigt svårt att ändra på de grundläggande spelreglerna eller samhällskontrakten.

Men en överskudsättning involverar både debitorer och kreditorer och det kan vara lättare att påverka kreditorernas agerande på ett sätt som gör det svårare för grekerna eller andra att skuldsätta sig alltför mycket. Det är kanske svårt att lämna kreditorerna åt sitt öde då vi inte har ett på förhand genomtänkt system för hur man ska hantera betalningssvårigheter av detta slag, det finns risk för stora spridningseffekter. Det är en svår sats för ECB, kommissionen och medlemsländerna att fatta beslut om hur krisen ska hanteras, men jag menar att den ska hanteras på ett sådant sätt att riskerna inte kollektiviseras på EU-nivå. På sikt kanske man sedan kan utveckla mekanismer för att bättre kunna hantera länder med alltför stora skulder.

Karolina Ekholm

Jag vill anknyta till det som Bo Lundgren tog upp om ansvarsfördelningen mellan olika myndigheter. Det är någonting som diskuteras mycket i Riksbanken. En sak som du inte direkt berörde men som har diskuterats mycket det senaste året är behovet av ”macro prudential regulation” eller någon typ av instrument för att hantera systemrisk i den finansiella sektorn. Exakt vad det skulle röra sig om för instrument är fortfarande en öppen fråga, men det kan t ex vara kontracykliska kapitalkrav eller något liknande.

En beskrivning av vilka uppgifter som finns att fylla och vilka olika myndigheter som skulle kunna fullgöra de uppgifterna som jag tycker är tilltalande är den som Alan Blinder har diskuterat i olika sammanhang. Å ena sidan har vi penningpolitik som uppenbarligen

är inriktad på att stabilisera makroekonomin. Så har man ”macro prudential tools” som i viss mån handlar om att stabilisera makroläget men också berör finansiell stabilitet. Sedan behöver man se till att stora systemviktiga institut är stabila. Och slutligen, i andra änden av spektrat, har man uppgiften att se till att små finansiella institut är stabila.

Han argumenterar för att å ena sidan har man centralbanken som ju har ansvar för penningpolitiken, men det kan finnas samordningsvinster eller ”economies of scope” som talar för att man kanske hänför delar av ”macro prudential tools” och eventuellt översynen av systemviktiga institut på centralbanken. Å andra sidan har man en finansinspektion som har tillsynen över mindre institut som inte uppenbart är systemviktiga. Exakt var man vill dra gränsen mellan vad centralbanken och finansinspektionen ska göra är det dock viktigt att diskutera och fundera över. Frågan om oberoendet över penningpolitiken och hur det kan komma att påverkas av att centralbanken också får ansvar över element av politiken som syftar till att främja finansiell stabilitet är någonting som man verkligen måste tänka sig för innan man fattar beslut om. Det var mer en kommentar än en fråga.

Bo Lundgren

Det finns förhoppningsvis snart en utredning som ska titta på detta. Både Riksbanken och vi har skrivit till regeringen och regeringen har eget intresse av att gå vidare och titta på det. Det finns många frågetecken som ska rätas ut i det här sammanhanget.

Det är viktigt att ha en samverkan mellan myndigheter och en lagstiftning som fungerar. Henry Paulson förklarar i sina memoarer varför det som hände med Lehman hände. Han säger, och även för den delen Ben Bernanke, att det inte fanns något lagstöd att göra någon-

ting. Å andra sidan får man då fundera på om man inte snabbt kan skaffa sig ett lagstöd. Det gjorde Roosevelt på ungefär 24 timmar 1933. Alla banker stängdes i en vecka. Det var ett sätt att återskapa förtroendet när de sedan åter öppnades, de som var sunda.

Det är ungefär samma sak som när vi gav ut extra statsskuldväxlar, efter samråd med Riksbanken naturligtvis, för det är en sak som påverkar penningpolitiken. Det måste vi göra i samråd. Men det fanns inget lagstöd för detta. Det finns det nu retroaktivt.

Det är två lärdomar man kan dra av detta. Den ena är att det är viktigt med samverkan oavsett var man drar gränsen. Ska den finnas kvar? Där har kanske ett litet land en större fördel än ett land som USA, möjligen. Den andra är att lagstiftning måste finnas på plats och att den ger möjlighet till improvisation, för det lär behövas också i fortsättningen.

Hans Tson Söderström

Jag har en liten kommentar. Det är uppenbart att det finns ett problem med gränsdragningen såtillvida att det är Riksbanken som har analyskapaciteten när det gäller *macro prudential supervision*, men det är egentligen Finansinspektionen som sitter med en stor del av instrumenten. På något sätt är det problem man måste lösa. Men du stannade ju också där; det här är problem man måste lösa.

I samband med detta tänkte jag passa på att skicka en fråga till Bo: Finns det inte anledning att vara ganska besviken på hur kort bit på vägen vi har kommit när det gäller finansiell krishantering när den här krisen slog till? Du satt mitt i smeten under den förra bankkrisen. Jag började med att säga i min inledning att de nordiska länderna den här gången hade fördelen av att redan ha genomlevt en finansiell kris i närtid. Det har satt spår i konsolideringsgraden i våra industrifö-

retag och andra vanliga privata företag både i industri- och tjänstesektorn. Det har också satt spår i banksystemet, som var mycket mer välkonsoliderat efter krisen än före.

När vi var mitt i krisen sade vi: Nu ska vi skaffa oss ett ordentligt krishanteringsregelverk. Det sattes i gång en massa arbete med detta. Men allteftersom krisen kom att framstå som mer och mer avlägsen avstannade det arbetet, som jag uppfattar det. När den här krisen slog till hade vi i stort sett inget krishanteringssystem på plats, utan det blev samma improvisation som förra gången. Håller du med om den beskrivningen? Eller tycker du att vi gjorde några framsteg efter din krishantering, som jag tycker var väldigt framgångsrik utifrån sina förutsättningar? Men du trodde väl att man skulle lära sig något till nästa gång?

Bo Lundgren

Det fanns förslag från Banklagskommittén som inte var tillräckligt långtgående om hur man skulle hantera enskilda institut. Det kom så småningom att kallas "särskild administration". Under detta arbete fanns ingen annan lagstiftning, eftersom krislagarna upphörde den 1 juli 1996. Betänkandet remissbehandlades och blev sedan liggande. Sedan plockades det upp igen – jag tror att det var 2007 – och både Stefan Ingves och jag blev lite involverade i diskussioner. Ett lagförslag var på väg våren 2008 som skulle ha tagit upp just denna lite enklare krishantering, men ingen systemkrishantering. Sedan blev det obsolet efter Lehman.

Det vi då hade var den gamla lagstiftningen. Den som nu ligger är den gamla, lite moderniserad och EU-anpassad. Vi hade nytta av de erfarenheter vi gjorde. Men den här gången hoppas jag att det om inte annat blir en viss beredskapslagstiftning som inte ligger i byrålådan utan är beslutad.

Pehr Wissén

Debatten handlar om The Nordics in the Financial Crisis. Det finns åtminstone tre egenskaper som är speciella för de nordiska länderna. Den första är att de nordiska bankerna klarade de omedelbara förlusterna i finanskrisen mycket bättre än många andra europeiska länder. De skandinaviska bankerna var mycket mindre exponerade för "the shadow banking system" än t ex tyska banker, som gjorde gigantiska förluster. Det gjorde också brittiska och irländska banker. Fransmännen klarade sig ganska bra. Men alla de skandinaviska bankerna klarade sig bra. Den konventionella förklaringen till detta är att vi hade en kris i början på 1990-talet. Det gjorde att övervakningen skärptes och inte minst att bankerna själva fick bättre rutiner för att hantera finansiella risker. Jag är lite nyfiken på om detta är något som ni har funderat på och tittat närmare på i boken. Det var den första egenskapen.

Den andra är att banksystemen i Skandinavien är koncentrerade. I Sverige utgör de fyra största bankerna ungefär 85 procent av det totala banksystemet. I Finland tror jag att det är en ännu högre koncentration. Men i Tyskland har Deutsche Bank bara ca 5 procent i marknadsandel. Om en av de stora bankerna i Skandinavien skulle få ställa in betalningarna skulle förutsättningarna att överleva för de andra stora bankerna sannolikt vara väldigt begränsade.

Svenska banker har mycket ut- och upplåning till varandra. Om man är en del av ett större valutaområde ändras detta möjligen. De banker som finansierar de större finska bankerna är alla de europeiska bankerna. Då är risken mycket mer utspridd och problemet mindre. Men i Sverige, som är ett litet valutaområde, är hela den här koncentrationen avgörande för hur en bankkonkurs skulle slå. Den skulle slå hårt

och omedelbart på hela banksystemet.

Den tredje egenskapen som är utmärkande för Nordic Banking är att vi har mycket *cross-border banking*, dvs gränsöverskridande bankverksamhet. Det kom en studie från EU-kommissionen för några år sedan där man tittade på hela Europa och hur mycket samgående och förvärv som hade skett över gränserna. Det var två regioner i Europa som utmärkte sig. Den ena är Benelux, vilket inte är så överraskande, och den andra är Skandinavien. Här har vi haft en mycket stor del gränsöverskridande bankverksamhet. Det gör också att om vi får en kris i en bank någonstans i regionen är det sannolikt att de andra länderna i regionen också drabbas. Vi har ett större behov här uppe av att hitta ett sätt att hantera gränsöverskridande bankverksamhet. Detta är ett ärende som har funnits i luften ett tag. Om Nordea får problem får de fyra inblandade länderna hantera notan.

Detta var en blandning av påståenden och frågor, som det ofta blir i sådana här sammanhang. Men det vore intressant att höra era kommentarer till alla de här tre egenskaperna där det nordiska finansväsendet och de nordiska bankerna sticker ut i ett europeiskt perspektiv.

Sixten Korkman

Den är väl ett faktum att våra banker klarade sig väl. Jag tror nog att krisen på 1990-talet lämnade efter sig en medvetenhet om risker som återspeglats i beteendet hos alla ekonomiska aktörer och kanske speciellt i banksystemet.

Och så kan man väl säga att detta är mer ett svenskt än ett finskt problem, för vi har så få finska banker numera. Det är också sant att vi har gränsöverskridande banker, vilket har bidragit till att de nordiska länderna inom EU aktivt har drivit linjen att det ska finnas klara överenskommelser och strukturer för hante-

ringen av gränsöverskridande problem inom bl a bankverksamheten.

Hans Tson Söderström

Jag kan lägga till en sak. Vi kan konstatera att våra banksystem som helhet klarade sig rätt bra, vilket jag har samma förklaring till som du: Om man har genomgått en kris rustar man sig bättre, i alla fall under en tid, och det här kom tydligen tillräckligt nära i tiden. Man måste ändå vara förvånad över att vissa banker lärde sig så pass lite, när man ser på deras exponering mot Baltikum. Där var utvecklingen väldigt likartad med fastighetsbubblan i Sverige i slutet på 1980-talet och början på 1990-talet och så gör man precis samma tabbe en gång till. Det får mig att reflektera över hur styr- och incitamentssystemen i bankerna ser ut. Det vet du mer om än vi.

Du talar om *cross-border banking*. Det är klart att våra banker agerar över gränserna i stor utsträckning. Men själv är jag förvånad över att vi inte har några stora utlandsägda banker över huvudet i det här landet. Jag gissade för 20 år sedan att det skulle bli en ganska snabb internationalisering av banksystemen. Jag tror fortfarande att en flytande växelkurs egentligen inte utgör något hinder för detta. Det är väl snarare i så fall skillnader i de nationella regleringssystemen som medför att vi inte får fler gränsöverskridande banksammanslagningar. Jag är förvånad över det, men det är inget vi diskuterar i vår rapport.

Pehr Wissén

Jag tror att en möjlig förklaring är att skandinaviska banker är extremt kostnadseffektiva. Bankfolk brukar titta på någonting som de kallar för *cost-income ratio*, dvs kvoten mellan kostnader och intäkter. Denna är i ett europeiskt perspektiv mycket låg i Skandinavien.

Hans Tson Söderström

Då borde de väl vara uppköpsobjekt.

Pehr Wissén

Ja, möjligtvis. Men det är svårt för en utländsk bank att komma in och konkurrera på en lågkostnadsmarknad där konkurrenterna i utgångsläget har mycket lägre kostnader. Egentligen borde det vara tvärtom, dvs att de skandinaviska bankerna går ut och konkurrerar med andra länder i kraft av ett lägre kostnads-läge i utgången. Och det gör de också i viss utsträckning.

Hans Tson Söderström

Men det är fortfarande från en nationell bas.

Pehr Wissén

Ja, det är det.

Mattias Styrman

Jag har en bakgrund som finanschef för Baltikum på en svensk bank under fem års tid. Jag vill ta upp det som Hans Tson Söderström säger om vad som hände med bankmarknaden i de här länderna under 2000-talet och ge en liten kommentar till det. Tillväxten har varit stark men det fanns utrymme fram till 2005-06 med en årlig tillväxttakt på kanske 30 procent.

Vad som hände under 2007-08 var att kreditvolymen steg med nästan 80 procent. Vad gör en bankman normalt sett när sådant händer? Vi har en konkurrenssituation där en bank inte agerar enbart för sig själv. Den kan inte styra marknaden, utan det finns konkurrenter. Det blev faktiskt ett ganska hårt tryck på att ge ut mer krediter. Jag kommer ihåg mycket från den tiden, även om jag själv inte var verksam i Baltikum. Alla svenska banker blev starkt kritiserade för att de inte lånade ut tillräckligt mycket. De förlorade relativt sett marknadsandelar till andra banker – nya ban-

ker som kom in. Då har man som bankman ett litet problem: Ska man behålla sin marknadsandel eller inte? Och vad är en naturlig marknadsandel?

I retrospectivet kan man säga att en 80-procentig utlåningsökning under 2007 är katastrofalt för mycket, vilket var vad som hände. Det här ledde också bl a till en kostnadsboom och en fastighetsbubbla i de här länderna. Styrssystemen fanns på plats, om vi pratar om Basel II. Basel II var mer eller mindre implementerat i de stora baltiska bankerna 2005-06. Vad som då hände var att finanskrisen kom in. Det blev egentligen en likviditetskris som slog väldigt mycket även mot Sverige. Denna likviditetskris ledde till att svenska banker fick finansieringsproblem, som i sin tur slog extra hårt på skeendet i Baltikum. Till följd av detta upprepade sig på ett sätt ett mönster från den svenska fastighetskraschen på 1990-talet.

Hans Tson Söderström

Hur ser styrsystemen ut i de banker som låter utlåningen löpa i väg på det sättet?

Mattias Styrman

De stora svenska bankerna där borta är på många sätt väldigt sofistikerade. Därremot finns det många små banker och banker som är styrda på andra premisser än de normala företagsekonomiska.

Bo Lundgren

Om man tittar på de svenska bankerna finns det de som är mer eller mindre konservativa. Så var det också på 1990-talet. Det lönar sig att vara lite konservativ och försöka fokusera på riskhantering. Man blir inte inblandad. Man kanske inte gör de snabba profiterna. Jag kanske inte ska använda ett så negativt laddat ord, men ändå.

Det finns inte någon tillfredsställande förklaring för mig. Jag har inte heller fått någon sådan från företrädare för de

två banker som är mest exponerade, förutom det du själv säger: Det var ett race om marknadsandelar. Men det håller inte. Då fungerar inte riskmanagement tillfredsställande.

Mattias Styrman

Problemet är att vi då kommer in lite grann på det här med tillsynen. De svenska bankerna, som faktiskt är dotterbolag, fick mycket av sin tillsyn gjord från Sverige. De lokala tillsynsmyndigheterna släppte mer eller mindre lite grann av ansvaret till Sverige.

Man kan titta på det i det stora perspektivet. Både Swedbanks och SEBs kapitalbas motsvarade mer eller mindre fem eller tio gånger landets egna banksystems kapitalbas per bank. Det är klart att en 80-procentig kreditillväxt i ett land blir väldigt lite i den svenska bankens perspektiv. Man ser bara helt plötsligt att det blir en jättebra vinst. Man märker det framför allt när man investerar i bankerna. De börjar prata om hur stor andel av t ex SEBs och Swedbanks resultat som kommer från Baltikum. Först var det 5 procent och sedan blev det 10 procent. Bonusarna ökade i bankledningen och sedan blev det 15 procent. Man måste se det även i det perspektivet.

Bo Lundgren

Det är klart att det finns en tillsynsproblematik; det har jag också funderat över. Riksbanken har tagit upp detta, vilket jag tycker att det finns all anledning att göra.

Mattias Styrman

Det var någon av er som nämnde detta med filialer kontra dotterbolag. Man skiljer egentligen inte rent konkret mellan dotterbolag och filial på en tillsynsmyndighet som Finansinspektionen. Det handlar om var huvudkontoret har sitt säte. Sedan är det egalt om det är dotterbolag eller filial.

Olle Lindgren

Hur kommer den finansiella krisen i Grekland och inom EMU att rulla vidare? Bo nämnde att det kanske ändå blir en plan B som får en högre subjektiv sannolikhet i det fortsatta förloppet. Vad skulle den innebära i mer konkreta termer?

Bo Lundgren

Jag förespråkar inte plan B. Jag satt i en panel med Nouriel Roubini och lyssnade på hans förutsägelser om eurozonens snabba död och en snabb skuldfasrevidering med nedskrivning av fordringars värde i Grekland osv. Han tyckte att eftersom det ändå ska komma – låt det komma med en gång! Det är mycket lindrigare så. Men det får stå för honom. Jag noterade bara att vi går åt det hållet. Det är inte eurozonens sammanbrott vi står inför och det tror jag inte heller. Men det är inte osannolikt att det faktiskt går åt det håll som Sixten talade om. Hur stor sannolikheten är kan man alltid tvista om.

Per Hornewall

Jag vill bara kort komplettera det Pehr sade om bankernas kostnadseffektivitet. Om man är kostnadseffektiv behöver man inte söka sig till höga risker. Hög risk ger hög avkastning. Det hänger alltså ihop väldigt tydligt.

Hans Tson Söderström

Så du menar att de banker som tog störst risker var de minst kostnadseffektiva?

Per Hornewall

Ja, det är vanligen den generella regeln. Det är t o m så att man kan se ett samband: Så fort det inte görs en avsättning till Oktogonen är det en svensk bankkris. Man kanske inte vet om det. I det här fallet föll Lehman något efter detta. Men titta så får ni se – det stämmer alltid!

Sixten Korkman

Jag återkommer kort till Olle Lindgrens fråga om plan B. Jag konstaterar att man i denna typ av beslutsfattande i verkligheten inte följer någon plan. Det är i stället så att händelserna följer på varandra på ett något kaotiskt sätt. Vi kan förmodligen hamna i en situation som vi kan kalla för plan B om vi så vill, om vi därmed menar att kreditorerna kommer att få bära en del av förlusterna i form av en omstrukturering av lånestocken. Men vägen dit är svåröverskådlig.

Både marknaden och många andra tänker sig att en omstrukturering av skulden är var man slutligen hamnar. Men nu hoppas man kunna stabilisera läget för något år eller så. När vi sedan kommer därefter att en omstrukturering blir aktuell, är förhoppningsvis den ekonomiska omgivningen gynnsammare och det hela lättare att hantera. Just nu, när ekonomin är mycket svag och läget nervöst, finns det en risk att det hela eskalerar på ett helt ohanterligt sätt om man börjar tala högljutt om att kreditorerna ska ta förluster. Men det är nog lite av en eufemism att tala om planer.

Olle Lindgren

De realekonomiska effekterna i processen kan bli mycket kännbara. Vi kan gå mot en ny global nedgång.

Sixten Korkman

Det är det som motiverar de åtgärder man nu vidtar för att stabilisera det finansiella systemet. Man är rädd för en ny Lehman Brothers. Om problemen inte kan hanteras på ett rimligt sätt har vi kaos på finansmarknaderna inom några veckor. Det är denna rädsla som gör att man trots alla stora politiska svårigheter ställer upp för något som i hög grad liknar en "bail out". Vi får hoppas att detta lyckas och att läget stabiliseras.

Mikael Zervos

Angående den grekiska krisen och hantering av krisen på EU-nivå konstaterar jag att det precis som tidigare under den stora finansiella krisen finns en stor försening när det gäller att agera. Alla väntar för länge med att agera. Det hade varit lätt att se att här kommer en kris. Förutom denna försening, att man väntade för länge med att agera, begick man också andra misstag. Man borde ha insett att det blev fel.

Angela Merkel var t ex emot en kollektiv hjälp till Grekland. Man sade: Det här är grekernas fel. De är ansvariga för krisen och det är deras problem. Men om man analyserar situationen är det lätt för en ekonom att förstå att om Grekland kollapsar eller blir mål för spekulativa attacker – och sedan kommer också Portugal, Spanien, kanske Italien och Irland – blir det en stor kris. Det här är en effekt som kommer eftersom vi har väntat för länge. Om vi hade agerat i god tid skulle vi ha kunnat undvika detta.

Just nu är det akut bråttom. Alla springer och försöker fixa avtalet för hjälp. Men så akut var det inte för tre-fyra månader sedan. Merkel var t ex mot detta i nästan fyra månader. Hennes argument var först att de tyska skattebetalarna inte ska behöva gräva alltför djupt i fickorna för grekernas skull eftersom detta är grekernas fel. Grekerna är ansvariga, menade hon. Sedan upptäckte hon precis detta – att om krisen slår hårt blir det svårt även för de tyska skattebetalarna. Eftersom det dessutom är omöjligt att låta en medlem gå i konkurs skulle Tyskland hjälpa till och i själva verket vinna på det. De tyska skattebetalarna skulle vinna på om Merkel bestämde sig för att köpa lån för 3,5 procent och sälja det till Grekland för 5 procent. Grekland möter alltför stigande räntor på grund av spekulativa attacker, just nu 6,5 procent, som leder till en snabbare kollaps. Om Tyskland medlade i god tid kunde

det hjälpa både Grekland att återhämta sig och EU att undvika en större kris och samtidigt ha en extra vinst till fördel för de tyska skattebetalarna. Efter fyra månader upptäckte hon alltså att hon hade helt fel.

Jag menar att sådana fel inte ska få hända. Man borde agera i rätt tid och därmed undvika stora fel. I så fall skulle vi åtminstone kunna minska kriserna och hålla dem i mindre skala i stället för att låta dem bli till större och globala kriser med allt vad de innebär.

Sixten Korkman

Där finns en allmän aspekt som måste vara bekant för Bo Lundgren och som påtalas i rapporten. I alla kriser, åtminstone i alla finansiella kriser, gäller att man inte vill se dem i tid, man hoppas att de ska förflyktigas av sig själva, man vill inte erkänna deras existens. I EU-sammanhang är det inte heller så lätt att finna den aktör som ska fatta besluten. Det är också tidskrävande att komma överens mellan olika beslutsfattare eftersom dessa frågor är genuint komplicerade och motstridiga intressen ska balanseras.

I det här fallet kan man notera att fransmännen snabbt förstod att det inte primärt eller enbart handlar om att rädda grekerna utan också om att rädda de franska bankerna. I Tyskland tog det av flera anledningar länge tid att komma till samma slutsats.

Det finns alltid många olika synsätt och många aktörer. Det är en mycket krävande uppgift att snabbt komma överens mellan dessa om ett effektivt åtgärds paket. Därför blir det lätt "too little too late", vilket man kan säga har kännetecknat politiken.

Hans Tson Söderström

Du tar inte alls upp *moral hazard*-problemet. Du har ju själv efterlyst en differentierad räntesättning på statspapper för att skicka signaler till politiker, väl-

jare och alla andra. Om man har en *bail out*-filosofi – att så fort något land råkar i problem ska man agera omedelbart och rädda landet – hur får vi då en differentierad räntestruktur på statspapper? Det får vi aldrig.

Sixten Korkman

Jag talade bara om att komma till beslut, inte om innehållet i beslutet. Jag håller med dig om att det inte ska vara någon total *bail out* utan att politiken ska ge rimliga incitament för ett bättre agerande i framtiden.

Anders Björklund

Innan jag tackar deltagarna vill jag bara deklarerera två saker.

Det ena är att denna diskussion på sedvanligt sätt kommer att återges i *Ekonomisk Debatt* tack vare våra stenografer som sitter här. Det kommer på pränt där så småningom.

Det andra är att om knappt två veckor kommer Stefan Ingves hit. Då blir det förmodligen en ganska likartad problemställning. Men har vi en kris så har vi. Vi har ett årligt besök i föreningen av riksbankschefen och Stefan kommer alltså den 17 maj. Också då är ni hjärtligt välkomna.

Vi tackar kvällens inledare Sixten, Hans och Bo med en applåd!