

Nordiska finansmarknader i skuldkrisens Europa

nr 3 2012 årgång 40

Pehr Wissén

Hjärtligt välkomna till Nationalekonomiska Föreningen! I kväll är vår andra diskussionskväll för höstterminen. Vi hade Anders Borg här tidigare i höst. Världen såg dystert ut då, men inte fullt så dystert som den gör just nu. I dag tänkte vi diskutera skandinaviska eller nordiska finansmarknader i skuldkrisens Europa, skuldkrisen som uppenbarligen förvärras för var dag som går. Vi såg i nättidningarna i dag på eftermiddagen att t o m Tyskland haft svårt att sälja sina obligationer. Det är en svår och bekymmersam situation där ute och frågan är var vårt förhållandevis lugna hörn av Europa hamnar i allt detta.

För att inleda en diskussion runt detta har vi bjudit in Björn Wahlroos, styrelseordförande för Sampo Group och Nordea, med ett naturligt skandinaviskt perspektiv i sin affärsverksamhet, att inleda. Därefter kommer Karolina Ekholm, vice riksbankschef, med perspektivet från Riksbanken.

Björn Wahlroos

Tack så mycket för tillfället att få vara här! Det gläder mig mycket, särskilt en kväll då euron har brutit igenom den legendariska 1,34-gränsen mot USA-dollarn. Det är en reflexion av den mindre framgångsrika tyska obligationsauktionen.

Det fanns två olika rubriker för den här kvällen. Först var det: Vad betyder den europeiska skuldkrisen för de nordiska bankerna? Men senare blev det: Den skandinaviska finanssektorn i skuldkrisens Europa. Jag tänkte tala om båda, eller ingendera.

Jag tänkte helt enkelt strukturera mig så att jag först lite provokativt kårserar kring varifrån allt detta skröp kom. Hur hamnade vi i den här ekonomiska situationen? Sedan tänkte jag titta på den skandinaviska finanssektorn och de nordiska bankerna: Vad vi har för styrkor, svagheter och möjligheter i den situation som har uppkommit. Det är så jag tolkar rubriken för kvällens session.

Vad handlar skuldkrisen om? Jag vill ge fyra bakgrunder till den. Den första är naturligtvis *subprime*-krisen i USA. Som standardsvar när vi säger att det är politikerna som har förstört Europa och skapat ett kaos på finansmarknaderna får vi höra att alltsammans är bankirernas fel eftersom det var den stora *subprime*-krisen som var bakgrunden till allt. För att bemöta den kritiken på en ytlig nivå vill jag understryka att min uppfattning av *subprime*-krisen är att också den var politikernas fel. För att motivera mig vill jag påminna er om att vad *subprime*-krisen handlade om var att en jättestor kategori värdepapper som tidigare i världens finansmarknader hade ansetts vara AAA nu föll ned, inte bara till BBB utan ofta till insolvens. Det här var värdepapper som var konstruerade genom att man hade ackumulerat bolån med ursprung i den amerikanska marknaden. Den intressanta frågan är: Hur kunde det gå så här?

Som så många eländiga saker i världen var också detta en väg till fördärvstensatt med de bästa intentioner. Orsaken till att man hamnade i den här situationen beskrivs mycket bra i Rajharam Rajans bok *Fault Lines*. Jag kanske gör det ännu mer provokativt då jag gör gällande att allt det här börjar med att man ville göra socialpolitik med penningpolitikens medel. I USA, där man inte har särskilt mycket socialpolitik, ville man naturligtvis se till att möjligast många skulle ha tillgång till den amerikanska drömmen och, efter att ha gjort en del

NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2011-11-23

Sammanfattade av
Birgitta Filppa, Karin
Sirén och Elisabeth
Gustafsson

Ordförande:

Pehr Wissén

Inledare: Björn Wahlroos, PhD och styrelseordförande i Sampo och Nordea, samt Karolina Ekholm, professor och vice riksbankschef

Övriga deltagare:

Claes Ankarcrona, Emil Ems, Martin Flodén, John Hassler, Olle Lindgren, Mikael Walthem och Lars Wohlin

andra saker, lagstiftade kongressen 1977 om den s k Community Reinvestment Act (CRA) som förbjöd en aktivitet som kallas *redlining*. *Redlining* var en praxis som amerikanska banker alltid hade haft och där de på en stadskarta drog en röd linje kring stadsdelar där man inte ville ge bolån. Detta kriminaliserades av Community Reinvestment Act 1977. Det var under Carteradministrationen, men faktum är att samtliga republikanska administrationer sedan dess har fortsatt med den här lagstiftningen och gjort den värre, så vi kan inte enbart skylla på demokraterna.

Ett faktum var i varje fall att man skapade ett ökande utbud av bolån till personer som egentligen inte borde få bolån – och detta i en juridisk struktur där bolån sedan 1930-talet gjorts till *non-recourse*. Konsekvenserna av den stora depressionen var att nästan alla delstater har lagstadgat att ett bolån är ett lån mot säkerheter, inte till en fysisk person. Det innebär att i nästan alla delstater kan man genom personlig konkurs eller helt enkelt genom att återlämna säkerheten bli av med skyldigheten att återbetala lånet. Konsekvensen av CRA blev därför att en stor stock av osäkra bolån byggdes upp i amerikanska bankers balansräkningar. För att ytterligare öka på deras förmåga att erbjuda kredit instruerades dessutom de delstatliga bolåneinstitut- en Fannie Mae och Freddie Mac att öka på sina bolåneköp från lokalbankerna. Resultatet var en lösning på USA:s urbana kris från 1960-talet – men också en tidsbomb.

Ungefär år 2000 började investmentbanker sedan med värdepapperisering och då blev det sjufalt värre. Genom att många europeiska investerare, däribland de tyska statliga Landesbankerna, gick med, blev problemet globalt.

Det var inte investmentbankerna som hittade på *subprime*, det var inte bankirerna som i sin elakhet ville ge lån

till människor som inte borde få lån, utan det var faktiskt lagstiftarna som ansåg att människor måste ha rätt till dessa lån. Att det sedan ledde till en internationell kris hade att göra med den teknologiska utvecklingen på finansmarknaderna som vi får ta del av som bankirer. Det som jag kan glädja mig åt är att de skandinaviska bankerna, för att göra den första kopplingen till kvällens rubrik, faktiskt var mycket lågt investerade i dessa produkter.

Den andra bakgrunden till den europeiska finanskrisen: Det här är naturligtvis ett exempel på *deficit finance*. Vi har nu kommit till den absoluta slutpunkten på keynesianskt finanspolitiskt dravel. Det finns inte längre någon möjlighet att argumentera att marknaden är så irrationell att man kan ersätta privat med offentlig efterfrågan finansierad med lån. Det är slut, totalt slut. Kasta bort makroböckerna, bränn upp *General Theory*, det är nonsens. Sedan kan man naturligtvis också dra politiska analogier av detta, men det lämnar jag åt någon annan.

På basen av en döende finanspolitisk doktrin kommer sedan några länder som inser att det här är en underbar sats att dra nytta av systemet. Vi har fått lära oss att kalla dem den s k PIIGS-gruppen, även om jag gärna själv skulle lyfta ut Irland ur gruppen, för Irland är ett lite annorlunda fenomen. De här länderna, framför allt Grekland, betedde sig på ett sätt där man utnyttjade den allmänna europeiska sympatin för konjunkturpolitik, spenderade friskt och på och tog inget som helst ansvar. Tala om *moral hazard*!

Det är fascinerande att man så ofta i dag hör att det är bankirernas fel. Varför köpte de grekiska obligationer? Låt oss applicera samma argument på en privat låntagare som tänker emittera obligationer, upprättar ett prospekt men skriver två kommatecken fel och

gör ett syftningsfel i en sats. Då blir han, om obligationerna råkar bli ett problem för marknaden, omedelbart åtalad. Ett till synes betydelselöst fel i prospektet kan innebära att en domstol omedelbart konstaterar att fordringsägaren som sitter på obligationen har all rätt och låntagaren ingen. Men gäller det en stat, då tycks man få skriva hur mycket dravel som helst i ett prospekt, konstituera en grekisk centralbyrå med huvuduppgift att ljuga om statsfinanserna, trycka det prospektet och när det blir uppenbart är det ingalunda emittenten som har fel, utan det är placerarnas fel alltsammans. Att säga att finanskrisen är de europeiska bankernas fel, som dessutom har jobbat i en omgivning där regelverken har tvingat dem att köpa statsobligationer i likviditetsreserver och för att hålla sin balansräkning i skick i viss utsträckning, är därför att gå lite för långt.

Bakgrund tre: Den finansiella infrastrukturen i Europa. Euroområdet var inte så korkat konstruerat som vi i dag tror. Euroområdet hade en distinkt och ganska genomtänkt finansiell arkitektur. Den finansiella arkitekturen baserar sig på en rekommendation som säger att man inte kan köra med mer än 3 procents underskott i statsfinanserna. Det var därför korkat av Tyskland och Frankrike att bryta mot det 2006 och 2007, men det var trots allt bara en rekommendation. *The Iron Fist* i den här strukturen var *no bailout*-klausulen. I sista hand kommer ingen annan att bära ansvar för statsobligationer i det emitterande landet än landet självt. Det var det fullkomligt fundamentala i euroarkitekturen.

Tyvärr tog det inte mer än tre timmar att besluta om att avvika från stabilitetspakten när Grekland första gången var nära att gå omkull. Man rusade in och löste ut landet på ett sätt som jag tror att de flesta i dag ångrar. Det är tyvärr så att vi därmed har brutit sönder

ryggraden i euroområdet finansiella arkitektur. Det är inte så att det var felkonstruerat. Det finns de som säger att det var felkonstruerat, men det var det inte, utan problemet var att man gav fullkomligt fan i det. Det är otroligt att vi tror att vi i Europa har rättssamhället. Skulle samma sak ha hänt i USA skulle man omedelbart ha gått upp till Högsta domstolen, som skulle ha funnit *bailouten* icke-konstitutionell. Följaktligen skulle man aldrig kunna göra det. I Europa finns ingen motsvarande mekanism. Det tog exakt tre timmar att besluta att inte bry sig om Maastrichtavtalets stabilitetspakt. Så begick man ett enormt misstag: inte bara ett tekniskt misstag utan en dödsstöt mot den finansiella arkitekturen som inneburit att vi nu hamnat i en omgivning där det inte finns någon arkitektur över huvud taget. Ingen vet om vi kommer att stödja dessa *bonds*, eller om vi inte kommer att stödja dem. Om vi stödjer dem, vilka stödjer vi? Vad köper den europeiska centralbanken, vad köper den inte? Det finns inga spelregler. Det är ett av de centrala problemen i den situation vi i dag befinner oss.

Att den finansiella arkitekturen dessutom på mikroplanet har innehållit fullständigt absurda element som tyska Landesbanker, som fram till 2007 hade statsgarantier som innebar att man med tysk kreditvärdighet kunde låna upp ändlösa mängder pengar och placera dem på 15 baspunkters marginal i låt oss säga grekiska statsobligationer, gjorde inte saken bättre. Jag tror att jag har använt åtminstone varannan månad de senaste fem åren åt att inför liknande publik säga att om vi inte fixar Landesbanksproblemet i Tyskland kommer det att gå åt helvete. Jag anser mig därför vara ganska fri från allt ansvar för detta kaos, jag har åtminstone varnat för det.

Bakgrund fyra: Inkompetens. Det är tyvärr så att våra universitet i Europa,

och nu ska jag i denna akademiska sal försöka säga det på ett klokt sätt, inte undervisar i monetär ekonomi. Det är jätteintressant. Vår makroekonomi är keynesianskt dravel och vår mikroekonomi stannar någonstans vid finansiell ekonomi, *banking*, men går egentligen inte in på monetär teori. Jag talar inte om monetaristisk teori, jag talar om allmän bank- och penningteori.

Slutresultatet är att de skickliga makro-, bank- och finansteoretikerna i Europa kan räknas på en hands fingrar. De har tyvärr inte alla anställning på den Europeiska centralbanken, utan de flesta jobbar för Goldman Sachs.

Konsekvensen är den att förmågan att hantera den finansiella krisen när den har eskalerat har varit oerhört begränsad. École Nationale d'Administration (ENA) i all ära, men vi skulle egentligen ha behövt lite fler killar som förstår hur det fungerar. Jag vill citera William Rachman i hans kolumn i *Financial Times* i veckan. Han sade ungefär så här: "The average anti-capitalism demonstrator knows more about how the market works than the average German politician".

Det tror jag är sant. Vad är det som hargjorts? Beträffande penningpolitiken för 2008 och 2009 är det fullständigt uppenbart att den Europeiska centralbankens penningpolitik var för stram. Det är någonting man har dragit nytta av även i Sverige. Riksbanken skulle jag vilja ge en elege, och jag är full av respekt för det sätt på vilket Riksbanken skötte sig, och jag är jätteledsen över att den Europeiska centralbanken inte klarade det.

För det andra: En enorm inkompetens vid *bailouts* av Grekland, att inte ens tänka på saker innan man rusar in för att – som man tror – städa.

För det tredje: Ett antal populistiska åtgärder, transaktioner där man förefaller skicka signaler åt ett antal håll om att man inte förstår hur marknader och

finansmarknaden fungerar: "Egentligen vill vi nog inte ha era banker eller en finansmarknad". Det är bäst att gå till jobbet och inte tänka på det här med finanserna. Det är den tyska inställningen. Jag är fascinerad av den.

Slutligen för det fjärde: Manisk federalism. Man tror att med tillräcklig federalism, med att allting slås ihop i större enheter och med mer eurofonder löser sig allting. Det är tyvärr inte på det sättet.

Vad händer nu? Det finns egentligen tre förslag på hur vi ska komma vidare i Europa. Det första är interventionism. Det finns de som säger: "Let's go in". Nu är det på det sättet att det här med interventioner på finansmarknader inte i grunden är någon bra idé. Jag ska kort motivera varför, med den finansiella motsvarigheten till Powell doktrinen. Ni minns generalen Colin Powell. Han introducerade i sina memoarer en mycket enkel doktrin för militära aktiviteter: "Rule one: Do not use military force. Rule two: If you absolutely have to use military force, go in with overwhelming power".

Det fascinerande är att detsamma gäller för finansiella interventioner. "Do not intervene in the financial market", det är en jättebra grundregel. "And if you absolutely have to intervene you go in with overwhelming force". I den Europeiska centralbanken är det man hållit på med som att skicka ut en bataljon till torget i Bagdad som står där och vinkar. Det fungerar inte, det är inte bra. "Either you go in with overwhelming force, or you don't". **Det är kört, interventioner är inget bra, åtminstone inte om man saknar tillgång till "overwhelming force".**

Så till Angela Merkel: Federalism, mer federalism. Vi behöver mer Europa, inte mindre Europa: Vi kan socialisera skulderna i Europa. Det är klart att det går. Vi kan säkert klara den här krisen genom att socialisera alla skulder och

räntebetalningar. Det går säkert bra. Men då uppstår två problem. Det uppstår ett gigantiskt *troubled assets*-problem, som kommer tillbaka och spökar igen efter fem eller tio år; jag vet inte, men det kommer tillbaka.

För det andra finns det inget politiskt stöd för denna agenda. Det är bara 12 procent av normmännen som numera vill in i EU. Det är patetiskt. 75 procent av engelsmännen skulle i dag rösta för utträde om man skulle fråga dem. I Finland, som brukar vara Europas mest pro-EU-land, är det i dag en fullständigt klar majoritet av befolkningen som tycker att EU är kasst och som absolut inte vill vara med. Den mycket insiktsfulla och respektingivande presidentkandidaten och tidigare statsministern Paavo Lipponen får 7 procents understöd i gallupundersökningarna på grund av att han är den kandidat som är mest pro-EU.

"I rest my case". Det fungerar inte! Fru Merkel kan aldrig få det att fungera. Det betyder att den enda möjliga lösning som finns kvar är *muddle through*. Det finns ingen annan lösning än att professionellt hantera detta steg för steg. Det finns ingenting att besluta och det finns ingen trovärdighet för socialisering av riskerna. Vi måste *muddle through* genom att försöka skapa trovärdighet i marknaderna och så småningom göra klart att ledningen i Bryssel och Frankfurt förstår vad det hela gäller och inte bara pratar dravel om saker som de antingen inte förstår sig på eller inte har någon makt över.

Vad borde i så fall göras för att *muddle through* ska bli möjlig? För det första tror jag inte att det finns något alternativ till att *switcha* till en mer ackommodativ och mer expansiv penningpolitik. Huruvida det är tekniskt möjligt under de regler som styr Europeiska centralbanken i dag är inte jag den rätta att evaluera. Jag bara konstaterar att det på ett eller annat sätt måste komma till stånd. Den enda goda

nyheten i allt det här är Mario Draghi, som jag känner lite grann personligen och som jag har stor respekt för. Han är välutbildad i USA, han jobbar på Goldman Sachs som alla bra människor i världen gör – det var ett skämt – och han har faktiskt förutsättningar att förstå detta. Men huruvida han kan lyckas få en förändring till stånd och verkligen göra någonting kan jag inte bedöma.

För det andra måste vi börja motverka kreditkontraktion. Europas största hot nu är att den strama penningpolitiken i kombination med de nya hårda krav vi ställer på banksystemet skapar en enorm kreditkontraktion. Det är jag verkligen rädd för. Jag hör till den generation som var med redan 1991–92, och jag kommer väl ihåg hur det var. Vår dåvarande president Mauno Koivisto skriver i sina memoarer två sidor om ett korkat utlåtande som jag 1992 gjorde på ett seminarium där jag enkelt förklarade hur man räknar ut hur mycket kapital som försvinner ur banksystemet på basis av värdesänkningar i fastigheter. Jag försökte bara förklara att vi talar om stora pengar och att kreditkontraktionen kommer att bli jättestor. President Koivisto hade varit centralbankschef och han skriver i sina memoarer att detta var en mycket chockerade nyhet. Men det var bara någonting jag räknade fram i huvudet för att ge en bild av hur allvarlig situationen kan bli.

Vi börjar få samma situation i Europa i dag. Det finns en uppenbar risk att kombinationen av alltför stram penningpolitik och åtgärder med strama kapitalkrav inom banksektorn leder till att alla skär ned på kreditutbudet. Om vi skär ned på kreditutbudet vet ni alla som nationalekonomer vad som händer. Det blir inga investeringar och tom konsumtionen, framför allt av varaktiga konsumtionsartiklar, kommer att dropa. Vi får ingen ekonomisk tillväxt och det går inte särskilt bra.

Slutligen måste vi helt enkelt skapa trovärdighet. Detta är svaret på kompetensargumentet. Vi kan inte kontinuerligt prata emot varandra om ett scenario som vi vet att vi inte har makt att förverkliga och som delvis är fel genomtänkt. Det måste uppstå ett ledarskap någonstans i systemet. Det skulle kunna vara i Europeiska centralbanken, men det är kanske inte helt sannolikt eftersom det är konstitutionellt svårt, även om jag som sagt har en hög uppfattning om dem som sitter där nu. Det måste antagligen vara i Bryssel, men hur det ska komma till stånd förstår jag inte. Vi måste komma bort från trivial populism och från argumentet att Baroso ska pressa bankerna och de rika. Som om det skulle hjälpa någonting i den här krisen! Han må gärna tycka det, men det är ingen lösning på den här krisen i det här tidsperspektivet. Vi måste komma tillbaka till den stora europeiska agendan om att skapa bättre marknader, mer konkurrens, livskraftiga ekonomier och konkurrenskraft. Det är den enda vägen ut.

Det är vad jag tror om världen i dag. Nu kommer jag till den egentliga rubriken: Skandinavisk finans. Jag tycker att det är jätteenkelt, egentligen. Det handlar om styrka, svagheter, möjligheter och hot. Styrkan hos de skandinaviska bankerna är en stark kapitalbas; det vill jag understryka än en gång. År 2006 hade *Dagens Industri* en stor nyhet på första sidan. Där stod den stora rubriken: Swedbank bäst i klassen! Man undrade vad de var bäst i klassen på. Jo, de var de mest effektiva utnyttjarna av sitt kapital. Swedbank hade bara 5,3 procent kärnkaptital. Vi fick veta att det var skickligt av dem att klara sig med så lite kapital. Vi ska minnas att Swedbank i dag har dubbelt så mycket kärnkaptital.

Med detta vill jag påminna om att alla inte hade 8 procents kapital då men har 10 procent i dag. De flesta banker

var faktiskt nere på 6 eller någonting sådant när vi talar om 2006 eller 2007. Och i dag är de uppe på 10, 11 eller 10 om högre. Vi talar om en ökning av kapitalbasen, när vi tittar på kärnkaptital i systemet, som löper inemot 100 procent. Det är en betydande förstärkning; det är inga små pengar.

Därför tror jag att vi faktiskt har jättefina utsikter och en bra utgångspunkt för de skandinaviska bankerna, både defensivt och kanske i framtiden också offensivt när vi så småningom tar oss ut ur krisen. Det finns inte heller i praktiken någon PIIGS-exponering i detta system. Det är obefintligt små mängder pengar som är placerade direkt i de här länderna. Till och med när man tittar på investeringar i den andra och tredje generationen är det ganska obetydliga summor. Det får hända ganska hemska saker i PIIGS för att det ska ha någon effekt på kapitalbasen i de skandinaviska finansiella systemen.

De skandinaviska bankerna har också en annan god sak, nämligen sin likviditets- och återfinansieringssituation. De flesta av dem – nästan alla – har en mycket stark depositionsfinansiering, om inte direkt i den svenska marknaden så på någon av de skandinaviska marknaderna. Den ser inte så stor ut i del av balansräkningen jämfört med amerikanska banker. Men det beror i stor utsträckning på att vi har en helt annan struktur på bolånen än när det gäller balansräkningarna på de amerikanska bankerna. Procenten blir därför absurda vid en jämförelse.

Faktum är att alla våra banker är *general banks* som har stora depositionsplatser relativt till vad vi ser på andra ställen i världen. Det betyder också att vad gäller återfinansiering står de mycket starka.

Jag måste också säga att vi lever i en trevlig del av världen. Statligt och politiskt engagemang i våra banksystem är

i dag faktiskt ganska obetydligt. Det är goda institutioner, kommersiellt ledda av rimligen kompetenta människor som har klarat sig rimligen bra. En del har sjabbat lite i Ukraina eller motsvarande, men det är sist och slutligen ganska små pengar det handlar om. Våra banker är väl starka institutioner ledda av människor med rimlig kompetens.

Vilka är då svagheterna? Den första uppenbara svaga länken är Danmark. Det är någonting litet ruttet med Danmark. Men jag tror inte att det är terminalt. I stället tror jag det är ett slags *learning curve*. Det intressanta är att på 1990-talet hade Norge, Sverige och Finland djupa bankkriser. I dag har Norge, Sverige och Finland ingen bankkris. På 1990-talet hade Danmark ingen bankkris, men i dag har Danmark en bankkris. Det är uppenbarligen så att bankirer lär sig, fast man inte tror det. Danmark är nog en liten black om den skandinaviska foten. Det är åtminstone inte någonting som vi kan vara jättestolta över som skandinaver. Det är en liten svaghet.

Vi har också en svaghet med en typ av populisterna. Det har visserligen nästan alla. Vi måste så småningom komma bort från dessa eländiga "bank bashers". Man kan inte hålla på och bråka med Christian Clausen i tre veckor om en eländig 250 kvadratmeters lägenhet på Narvavägen. Det är absurt. Vi kan hantera detta separat, men jag tar det bara som ett exempel. De här killarna jobbar faktiskt hårt. Ursäkta mig, men de är inte särskilt högt betalda i ett internationellt perspektiv. Christian har ungefär en femtedel i lön av vad hans *European peers* på lika stora banker har. Men nu ska jag inte prata mer om det.

Vi måste helt enkelt få många fler att förstå att finansmarknader och banker är väsentliga delar av vårt samhälle. Om vi inte har fungerande finansmarknader och om vi inte har välskötta och välfungerande banker är det lite si och så med

förutsättningar för ekonomisk tillväxt.

Den tredje svagheten är konsolideringsbehovet. Det är mest uppenbart i Danmark. Danmark består av Danske Bank, Nordea och en ändlös massa eländigt små banker. Dessutom är det så att någon av dessa eländigt små banker verkar gå omkull med två veckors mellanrum. Utan att provocera vill jag ansluta mig till dem som säger att det är slut nu, men jag är inte riktigt säker på att det är på det sättet. Vi måste förstå att banksystem kan och ibland måste konsolideras och omstruktureras. Åtminstone har det danska systemet behov av det. Det är en svaghet för hela Skandinavien.

Vad finns det då för möjligheter? Jag tror att den största möjligheten vi har i de skandinaviska finanssystemen är när den här krisen någon gång är över – för den kommer någon gång att vara över. Då kommer många av de skandinaviska bankerna, och jag tror särskilt Nordea, att stå med huvudet högt och vara en av de rimligen få stora spelare i Europa som kan göra någonting. Det gäller särskilt om vi sköter Nordea bra och det är det meningen att vi ska göra. De välskötta, välkapitaliserade och icke-PIIGS-exponerade nordiska bankerna kommer att ha en möjlighet att bli ännu viktigare i Europa när detta är över, bara vi gör det försiktigt, klokt och på sikt.

För det andra tror jag att våra banker har en jättebra möjlighet att expandera i det som vi kallar för *corporate banking*. Där kommer två saker att ske. I och med de kapitalkrav som kommer så kommer framför allt stora företag i allt högre grad att söka sig bort från bankfinansiering och gå direkt till kapitalmarknaden. Men när det gäller medelstora och mindre företag, och även en del av de större företagen, kommer marknaden inom Skandinavien att växa ganska mycket om det så småningom börjar gå ganska hyggligt. Det är ett område där vi alla kan växa och utvecklas.

Slutligen: Vad finns det för hot? Det första hotet är kapitalkrav och överreglering. Jag tror faktiskt att det är farligt. Jag tycker att Bank of England är ganska smart på den här punkten. Jag hör till dem som tycker att vårt banksystem hade alldeles för lite kapital ”going into the crisis”. Men jag vill nu påminna om att banksystemet faktiskt i dag har väsentligt mer kapital än vi hade 2006-07. Det är mitt första argument. Mitt andra argument är att jag tycker att *The Volcker Rule* är alldeles förnuftig. Man ska inte syssla med *prop trading* om man har 8 procent kapital. Det är helt enkelt inte tillräckligt.

Jag tycker egentligen att *The Volcker Rule* approximativt är okej. Men jag tycker också att det är viktigt att förstå att vi inte ska klämma åt systemet just nu, för kreditkontraktion är det stora hotet. Vi måste förstå att vi kanske ska bete oss ungefär som Bank of England, som säger att 2018-19 ska vi ha mycket kapital i systemet – om jag nu får för enkla det hela lite. Jag tror att det är jätteviktigt att förstå att en lugn transition till högre grader av kapitalisering i den mån man vill ha det är vad vi måste få. Smäller vi på för mycket nu är resultatet bara en kreditkontraktion och det vill vi inte ha – för det är inget skoj alls.

Det andra hotet är en alltmer negativ arbetsmiljö, men det har jag redan talat om.

Det finns några slutsatser – egentligen tre stycken – av detta. Jag tror att skandinavisk *banking* och våra finansiella marknader har varit välskötta och professionellt ledda. Sedan vi lärde oss våra läxor på 1990-talet har vi med undantag för Danmark haft rimliga belåningsgrader. Vi har institutioner som på ett ganska admirabelt sätt – ett sätt som man faktiskt i övriga Europa ser upp till – representerar finansiell stabilitet, en affärsmodell som inte tar onödiga risker och en mycket professionell ledning.

Det där har jag haft glädjen att höra gång efter annan – inte riktat till mig själv utan till de verkställande ledningarna i de skandinaviska bankerna. Jag tycker att det är någonting som man måste säga i dessa dagar då *bankers* är *bad news*. Kom nu ihåg hur jäkligt bra de här bankerna har klarat sig!

Den andra slutsatsen jag vill dra är att många av dessa banker är väldigt väl positionerade för att vinna på en återhämtning. Vi är i en situation där vi när detta är över med stor sannolikhet kommer att stå i en position där de nordiska bankerna verkligen kan dra nytta av det hela och bygga någonting större. De kan skapa bättre och effektivare strukturer som kan tjäna konsumenterna och skapa värden.

Den tredje slutsatsen är kanske den allra viktigaste. Jag tror att vi nu måste förstå att den ekonomiska politiken och den allmänna samhällspolitiken måste riktas om till att stödja en utveckling av de finansiella systemen snarare än att motverka dem. Åtgärder av typ transaktionsskatter skapar misstro mot banker och finansiella marknader och gör ingen nytta i det här skedet. Det är fullständigt absurt att man försöker gömma *policy-misstag* under politiska initiativ som är rent ut sagt korkade.

Vi måste förstå att en nationalekonomi inte är så hemskt mycket annorlunda än en privat ekonomi. Det här brukar man ofta säga. En del av er som har läst finansiell ekonomi och jobbar med det vet att *Capital Asset Pricing*-modellen är den traditionella modellen av en kapitalmarknad. CAPM har en skojig egenskap – den genererar en *capital market line* som beskriver den linjära relationen mellan risk och avkastning. Denna ekvation, som är uppenbar i varje investeringsportfölj, gäller intressant nog också nationalekonomier.

När vi frågar oss själva hur mycket stabilitet vi ska ha i vårt finansiella sys-

tem finns det inget absolut svar på frågan. Svaret beror på den grad av risk vi vill bära. Vi kanske vill bygga ett *fail-safe* finansiellt system såsom president Obama sade: ”This should never happen again!” Det är i så fall inget problem; sätt 25 procent kapitalkrav på bankerna så kommer ni aldrig att få en ny bankkris. Men ni kommer inte heller att ha någon ekonomisk tillväxt på de nästa 20 åren eller så.

Om ni vill skapa tillväxt går inte det utan att ta en viss risk. Jag tror att vi nu inser att våra system kanske har tagit onödigt mycket risker historiskt sett, men det är ingen orsak att gå till den andra ytterligheten. Vi står inför ett samhälleligt val: Vill vi ha ekonomisk tillväxt? Jag tror att ekonomisk tillväxt är absolut nödvändig för att på sikt lösa alla de problem vi har i våra pensions- och socialsystem. Allt annat kan gå åt skogen i Europa. Då kan vi inte överreglera och överkapitalisera vårt bankssystem. Om vi gör det kommer vi bara att få en enorm kreditkontraktion och med den är vi tillbaka där vi startade eller kanske i något ännu värre.

Tusen tack!

Pehr Wissén

Tack, Björn Wahlroos! Jag välkomnar nu Karolina Ekholm.

Karolina Ekholm

Jag kommer att hålla med om en hel del av de saker som Björn sade här när det gäller det skandinaviska banksystemet. Men jag kommer från en centralbank, så jag kommer kanske att uttrycka mig lite mer modererat när det gäller vilka slutsatser jag drar.

En huvudpunkt som jag vill föra fram i dag är en av de saker som Björn tryckte på, nämligen att de nordiska bankerna faktiskt är förhållandevis starka, särskilt i ett europeiskt perspektiv. Jag ska lista några skäl till detta. Det för-

sta är små kreditförluster – undantaget Danmark – vilket också var någonting som framkom i Björns anförande. Kreditförlusterna är små i dagsläget, och vi tror också att de kommer att förbli förhållandevis små trots att vi ser en avmattning i konjunkturen. Detta hänger samman med att de nordiska länderna går förhållandevis bra. Där är undantaget just Danmark som har haft en delvis annorlunda utveckling med en rejäl sänkning på bostadsmarknaden.

Någonting som också figurerade i Björns anförande är att de direkta exponeringarna gentemot de skandinaviska länderna är mycket små. Vi kan inte utsluta att det finns en hel del indirekta exponeringar, men vi har i alla fall kontroll över de direkta exponeringarna och de ser i princip försumbara ut. Som Björn också påpekade är bankerna dessutom relativt välkapitaliserade i dagsläget.

Jag skulle ändå vilja säga att de nordiska bankerna trots allt är sårbara av ett antal olika skäl, vilka jag ska försöka förklara.

Ett är att bankerna är starkt beroende av marknadsfinansiering. Det är inte bara insättningar som ligger till grund för bankernas finansiering. När det gäller svenska banker nämns ofta att svenska hushåll har starka preferenser för att spara i olika typer av fonder och att det är en faktor som begränsar de svenska bankernas möjlighet att finansiera sig med insättningar. En hel del av finansieringen på marknaden sker i utländsk valuta. Det beror delvis på att bankerna har tillgångar i utländsk valuta. Men det beror också på att det ibland är billigare för dem att finansiera tillgångar i svenska kronor med utländsk valuta. På marknaderna för dollar och euro kan det hända saker i ett krisläge som gör det svårt att få tillgång till sådan finansiering och det gör de nordiska bankerna exponerade för viss typ av risk.

Man kan dessutom säga att den

nordiska finansiella marknaden och bankmarknaden är förhållandevis koncentrerade. De domineras av ganska stora aktörer, inte minst här i Sverige. Det är också väldigt sammanflätade marknader där de stora aktörerna har stora exponeringar gentemot varandra. Detta skapar en sårbarhet genom att om någon av bankerna får problem spiller det lätt över till de andra aktörerna i systemet. När det gäller de svenska bankerna är alla de fyra storbankerna i princip systemviktiga. Om det händer någonting där kan systemet hamna i gungning ganska snabbt.

Ett skäl till att bankerna är så stora som de är, är att de har betydande verksamhet utomlands. Över huvud taget kan man säga att den nordisk-baltiska regionen är ganska starkt integrerad när det gäller den finansiella sektorn. Detta skapar viss sårbarhet. Det har delvis att göra med hur man går till väga när man ska hantera en kris om det nu bryter ut en sådan. Då blir det myndigheter från flera länder som ska försöka agera tillsammans och koordinera sina aktiviteter. Erfarenheterna tyder på att det kan bli svårt.

En sista punkt som jag tycker är viktig att föra fram är att den höga grad av integration som vi ser i det nordisk-baltiska området, när det gäller banker, också kräver fungerande regionala samarbeten för tillsyn och krishantering. Det är någonting som vi funderar mycket på från Riksbankens sida. Det gäller även de andra centralbankerna i regionen. Jag ska berätta lite grann om de initiativ som har tagits under senare tid för att försöka förbättra samarbetet på detta område.

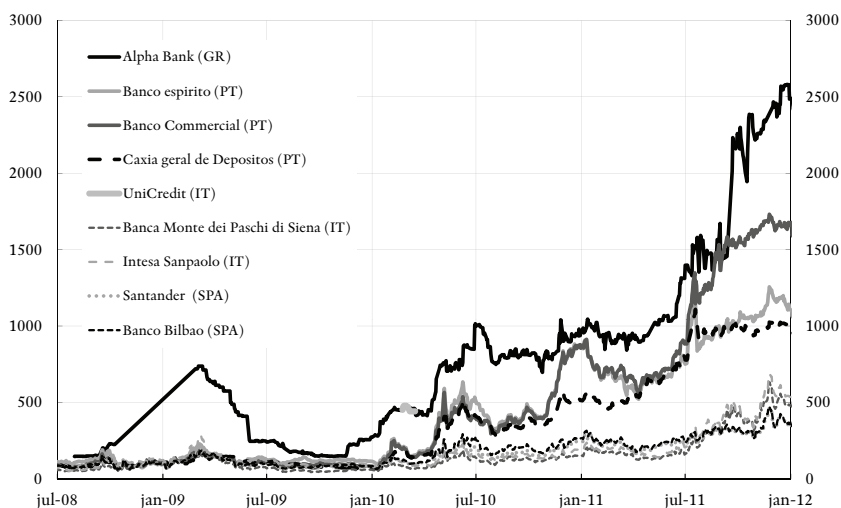
Låt mig substantiera en del av dessa påståenden genom att visa några diagram.

Figur 1 visar den s k CDS-premien för ett antal europeiska banker. De är valda så att CDS-premierna är särskilt

höga. Man kan säga att premierna visar kostnaden för en långivare att försäkra sig mot betalningsinställelse från bankernas sida, om man nu skulle välja att låna ut till dem. De utgör ett mått på den risk som marknaden förknippar med utlåning till dessa banker. Premierna har gått upp kraftigt under senare tid. De banker vars CDS-premier visas i detta diagram kommer framför allt från länderna med svaga statsfinansier – Grekland, Portugal, Italien och Spanien. Detta är en tydlig indikation på att bankerna har svårt att finansiera sig på marknaden i dagsläget. Många marknader är stängda för dem, särskilt när det gäller att finansiera sig på lite längre löptider.

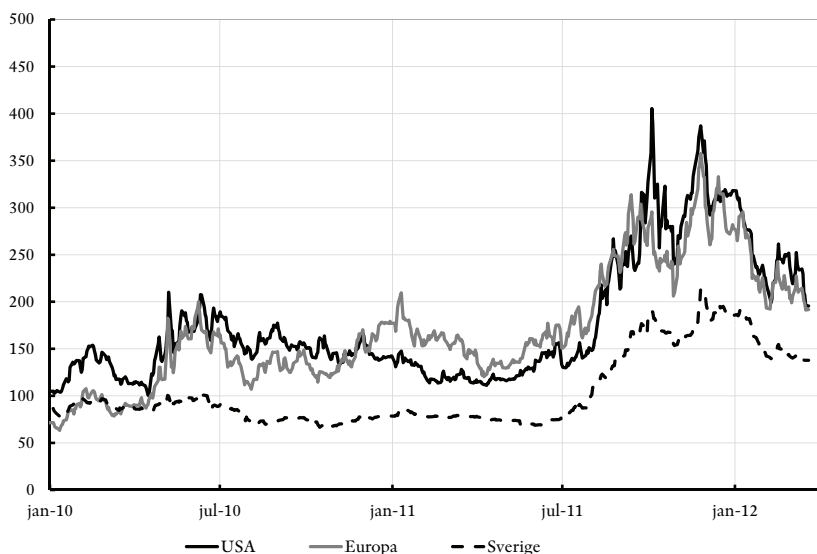
När det gäller svenska banker, som av de nordiska bankerna är de som jag kan bäst, är motsvarande premier mycket lägre. De är lägre än genomsnittet i Europa, vilket visas i figur 2. Figuren visar genomsnittet för både Europa och USA. Diagrammet startar i början av 2010, men om vi går tillbaka lite längre i tiden var faktiskt CDS-premierna tidigt under den finansiella krisen högre för de svenska bankerna än för genomsnittet i Europa, alltså under hösten 2008 och i början av 2009. Detta hänger samman med att de svenska bankerna då inte såg riktigt lika säkra ut. De hade en del aktiviteter i Baltikum som såg riskfyllda ut. Det faktum att CDS-premierna nu är förhållandevis låga är en indikation på att de svenska bankerna har god tillgång till marknadsfinansiering i dagsläget.

Både Björn och jag har sagt att bankernas direkta exponeringar mot de statsfinansiellt svaga länderna är små. Det kan man se i figur 3. Fyrkanterna visar direkt storleken och omfattningen av exponeringar mot de s k GIIPS-länderna. Fyrkanterna för Sverige är mycket små. Den totala exponeringen mot alla dessa länder – och här ingår ändå stora länder som Italien och Spanien –



Figur 1
CDS-premier för ett antal europeisk banker, räntepunkter

Källa: Ecowin Reuters and Bloomberg.



Figur 2
CDS-premier för olika länders banker, räntepunkter

Källa: Bloomberg

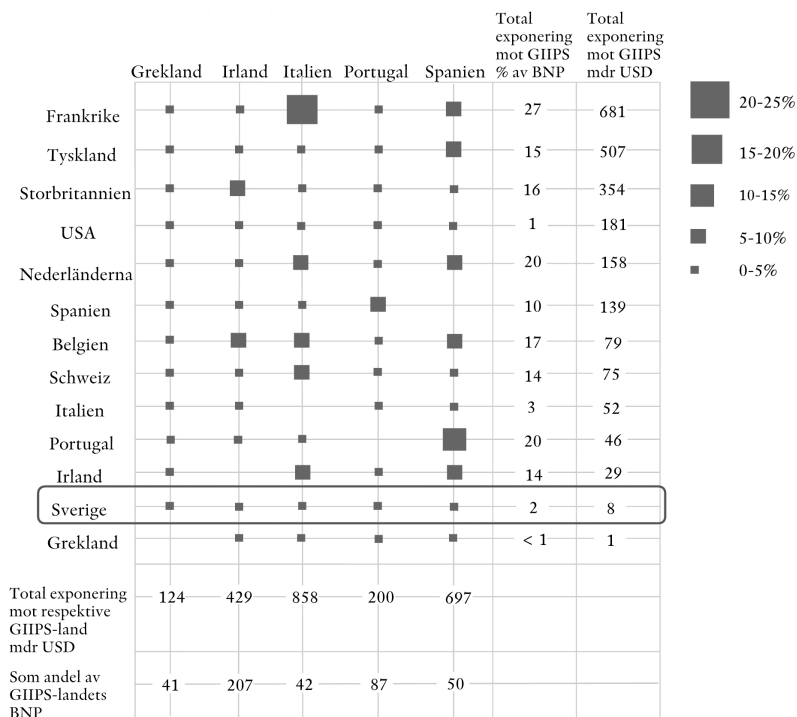
är 2 procent av BNP. Det är ganska lite.

Vissa av fyrkanterna är rätt så stora. Framför allt gäller det Frankrikes exponering gentemot Italien, vilket är den största. Men vi ser också att Portugals exponeringar mot Spanien är förhållandevis stora. När det gäller Sverige är dock den direkta exponeringen liten.

Men det hindrar förstås inte att svenska banker kan vara exponerade mot franska banker som i sin tur är exponerade mot italienska statspapper. Det finns alltså indirekta exponeringar som man måste ta hänsyn till.

Vi har båda sagt att bankerna är välkapitaliserade. Det visas av figur 4, som

Figur 3
Internationella bankers exponeringar mot GIIPS



Anm: Med internationella banker avses de internationellt aktiva banker som rapporterar sin innehav till Bank for International Settlements.
Källa: BIS och Riksbanken.

jag hämtat från vår senaste stabilitetsrapport, som publicerades i juni i år. Den visar kapitaltäckningen för de svenska storbankerna. Detta är kärnprimärkapitalrelationer enligt det s k Basel-II-ramverket. Denna figur går från slutet av 2008 till början av 2011. Man ser att samtliga banker i princip har ökat sin kapitaltäckning kraftigt. Man kan också notera att Nordea tydligen satsar på att vara bäst i klassen nu för tiden genom att hålla lägst kapitaltäckning. Men den är fortfarande ganska hög i ett internationellt perspektiv och ligger på över 10 procent.

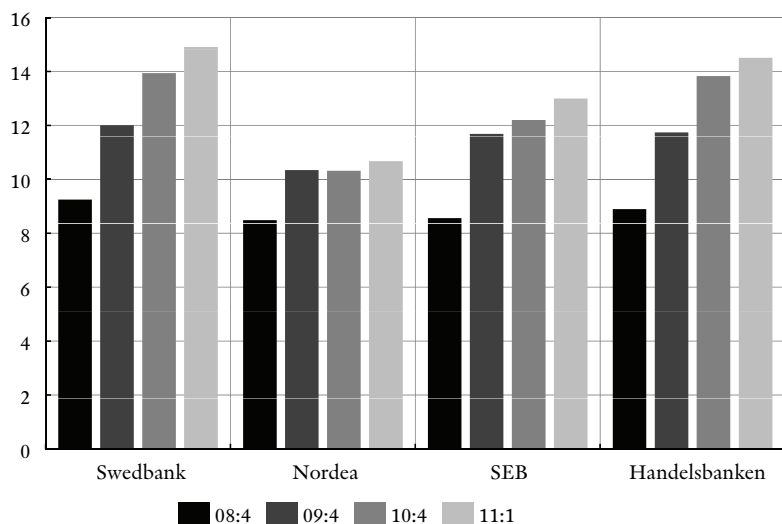
Björn Wahlroos

Kanske du kunde kommentera CDS-ratingen för de här bankerna? Jag tänkte bara säga att Nordea är lägst där.

Karolina Ekholm

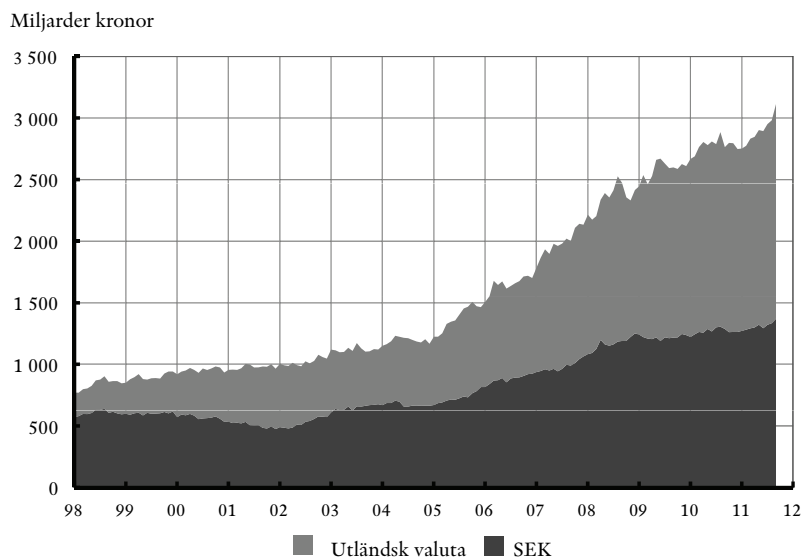
Som jag sade tidigare är bankerna välkapitaliserade, men sårbara när det gäller finansieringen på marknaden. Beroendet av marknadsfinansiering visas av figur 5. Här ser man den totala marknadsfinansieringen för de svenska storbankerna. Den är uppdelad på svenska kronor och utländsk valuta. Den totala marknadsfinansieringen är egentligen något större än vad som framgår av figuren. Det som inte räknas in här är bankernas upplåning via sina utländska dotterbolag. Nordeas upplåning i danska kronor i Danmark, t ex, finns alltså inte med i dessa siffror.

Man ser att det skett en ganska kraftig ökning av marknadsfinansieringen under den senaste tiden. Den del som handlar om utländsk valuta är i denna



Figur 4
Kärnprimärkapitalre-
lationer enligt Basel
II, procent

Källa: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken.



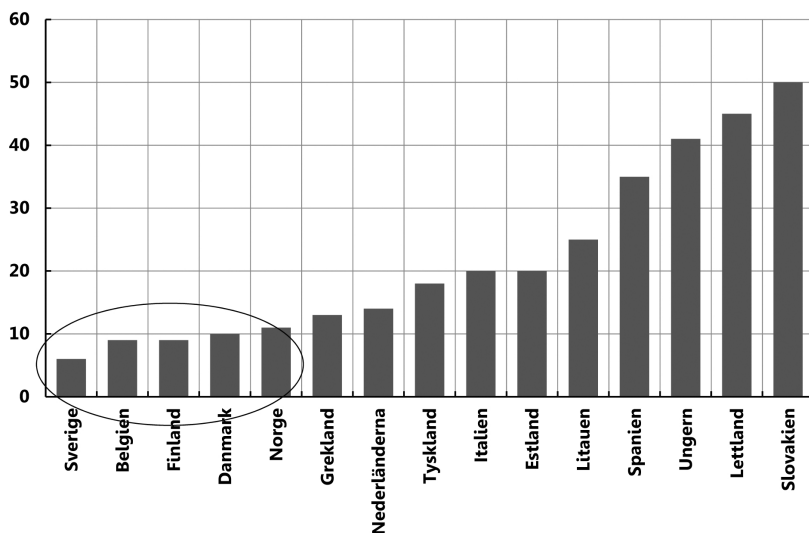
Figur 5
De fyra svenska
storbankernas mark-
nadsfinansiering via
moder- och dotterbo-
lag hemmahörande i
Sverige

Källa: SCB och Riksbanken.

figur ungefär hälften. Men på koncern-
basis, om man räknar med de utländska
dotterbolagens upplåning, är det snara-
re två tredjedelar utländsk valuta. Detta
är någonting som inte behöver vara ett
problem, men på marknaderna för euro
och dollar, som är de som bankerna i

första hand finansierar sig på, kan det
uppstå stress. I detta fall har vi som cen-
tralbank lite svårare att hjälpa till att
tillhandahålla likviditet än vi har när
det gäller bankernas upplåning i svenska
kronor, som vi kan tillhandahålla i obe-
gränsad mängd om vi skulle vilja. Det är

Figur 6
Riskvikter på bolån
enligt Basel II, procent



Källa: Nationella centralbanker och Riksbanken.

en sak som vi ofta påpekar när det gäller eventuella svagheter i det svenska bank-systemet.

Man kan också konstatera att den höga kapitaltäckning som man ser i de nordiska bankerna – jag har visserligen bara visat de svenska storbankerna här – bygger på att man har mycket låga riskvikter på bolån. Kapitaltäckningen räknas som kärnprimärkapital i förhållande till riskviktade tillgångar, där tillgångarna handlar om bankernas utlåning. Då är frågan hur man riskviktat olika typer av utlåning. Just i de nordiska länderna – Sverige, Finland, Danmark och Norge – har man mycket låga riskvikter på utlåning för bostadsändamål (se figur 6). Det bygger på att man historiskt har sett att de nordiska hushållen betalar tillbaka på sina bostadslån i mycket stor utsträckning. Riskvikterna bygger på historiska erfarenheter. Samtidigt har man i alla de här länderna under en ganska lång tid sett en skulduppbyggnad hos hushållen och stigande bostadspriser som potentiellt kan skapa en del risker.

Jag sade också att en potentiell svaghet är att man har sammanflätade och regionalt integrerade marknader. När det gäller var de svenska bankerna har sina utländska aktiviteter så visar det sig att det i väldigt stor utsträckning är grannländer som är föremål för etablerande av dotterbolag. Av de svenska storbankernas utlåning sker 50 procent i Sverige. Hälften av den totala utlåningen sker utanför Sverige. De största regionerna är de andra nordiska länderna, de baltiska länderna, Polen och Tyskland.

Detta är ett tydligt regionalt förankrat finansiellt system. Eftersom jag har sysslat med internationell handel under stora delar av mitt liv kunde jag inte låta bli att göra en liten gravitationsanalys av de europeiska bankernas gränsöverskridande bankverksamhet. Den som har studerat internationell handel vet precis vad det är. Analysen går ut på att förklara mönstret för gränsöverskridande verksamhet, här mätt med rapporterade bankers utländska fordringar på konsoliderad nivå enligt Bank of International

Settlements (BIS). Måttet fångar omfattningen av ett lands bankers verksamhet i ett annat land. Jag försöker förklara denna omfattning med storleken på hemlandets och värdlandets respektive ekonomier samt det geografiska avståndet mellan dem. Jag har också tagit med om man i hemlandet och i värdlandet talar samma språk, eftersom det har betydelse.¹

Vad kommer man fram till om man gör en regressionsanalys utifrån ett sådant samband? När jag skattade sambandet baserat på EU-data för 2010 så blev den skattade koefficienten för avståndsvariabeln 1,43. Det betyder att ett länderpar som ligger 10 procent närmare varandra än ett annat länderpar har i genomsnitt ca 14 procent mer gränsöverskridande bankverksamhet när vi kontrollerar ekonomiernas storlek och gemensamt språk. Det är ett starkt samband och betyder att det finns en stark geografisk komponent i gränsöverskridande bankverksamhet inom Europa, inte bara i vår region utan mer generellt.

Det här betyder att ska man arbeta för finansiell stabilitet och ta hänsyn till att man har gränsöverskridande verksamhet finns det anledning att försöka göra det på regional nivå. Det finns vissa initiativ som går ut på att man skulle försöka samordna arbetet med finansiell stabilitet på EU-nivå, men jag tror att Björns inlägg har övertygat om att hanteringen av den här typen av problem på EU-nivå kan vara besvärlig. Däremot tror jag att man kan göra det på regional nivå, dels för att det är på regional nivå som man ser att det finns problem som måste lösas, dels för att man har erfaren-

het av att samarbeta med varandra på myndighetsnivå.

När det gäller den nordiska regionen finns det en lång tradition av samarbete, åtminstone mellan centralbankerna. Vi har genomfört krisövningar på regional nivå för att försöka se till att krisarbetet är någorlunda koordinerat. Under senare tid har det skapats nya grupperingar för att stärka samarbetet mellan myndigheter som har att hantera finansiell stabilitet. Det handlar om centralbanker, tillsynsmyndigheter som svenska Finansinspektionen och deras motsvarigheter i de andra länderna och de respektive finansdepartementen. Det finns två ganska nya grupper som jag vill säga någonting om: Nordic Baltic Stability Group och Nordic Baltic Micro-Prudential Forum.

Men först tänkte jag berätta lite grann om en krisövning på nordisk-baltisk basis som genomfördes 2007. Jag kom inte till Riksbanken förrän 2009, så det var före min tid. Men jag har hört övningen nämnas i olika sammanhang. Det var 18 myndigheter från 8 länder som deltog: centralbanker, tillsynsmyndigheter och finansdepartement från de nordiska länderna, och de baltiska länderna var representerade av sina centralbanker. Exakt vad som hände har jag inte riktigt fått klart för mig, men jag har intrycket att det inte gick så bra. Det finns en del dokument om vilka lärdomar man drog av krisövningen.

En sådan lärdom är att man behöver bättre regler för inhämtande och spridning av information, för det verkar ha varit ett problem. Sedan behöver man koordinera beslutsfattande och extern kommunikation. Det låter som ganska

¹ Analysen utgår ifrån följande regressionsekvation:

$$\ln c_{ij} = \alpha + \beta_1 \ln GDP_i + \beta_2 \ln GDP_j + \beta_3 \ln lang_{ij} + \beta_4 \ln dist_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

där c_{ij} är land i:s bankers verksamhet i land j, GDP_i och GDP_j är BNP i hem- respektive värdland, $lang_{ij}$ är en dummyvariabel som antar värdet 1 om samma språk talas i hem- och värdland och värdet 0 annars och $dist_{ij}$ är det geografiska avståndet mellan länderna (mätt som fågelavståndet mellan huvudstäderna).

centrala uppgifter för krishantering på gränsöverskridande nivå. Vidare är det uppenbart att det hela resulterade i vad man brukar kalla för *ring fencing*, dvs att de nationella myndigheterna försökte förhindra att det skedde gränsöverskridande kapitalflöden mellan banker och deras utländska dotterbolag. Man försökte se till att det som fanns inom den egna nationens gränser verkligen stannade där. Det är den typen av ryggmärgsreflexer från de nationella myndigheternas sida som lett till en ganska valhänt krishantering i ett antal kända fall av gränsöverskridande banker i Europa.

Den lärdom som man har dragit är att trots att vi har lång erfarenhet av att samarbeta med varandra så finns det en risk att om det blir kris så kan vi inte riktigt räkna med att det fungerar så bra ändå. I det ljuset har man tagit initiativ till att bilda mer stabila grupperingar där man regelbundet ska kunna mötas och diskutera frågor. The Nordic Baltic Stability Group bygger på en frivillig överenskommelse från 2010. Här är det finansdepartement, centralbanker och tillsynsmyndigheter som träffas regelbundet och man har etablerat ett arbetsprogram som ska titta på hur kostnader ska fördelas vid eventuella bankkriser. Det är väldigt viktigt om man ska undvika *ring fencing*-tendenser. Man ska arbeta för att få fram bättre databaser för de viktigaste finansiella institutionerna. Man ska göra konsekvensanalyser av risker och titta på vilka verktyg för krishantering som kan utvecklas.

Det har man i alla fall kommit överens om att man ska göra, men arbetet är i sin linda, för det är väldigt nytt. Ännu nyare är en annan gruppering som är betydligt mindre formell och som kallas Nordic Baltic Micro-Prudential Forum. Där är det centralbankscheferna och cheferna för tillsynsmyndigheterna som träffas. Bakgrunden till att man skapat

den är att det skapades en myndighet på EU-nivå som ägnar sig åt makrotillsyn, det som kallas the European Systemic Risk Board (ESRB). Där sitter centralbankscheferna runt bordet, och även cheferna för tillsynsmyndigheterna är närvarande som observatörer. Det fanns ett behov av att kunna prata ihop sig innan mötena i ESRB och kanske av att vara proaktiv genom att identifiera frågor som är viktiga att driva i ett europeiskt forum.

Det här har skapats nyligen och leder förhoppningsvis till en bättre beredskap när det gäller att hantera kriser över nationsgränser. Jag ska för att avrunda säga lite kortfattat vad jag drar för slutsatser av allt detta. Liksom Björn noterar jag att de nordiska bankerna faktiskt är starka, men jag ser ändå en risk att de kan dras med i en europeisk bankkris just därför att de i sin finansiering är beroende av de marknader som påverkas av det som händer inom euroområdet. Bara det att de har gott om kapital och är allmänt välskötta i dagsläget gör inte att vi kan luta oss tillbaka och känna oss säkra på att ingenting ska hända med de nordiska bankerna.

Jag kommer från en myndighet som har mandat att gå in och ägna sig åt krishantering om det uppstår behov av det. Där är min bedömning att de svenska myndigheterna har en mycket god beredskap att hantera en kris om en sådan skulle uppstå. Vi har t ex mycket god beredskap att tillhandahålla likviditet, vilket var problemet efter Lehman Brothers-krasch.

Men det som jag tryckt på här och som identifierats som ett område där vi kanske har en mindre god beredskap är gränsöverskridande krishantering. Det är ett område som vi själva lägger ganska mycket tid och energi på numera för att försöka få till grupperingar och samarbete som ska göra att vi blir bättre på sådan krishantering i framtiden.

Pehr Wissén

Har Björn Wahlroos några kommentarer till Karolina Ekholm?

Björn Wahlroos

Jag kan vara så mycket finländare att jag säger att det här med främmande valuta och svenska banker är lite grann en definitionsfråga. I och med att Nordea blev svenskt via en aktiebytestransaktion och en omnotering blev euron en utländsk valuta för Nordea, eller hur? Det är väl kanske inte helt riktigt att beskriva den här konstruktionen med exakt de data som du presenterar. Det är ett faktum att den finska centralbanken, och via den också den europeiska centralbanken, har ett visst ansvar för att tillhandahålla euro, eller hur? Det är den finska marknaden och den centraleuropeiska marknaden för euron som egentligen är Nordeas huvudvaluta, det vi *tradar* i. Så det blir lite fel.

När det gäller de svenska storbankerna – jag tycker om begreppet de svenska storbankerna – är det lite hur man ser på saken. Jag har många gånger sagt att för mig, för att använda en gammal KFML-klyscha, har kapitalet inget hemland. Därför har jag alltid lite problem med det. Jag tycker att det är viktigare att titta på om det finns centralbanker som har både skyldighet och kompetens för att tillhandahålla kapital. Det ansvaret ligger inte bara på Nordea och Riksbanken, utan det ligger på andra centralbanker också. Med det här vill jag på inget sätt ifrågasätta det du säger.

Vad gäller dollaråterfinansiering har du definitivt en poäng och jag har ingen som helst fundering på den punkten.

Eftersom du skämtar lite med Nordea ska jag kommentera riskvikter på bolån. Där är bilden faktiskt den motsatta. Nordea har de högsta riskvikterna på bolån på grund av sin något annorlunda portfölj. Den har inte bara svenska bolån utan också t ex danska. I förhållande till

några av dem håller Nordea formellt sett lite mer kapital. Det är min bild. Det finns å ena sidan och å andra sidan i det här sammanhanget.

Det här är rent tekniska kommentarer, det är ganska marginella historier. Jag tycker att det är bra att vi har, som jag tycker, ett gott samarbete med våra centralbanker över hela regionen. Det är jättebra att centralbankerna har ett gott samarbete och utvecklar samarbetet sinsemellan. Att Norden spelar en roll i detta eurodominerande Europa berättar något om vad som var lite feltänkt i den europeiska finansiella konstruktionen. Det är helt enkelt inte så att jag som finländare, ordförande för Nordea som har en svensk juridisk hemvist men som agerar mycket på euromarknader, någonsin skulle tänka mig att vi skulle ty oss till Bundesbank som något slags *lender of last resort*, utan det är naturligtvis de fyra nordiska centralbankerna som är våra partner. Det säger något om att det finns någonting som inte är riktigt genomtänkt i den här finansarkitekturen. Norden spelar fortfarande en stor roll. Därför är det väldigt viktigt att vi har ett väl fungerande samarbete och utbyte av information, som jag vet att vi har.

Karolina Ekholm

Jag håller med. Nordea är verkligen en pannordisk bank på ett annat sätt än vad de andra är. Jag är väl medveten om att det finns en uppfattning att Nordea lika gärna skulle kunna vara finsk.

Björn Wahlroos

Jag föredrar estnisk, det är min favorit. Estland har de lägsta skatterna och det är trevliga människor där. Nej, det var ett skämt, Nordea kommer inte att flytta någonstans – om ni i Sverige inte ändrar reglerna.

Martin Flodén

Jag har två frågor till Björn Wahlroos.

Om jag förstod dig rätt sade du att den penningpolitik som den europeiska centralbanken förde under 2002-08 var alltför stram. Det låter för mig som en märklig tolkning. Du får gärna utveckla det resonemanget. Det är många som menar att speciellt den amerikanska centralbanken förde en alldeles för expansiv penningpolitik under den perioden och att en liknande problematik fanns inom Europa i vissa länder, speciellt då Irland och Spanien, givet den ekonomiska politik som fördes i de länderna så att det där behövdes en ännu stramare penningpolitik, medan penningpolitiken var alltför stram för andra länder inom euroområdet.

Jag vill gärna höra på vilket sätt du anser att ECB borde ha fört en annan politik.

Björn Wahlroos

Det finns två sätt att svara på frågan. Det ena är det relativa argumentet, att titta på förhållandet mellan Fed och ECB. Det är ett enkelt argument. Den penningpolitik som ECB förde ledde till en appreciering av euron mot dollarn. Vi har problem fast euron är på 1,34. När den stod på 1,50 tappade den europeiska industrin enorma summor, även om vi inte ska mäta penningpolitikens effekter på inflationssiffror bara på kort sikt. Jag föredrar att se penningpolitiken i ett lite längre perspektiv. Om penningpolitiken leder till en växelkurs mot dollarn som uppenbart skapar konkurrenskraftsproblem så måste det tacklas. Det är det relativa argumentet.

När vi tittar på Europa i dag måste vi anse det självklart: Vi har skapat en *asset price*-deflation i Europa och jag ger dig rätt i att det är rätt att mäta effekter i penningpolitik, inte i KPI. Vi måste förstå att inflation är penningvärdeförändring, inte konsumentprisförändring. Faktum är att den penningpolitik vi har fört först lett till en övervärderad euro

med konkurrenskraftseffekter. Därefter har den lett till någonting som vi ser som en *asset price*-deflation och vi håller på att få väldiga problem med det faktum att vi har ett banksystem som skapar kreditkontraktion. Vi borde ha alla variabler med när vi mäter om penningpolitiken är rimligt expansiv eller för kontraktiv. Att hålla räntan på en nivå som i medeltal låg 100 punkter över dollarräntan då vi gled ned längs kurvan har för mig varit helt absurt.

Jag var personligen då och är fortfarande en proponent av negativa räntor. Riksbanken har haft en teknisk ränta som var negativ och är faktiskt den enda bank i världen som haft en negativ ränta. Men det var kanske inte någon särskilt väsentlig kontrollränta. Jag tror att vi måste förstå att det japanska problemets lösning är negativ ränta. Det är intressant att det är någonting vi numera kan göra i och med att sedelstockens betydelse i systemen är så liten.

Mikael Walthem

Jag har en fråga till Björn, som även är en följdfråga till Karolina. Du nämner att du är rädd för att de europeiska bankerna kommer att utsättas för alldeles för hårda kapitalkrav. Det verkar som att de svenska bankerna, och i synnerhet Nordea, är relativt väl kapitaliserade och knappast i en situation där ni behöver begränsa kreditgivningen därför att ni saknar kapital. Vad finns det då för argument för att inte Anders Borg ska fortsätta att höja kraven på er? Kan han inte nöja sig med 5 till 10 procent i stället för 10 till 15 procent eftersom ni är så väl kapitaliserade? Om så blir fallet hur tar du, Karolina, hänsyn till det när du sätter räntan?

Björn Wahlroos

Jag tyckte att jag svarade på den allmänna frågan på den här punkten. Vi kan naturligtvis höja kapitalkravet inte bara till 15 utan till 20 procent och konsekvensen

för kreditgivningssituationen är fullständigt uppenbar. Vi kunde köra en regressionsanalys på trivialt material. Vi har ett relativt tunt band av observationer på kapitaltillräcklighet, så vi måste extrapolera uppåt, och det är inte helt säkert att den relationen är linjär. Men går vi till 15 procents kapitalkrav eller 20 procents kapitalkrav är det alldeles klart att relationen kommer att vara ett bekymmer.

Det är t o m ifrågasatt om det kapitalet över huvud taget finns för att teckna riskbärande värdepapper i bankerna. De fyra svenska storbankernas sammanlagda primärkapital uppgår till i storleksordningen 50 miljarder euro, en ungefärlig siffra. Om vi skulle kräva 20 procent skulle vi behöva 500 miljarder kr. Frågan är om den summan finns tillgänglig för investeringar för att förstärka kapitalbasen på ett eller två års sikt. Jag tror inte att den kommer att finnas där *on demand*. Det finns ingen chans att hitta det kapitalet. Konsekvensen är då att man måste krympa balansräkningarna. Då kommer jag tillbaka till min gamla tes att konsekvenserna är grymma för hela ekonomin.

Är det faktiskt så att vi vill ha ett system som kör med väsentligt lägre riskgrad och väsentligt lägre tillväxttal? Om vi nu skulle besluta om det i en folkomröstning eller någonting annat är det okej för mig. Men då tycker jag att det är rimligt att säga att om du ska försöka göra det *overnight* skapar det en massa problem. Det tar väldigt lång tid att bygga upp ett system med kapitaltäckningskrav på 15 procent eller högre. Det är min personliga uppfattning om risknivåstrukturer och vi ska, vilket jag också påpekade, minnas att det här systemet har mycket mer kapital än vad det hade för fem år sedan.

Mikael Walthem

Anders Borg kanske tänker att vi gör det här över en sex års tidshorisont.

Björn Wahlroos

Det är bättre, men som du ser är det ett fundamentalt socialt val hur mycket tillväxt du vill ha. Tänk dig att vi har banker – det var Peter Normans något oklart formulerad tanke – där det är aktieägarna som ska få ta *leveragen* (hävstångseffekten). Det var Miller-Modiglianiteoremet han hade i bakhuvudet. Kan ni tänka er banker som bara är *equity*-finansierade? Det är ett spännande tankeexperiment, att alla deras aktieägare ska ta lån för att sätta in dessa enorma mängder aktiekapital som behövs för att upprätthålla balansen. Man förstår lätt att effekterna på nationalekonomin kanske inte är direkt positiva. Då förstår du att den här relationen existerar vare sig den är linjär eller inte. Men jag tror att med rimliga riskkapitalmätt är vi i dag i en situation där vi är ganska okej när det gäller kapital.

Min stora oro är som sagt det övriga Europa. I övriga Europa sitter man i den situationen att om du skulle göra en ordentlig *mark to market* – och nu ska vi minnas att det stora problemet inte är kapitalmängderna som sådana, utan att det är en massa tillgångar som ligger i *hold to maturity* eller i någon annan form i det europeiska banksystemet, framför allt i det tyska och franska, kanske också i det italienska och spanska, och bokas det ned till vad vi redovisningsmässigt anser vara gängse värde – blir vår diskussion om kapitaltillräcklighet ganska akademisk. Det är klart att det finns väldigt lite kapital kvar i tyska Landesbanker om alla deras dåliga fordringar skulle sättas ned till den prisnivå som de skulle ha på marknaden i dag.

Pehr Wissén

Jag skulle vilja ställa en följdfråga. När man jämför Europa och USA har USA en mycket större del av företagsfinansieringen på obligationsmarknaden, i Europa är det mycket mer via banksyste-

met. Skulle man inte kunna tänka sig att vi om fem eller tio år får en mer värdepapperiserad företagsfinansiering? Då behöver vi inte så mycket kapital i euro i banksektorn.

Skulle vi kunna anpassa oss till den världen? Det kan dock bli kaotiskt på kort sikt om man gör det för fort.

Björn Wahlroos

Ett mycket kort svar: Företagsfinansieringen spelar inte en särskilt stor roll. Det är bolånemarknaden som är den stora skillnaden mellan det amerikanska och det europeiska systemet. Det är bolånen som äter upp våra balansräkningar, visserligen inte så mycket av kapitalet, men framför allt när man mäter kapital per balansräkning är det bolånen som är problemet.

Karolina Ekholm

Låt mig först säga någonting om de ökade kapitalkraven. Vi kommer från helt olika typer av institutioner så det är väl inte så konstigt om Björn är mer kritisk till att de höjs, medan jag är rätt så positiv till att de höjs. Jag går där i takt med svenska myndigheter, som vill se till att bankerna har ordentligt med kapital. Som vi har noterat har de svenska storbankerna i dagsläget rätt höga kapitaltäckningsnivåer i ett internationellt perspektiv. Det är inte helt uppenbart att de skulle behöva vara så mycket högre på lång sikt än vad de är i dag.

Det här är en klassisk avvägningsproblematik. Man måste göra något slags avvägning mellan å ena sidan behoven av att se till att bankerna är robusta så att de kan stå emot stress och att ägarerna har satsat tillräckligt mycket av sitt eget kapital för att de inte ska försvaga incitamenten när det gäller att hantera sina risker, och å andra sidan risken att räntorna drivs upp, försämrar kreditillgången och får en negativ effekt på t ex investeringar.

I en samhällsekonomisk analys måste man göra någon typ av avvägning och komma fram till vad som är en lämplig nivå. Det är inte så lätt, för det är en ganska okänd materia, men det är den typen av analyser som görs i de här sammanhangen, inom Basel III-samarbetet t ex. Det är den typen av analyser som ligger bakom de nya förslag som kommer om kapitalkrav.

När det gäller hur vi förhåller oss till detta när vi sätter vår styrrenta är det klart att vi löpande följer hur räntespreadarna ser ut på ett antal olika marknader. Vi styr kanske den allra kortaste räntan, men vi styr inte direkt de räntor som spelar roll för hushåll och företag, vilka är på mycket längre löptider. Men vi tittar naturligtvis på *spreadarna* och försöker utläsa om de ökar eller minskar. Under senare tid har det varit tydligt att bolåne-*spreadarna* har ökat något. Det har stor betydelse för hushållens upplåning och då är det någonting som vi tar hänsyn till när vi gör våra prognoser. Det kommer in i det allmänna underlaget för att fatta penningpolitiska beslut.

Martin Flodén

Jag vill följa upp diskussionen om kapitaltäckningskraven. Det är många debattörer och kanske främst akademiska ekonomer som menar att åtminstone för en långsiktig jämvikt skulle det vara bra med betydligt högre kapitaltäckningskrav. Jag förstod av Björns resonemang att det inte bara får effekter på kort sikt utan även har långsiktiga tillväxteffekter. Jag förstår problematiken för den korta sikten. Men på vilket sätt menar du att Miller-Modigliani-teoremet inte stämmer med verkligheten? Varför stämmer inte teoremet? Varför vill folk hellre låna ut pengar till bankerna än att sätta in ägarkapital i bankerna? Många hävdar att det är på grund av implicita offentliga garantier på banksystemet som det har blivit mer

attraktivt med lånefinansiering i stället för ägarkapital i bankerna. Finns det en djupare mekanism där som gör att det är problematiskt att ha högre kapitaltäckningskrav?

Björn Wahlroos

Det är en nästan omöjlig fråga att besvara. I det jag kallat Modigliani-Miller-systemet tar värdepappersmarknaden helt över kreditgivningen. Banker kan i det systemet helt enkelt inte ge krediter. Jag kan inte se ett system där privatpersoner vill skapa *equity* genom att låna, dvs att göra det motsatta mot vad banken gör, göra *equity* av lån. Det är vad det förutsätter, att privata hushåll lånar pengar, jag vet inte var, för att ta högre risk genom att investera i något slags krediter. Det är en absurd tanke. Jag får det inte att gå ihop, jag vet inte hur en sådan struktur ser ut.

Men om du frågar mig vad som skulle hända i ett system där bankerna har mycket höga kapitaltäckningskrav är svaret mycket enkelt: Banker skulle tendera att försvinna. De skulle ersättas av icke-banker och kapitalmarknader. Bankerna finns ju till för att substituera för en kapitalmarknad för sådana kunder som på grund av skalfördelar eller icke transparens inte kan agera på kapitalmarknader. Det där är mest uppenbart på långivningssidan. Bankerna lånar pengar till privata hushåll eller mindre företag som inte kan emittera värdepapper på en kapitalmarknad på grund av transaktionskostnader.

I det system där bankernas verksamhet i en sådan här mening omöjliggörs kommer du att få ett system med enormt höga transaktionskostnader. I avsaknad av banker – som är den effektiva mekanismen – måste låntagare söka sig till något slags kapitalmarknad, eller betala ockerräntor till icke-bankfinansiärer på en icke-transparent och ineffektiv marknad.

Det finns en orsak till att vi har banker. Banker ger en transaktionskostnad som minimerar institutionerna för mindre deponenter och för lån till mindre företag. Däremot är de inte särskilt effektiva på att arrangera finansiering i konkurrens med kapitalmarknaden och de kommer att vara allt mindre konkurrenskraftiga i framtiden. Om du *pushar* ut dem från marknaden kommer du att få ett system som är enormt mycket dyrare att operera just för dem som inte kan *accessa* kapitalmarknaden, dvs hushåll och mindre företag.

Pehr Wissén

Vi har fyra eller fem frågeställare kvar. Jag tänkte att vi samlar ihop frågorna, så får Björn och Karolina ett smörgåsbord av frågor att svara på.

Claes Ankarcrona

Jag har två snabba frågor. När jag tittar på finansieringen utomlands ser jag att den är 50 procent. Samtidigt är också utlåningen ungefär 50 procent. Är detta en *mismatch* mellan bankerna eller är det en någorlunda naturlig balans? Och hur mycket *mark to market* gör man med alla *swappar* och *hedging* på valutasidan? Jag tycker att det är väldigt stora siffror.

Det andra gäller bolånesidan, som jag tycker att man tar väldigt lätt på i Sverige. Jag har schweizisk bankbakgrund. Tänk er att låna ut 100 procent för att köpa ett hus eller en våning där bara 30 procent av schweizarna äger sin bostad och jämför med Sverige! Jag tycker att man tar oerhört lätt på detta. Med de små marginaler som finns här tycker jag att det luktar förluster lång väg. Jag hoppas att jag inte är för pessimistisk på området.

Olle Lindgren

Jag har två frågor. Båda är riktade till Björn Wahlroos och till Karolina Ekholm. Varför ligger svenska bankers

avkastningskurva för bolån så mycket högre än avkastningskurvan för svenska statspapper? Statsskuldsväxlar på 90 dagar avkastar 1,25 procent. Bolån på tre månader – mellan 4,30 och 4,50 procent. Den tioåriga statsobligationen – 10,47 – avkastar 1,60 procent och bolån i år runt 5 procent.

Och varför har svenska bankers avkastningskurva för bolån negativ lutning från tre månader till två år när det rimliga vore en positivt lutande avkastningskurva? Bolån på tre månader kostar mellan 4,30 och 4,50 procent. Bolån på två år kostar 4,10 procent.

Lars Wohlin

Jag går lite grann in på frågan om skillnaden mellan risk och annat. Det är viktigt att ta risk, säger du. Det är en central del i ditt anförande. Självfallet är det för tillväxten i ett land viktigt att ha denna betoning på att kunna ta risk. Det är en nödvändig del för att ett land ska växa.

Men vi måste skilja mellan finansiering av bostäder och det risktagande man gör för att företaget ska drivas och över huvud taget expandera. Det tycker jag inte att du gör här. Den risk man tar när man går in i bostadssektorn är inte den som entreprenörer tar, utan den risken tar staten. I USA tog staten ut all belåningsförmåga. I Sverige hade vi först 75 procents belåning till bostäder. Sedan gick staten in vid all belåning från 70 till 100 procent till 250 procent. Staten tog omedelbart över hela riskfrågan i bostadssektorn i USA och i Sverige. Det är en väldig skillnad, för så fort man inte gör det i bostäder går politikerna in. Det är inte de riskvilliga kapitalägarna, utan det är politikerna som omedelbart går in.

Här gör ni ingen skillnad i analysen och det tycker jag är fel. Karolina Ekholm ansluter till detta i sin analys. Dessa enorma *spreadar* har ingenting med

detta att göra. Politikerna kommer att gå in i det här, vad ni än säger.

John Hassler

Jag skulle vilja fortsätta lite grann på de frågor som Martin tog upp. Både Björn och Karolina pratar om att vi ska göra rätt avvägning mellan risk och tillväxt. Jag gillar inte riktigt den analogin. Jag skulle snarare vilja säga att kapitaltäckningskraven handlar om att få korrigera ett marknadsmisslyckande som egentligen är orsakat av insättargarantier och implicita *bail-outs* som genererar ett starkt intresse hos bankerna av att ha en samhällsekonomiskt alltför låg kapitalbas.

Det där ska korrigeras och om man gör det har man nått någon sorts optimum. Det handlar alltså inte om någon värderingsfråga, utan det handlar om att nå dit där vi skulle vara om marknaderna fungerade bättre på grund av att vi i exempelvis tog bort insatta garantier och implicita *bail-outs*. Det kan vi av olika anledningar inte göra och då får vi använda någon sorts alternativt instrument.

Nästa fråga är: Vad är då ett rimligt kapitaltäckningskrav? Det är förstas svårt att säga. Men jag tycker att en viktig slutsats av en lång rad studier är att konsekvenserna av att avvika från denna optimala kapitaltäckningsgrad inte är symmetriska. Det är mycket värre att ha ett för lågt kapitaltäckningskrav än ett för högt.

Det är uppenbart att Björn har rätt i att vi inte kan reglera bort bankerna. Bankerna fyller en viktig funktion. 100 procents kapitaltäckningskrav skulle förstås få negativa konsekvenser. Men denna asymmetri gör att jag inte tror att vi ska vara så jätterädda för att åtminstone på lång sikt ha lite för höga kapitaltäckningskrav.

Emil Ems

Jag var en gång i tiden chef för Riksban-

kens finansmarknadsavdelning, under förra finanskrisen. På den tiden hade vi ett ordspråk på Riksbanken: ”att alltid hoppas på det bästa men förbereda sig för det värsta”. Det jag hör i dag från föredragshållarna är mer av att hoppas på det bästa än att förbereda sig för det värsta.

Det jag framför allt saknar i framställningen är ett statsfinansiellt perspektiv på riskerna. Om jag inte är alldeles fel underrättad uppgår balansomsättningen i de svenska bankerna till fyra gånger nationalprodukten. Cirka hälften, om inte mer, av balansomsättningen finansieras via upplåning på annat sätt än insättning i *deposits*, dvs i huvudsak på interbankmarknaden.

Låt oss göra ett enkelt räkneexempel där vi ser fram emot en situation där värdet på tillgångarna minskar med 10 eller 20 procent. En stor del av detta måste då ersättas via statliga insättningar i banksystemet. Då hamnar vi snart i en situation som liknar Irlands, om jag inte alldeles har missförstått det hela. Har ni tänkt på denna aspekt när det gäller att bedöma riskerna på finansmarknaden i Norden? Och hur tycker ni att staten och Riksbanken bör reagera på en sådan situation?

Pehr Wissén

Tack! Då har vi fem minuter för Karolina och fem minuter för Björn att svara på frågorna.

Karolina Ekholm

Det stämmer att om man tittar på de svenska storbankerna har de en mycket stor balansomslutning i förhållande till svensk BNP. Nordea spelar ganska stor roll i dessa kalkyler. Men det är klart att i och med det som jag talade om – den oklarhet som råder när det gäller att hantera eventuella kriser för gränsöverskridande banker – måste vi hela tiden tänka i termer av att hela

Nordea potentiellt sett kan hamna i svenska skattebetalares knä om det skulle vilja sig riktigt illa. Det är ett skäl till att Anders Borg driver på som han gör när det gäller behoven av starkare regleringar.

Men vi har här i Sverige en viss erfarenhet av att hantera bankkriser. Om vi jämför med Irland är en stor skillnad, om man ser på hur de hanterade sina banker och hur Sverige hanterade bankerna på 1990-talet, att de statliga garantierna gjordes juridiskt bindande. Jag tror att det var ett stort misstag, för det gjorde att bankernas skulder kom direkt in i de irländska statsfinanserna och försvagade dem på ett brutalt sätt. Så gjorde inte Sverige på 1990-talet. Man utfärdade i och för sig en garanti, men den var mer av typen att man sade: Visst ska alla långivare få tillbaka sina pengar så småningom. Men det var inte sagt exakt när och det kunde man hantera under en längre tidsperiod. Det gjorde att kostnaden för svenska skattebetalare blev förhållandevis låg. Jag föreställer mig att svenska myndigheter skulle agera på liknande sätt om vi nu hamnade i en svensk bankkris.

Jag håller absolut med om Johns kommentar om att det handlar om att korrigera ett marknadsmisslyckande som följer av de explicita och kanske implicita statsgarantierna till bankerna. Vad jag försökte säga var att det är svårt att veta var den optimala nivån ligger om man tänker i termer av något slags pigouskatt. Hur hög är den? Det vet vi inte. Du kanske har rätt i att det är värre att sätta den för lågt än för högt. Men här prövar vi oss fram.

Jag tycker att det är värt att notera att bankerna själva har kapitaliserat upp sig och som jag uppfattar det är motivet för detta att de behöver göra det för att kunna finansiera sig billigt på marknaden. Marknaden ställer krav på bankerna att vara välkapitaliserade. De banker

som inte är det har svårt att få tillgång till likviditet.

När det gäller avkastningskurvorna är det kanske mer Björns område att förklara varför bolånen har så mycket högre räntor än statspapperen. Men jag kan i alla fall kommentera den negativa lutningen. Det handlar troligtvis om marknadens förväntningar på att räntor på kortare löptider kommer att gå ned i framtiden. Det ser man även i annan marknadsprissättning i Sverige. Min tolkning av det – jag som är en motvallskärring i Riksbankens direktion och har velat sänka styrräntan – är att det handlar om att Riksbanken håller uppe den korta räntan via reporäntan. Men marknaden förväntar sig att man så småningom ändå kommer att sänka den.

Björn Wahlroos

Jag har några snabba kommentarer. Jag börjar i en lite annan ordning. Min första kommentar går till John. Det är klart att det är ett intressant planverk att säga att detta är ett sätt att kompensera för implicita garantier som staten tillhandahåller. Men då finns det faktiskt – och här kommer jag åter tillbaka till det här med de svenska bankerna – konkurrens mellan nationer. Det finns skattekonkurrens och i ditt system ska det i så fall naturligtvis finnas konkurrens mellan olika system för implicita insättargarantier. Det betyder att banker kan besluta var de vill vara och vilka kapitaltäckningskrav de ska följa, vilket sedan reflekteras i olika implicita insättargarantier. Om de argumenterar inom ramen för en i denna mån lite förstorad modell – din – så tycker jag att det är helt okej. Jag har inga problem med det.

Ett problem som du också själv noterar är att du inte hittar den absoluta punkten med detta resonemang och det gör inte jag heller. Vad jag försökte säga

i mitt resonemang var bara det att då vi körde in i finanskrisen 2008 tror jag att varje rimlig bedömare, åtminstone jag själv, sade att systemet har för lite kapital och att det är skäl att erkänna det. Jag har försökt peka på förändringen gentemot det. Då tycker jag att vi faktiskt har höjt kapitalkraven ganska ordentligt. Nu börjar jag se en *downside*-risk i det här på kort sikt – att vi gör det hela för grovt eftersom det har kreditkontraktionseffekten. Det är inte ett långsiktigt argument; det medger jag gärna. Vi får återkomma till det. Det var därför jag talade om Bank of England och att man gärna på ordentligt lång sikt får ställa andra krav. Det passar mig hur bra som helst. Men då ska man resonera igenom det på det sätt som Karolina gör och väga de olika faktorerna mot varandra på ett så intelligent sätt som möjligt.

Vad gäller hela bolånemarknaden är det oerhört viktigt, som jag pekade på alldeles i början av mitt anförande, att förstå hur olika den juridiska strukturen på bolånemarknaden i olika länder är. Är bolånen en *non-recourse* eller en *full-recourse*-produkt? Är det ett lån till en fysisk person som kan komma ifrån lånet bara genom att sätta en kula i sitt huvud, eller är det ett lån mot en säkerhet som du kan promenera ifrån bara genom att återlämna säkerheten? Båda modellerna finns i världen. Detta är orsaken till att *covered bonds* – vilket vi talade om över en bit mat här för en stund sedan – egentligen för mig är de enda riktigt ordentliga *triple-A-assets* som finns kvar. Vi måste förstå hur det fungerar med de skandinaviska bolånen. Detta var punkt ett.

Punkt två är prissättningen som du talar om. På ett mycket roligt sätt jämför du prissättningen med ränta på statsväxlar. Men nu är det så att svenska storbanker inte finansierar sig till statsskuldsväxelpriset, utan de finansierar sig på marginaler som varierar mellan 100 och

240 punkter över statsskuldväxlarna, om jag *swappar* det tillbaka till svenska kronor i det stora hela. Om jag ska vara riktigt elak finansierar sig två av era fyra svenska storbanker kring 100 *basis points* och två kring 200 *basis points*. Detta är approximativt. Om du lägger 200 *basis points* på dina statsskuldväxlar kommer du till det som Riksbankens statistik visar – att den genomsnittliga marginalen på bolån gentemot återfinansieringskostnader är under 100 punkter. Den varierar mellan 50 och 70 punkter för de typiska maturiteterna, vilket jag *de facto* tycker är lite för billigt och inte för dyrt, men det är en annan sak. Det kan vi diskutera en annan gång. Men jag är faktiskt också känslig för riskaspekten i detta. Man kan inte hålla på och ge krediter hur billigt som helst – låt mig medge att det sista var sagt lite grann för att lätta på stämningen!

När det gäller *loan to value* så kan man titta på de *covered bonds* som emitteras av de svenska bankerna. Man ser att den typiska *loan to value*-ration, åtminstone om du läser prospekterna i det skede de emitterades, ligger på mellan 50 och 60 procent och ingalunda nära 100 procent. Detta är ett ganska solitt banksystem där man som regel inte ger vansinneskrediter för bostadsanskaffning. Jag delar helt den uppfattningen och jag tror att det kanske var ett missförstånd att säga att jag skulle dra allt över en kam. Jag har tyvärr bara haft 30 minuter till mitt förfogande och jag kan inte separera alla klasser av krediter. Jag är i princip av samma åsikt: Krediter för att finansiera företagsverksamhet och investeringar är i en mening nationalekonomiskt mer intressanta och viktigare än bolån.

Men ni måste förstå att det är bolån som också upprätthåller den normala marknaden för fastigheter och upprätthåller värdena på de *assets* som är säkerheter för vår kreditvolym. Om vi börjar

skapa en *asset*-pris-deflation, dvs om vi kommer till en situation där vi stryper krediterna till marknaden, kommer vi att få en jäkla massa problem på oss. Jag lovar er att det inte är någon skojig sats. Den skandinaviska bolånemarknaden är internationellt sett osedvanligt stabil och välkonstruerad också gällande dess fundamentala juridiska struktur. Det här – och detta är svårt för mig att säga – beror delvis på att vi har haft socialdemokrater som har byggt upp en socialpolitik som har gjort att det inte har varit nödvändigt att subventionera bostadsanskaffning såsom i USA. Detta var nu ingen lovsång till socialdemokratin, men jag konstaterar bara att det finns ett sådant element i ekvationen.

Till slut kommer vi till det här med balansomslutningen på bankerna. Ni talar om fyra gånger BNP osv. Det stämmer säkert. Karolina var redan lite inne på det här. Men snälla – på den här punkten kommer jag åter till det här med de fyra svenska storbankerna! Jag har sagt till både bankinspektorer och ministrar: Om det är ett problem för er att ha dessa banker i Sverige så går det att flytta dem härifrån! Jag tror att Finland har Europas lägsta andel av bankomslutning i förhållande till BNP, så de kan gärna ta emot lite banker. Jag tänker inte att någon ska flytta. Jag försöker bara säga att statistiken inte är särskilt intelligent eftersom det är klart att den största enskilda knappen i spelet, vilket Karolina nämner, dvs Nordea, är en verkligt multinationell bank i Skandinavien som faller tillbaka på hela den skandinaviska BNP:n i en sådan här jämförelse och inte bara på den svenska.

Jag förstår att Riksbanken upplever att den har ett större ansvar för en del av Nordeas balansräkning än vad t ex den finska centralbanken har. Men jag tror att det är någonting som man snarare ska lösa genom att utveckla samarbete mellan centralbankerna så att vi inte sit-

ter och ojar oss över att ni har så mycket banker i Sverige, för egentligen har ni inte det. Dessutom är det lätt att bli av med dem om man konstruerar en omgivning som det är omöjligt att bedriva bankverksamhet i. Men det hoppas jag att ni inte kommer att göra. Detta är en

ganska trevlig plats med mycket trevliga människor!

Tack så mycket!

Pehr Wissén

Vi tackar Björn Wahlroos och Karolina Ekholm.