

KLAS EKLUND

FINANSKRISEN I TEORI OCH PRAKTIK

INSTALLATIONSFÖRELÄSNING SOM
ADJUNGERAD PROFESSOR

9 DECEMBER 2009



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Finanskrisen i teori och praktik

Klas Eklund

Installationsföreläsning, Ekonomihögskolan, Lunds universitet

2009-12-09



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Innehållsförteckning

Finanskrisen i teori och praktik	1
1. Makroekonomiska faktorer bakom högkonjunkturen.....	2
2. ...liksom ekonomisk-politiska	4
3. Finansmarknaden gav dramatiken	6
4. Skuldsättning och värdepapperisering.....	8
5. Nya komplexa värdepapper	9
6. Belöningssystemens roll	12
7. Snabb spridning av krisen.....	13
8. Skarpa reala effekter.....	15
9. Motmedlen.....	17
10. Nästa uppgift: Exitstrategier	20
11. Bör penningpolitiken läggas om?	24
12. Vikten av fungerande tillsyn	26
13. Den nya regleringsmiljön.....	27
14. Kan de komplexa institutionerna över huvud taget styras?	30
15. "Utilities" kontra "casinos"	31
16. Effektiva marknader... ..	33
17. ...eller oförklarade kast?.....	35
18. Ekonomisk beteendevetenskap	37
19. Minsky moments och svarta svanar	39
20. Marknaden kan vara irrationell längre än du är solvent.....	41
21. Vart tar den ekonomiska teorin vägen?	42
Referenser	45

Finanskrisen i teori och praktik^{*}

För drygt ett år sedan, i slutet av oktober 2008, utfrågades den förre centralbankschefen Alan Greenspan i den amerikanska kongressen. Ämnet var finanskrisen. Greenspan var ”chockad”, medgav han. Finansmarknaden hade inte fungerat som han förutsatt. Hans världsbild vacklade efter det som hänt det senaste året.

Greenspan är inte vem som helst. Ekonomisk rådgivare redan till presidenterna Nixon och Ford, Vita Husets chefsekonom under Ronald Reagan, hyllad Maestro på Fed, länge betraktad som den kanske främste Fed-chefen någonsin. När senator John McCain kandiderade inför primärvalen 2000 och fick frågan vad han skulle göra om Greenspan råkade avlida under kommande mandatperiod svarade han: Stoppa upp honom, sätt honom bakom skrivbordet och sätt på honom solglasögon. Så när ikonen Greenspan av alla – inför kongressen och all världens TV-kameror – medger att han inte förstår vad som skett, då måste man ta det på allvar.

Vad var det som hade hänt?

Det är ämnet för den här föreläsningen. Men först: Tack för inbjudan att tala här i dag. Det är en heder att få tillträda en stol, om än blott som adjungerad, i Knut Wicksells lärosäte. Det är en ynnest att få verka på ett universitet med sådana anor. Som Lundabo, Piraten-läsare och medlem av en traditionsrik spexarsläkt uppskattar jag därtill särskilt att universitetet i själva verksamhetsplanen har stadgat att verksamheten ska bedrivas ”med humor”.

Säkert undrar någon vad en halvpensionerad bankekonom och f.d. politruk kan bidra med på di lärdes parnass. Låt oss återkomma till den frågan mot slutet – men min förhoppning är att föreläsningen ska kunna ge ett svar. Dock kan jag inte utlova någon särskilt humorfylld timme.

^{*} Åtskilliga vänner och kolleger har kämpat sig igenom ett tidigare utkast till det här föredraget och på olika sätt förbättrat det. Ett stort tack till Fredrik Andersson, Hans Beyer, Anders Borg, Harry Flam, Håkan Frisé, Carl B Hamilton, Jens Henriksson, Stefan Ingves, Lars Jonung, Urban Karlström, Allan Malm, Henrik Mitelman, Peter Norman, Nils-Fredrik Nyblaeus, Pernilla Ström, Erik Thedéen, Staffan Viotti, Anders Vredin och Pehr Wissén. Alla kvarvarande konstigheter är mitt eget fel.

1. Makroekonomiska faktorer bakom högkonjunkturen...

Upplägget är följande: Låt oss börja med hur krisen uppstod. Jag tänker sedan gå in mer i detalj i förloppet på kreditmarknaden och genomslaget på världsekonomin, och därefter beskriva utformningen av de ekonomisk-politiska motmedlen. Så långt är jag tillbakablickande. Därefter ska jag blicka framåt, mot "exitstrategierna", dra lärdomar för ekonomisk politik och regleringar framöver, och slutligen spekulera över hur krisen kan tänkas påverka national-ekonomiämnet.

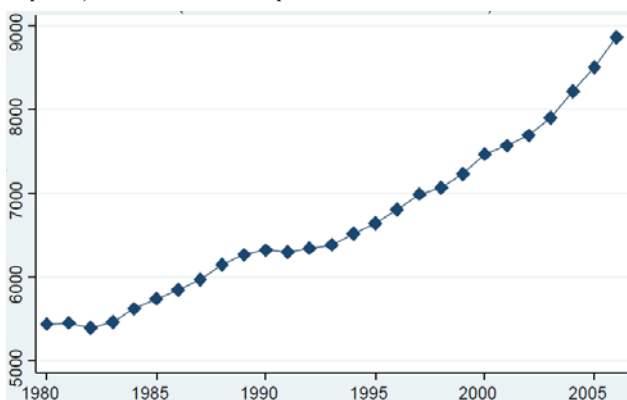
Själva krisförloppet är väl bekant. De amerikanska huspriserna bromsade in under 2006 och föll under 2007. Det utlöste en kris i ultrarapid, då kreditmarknaden gradvis mötte allt fler svårigheter. Under våren 2008 blev kris-symptomen fler, men samtidigt intensifierades statsmakernas motåtgärder, vilket medförde att utvecklingen ändå för många tedde sig hanterbar. Desto större blev chocken över härdsmltan hösten 2008 och det branta fall i den reala konjunkturen som därefter följde.

I backspegeln är det inte svårt att urskilja vad som skedde. Tre faktorer orsakade krisen. Vi ekonomer hade hygglig koll på de första två, men missade den tredje och avgörande, vilket också är skälet till att så få av oss förutsåg kraschens våldsamt.

Den första förklaringen rör den underliggande makroekonomiska utvecklingen. Medan 1970-talet och början av 1980-talet i västvärlden var en period av kriser och stagflation, blev senare delen av 1980-talet och de följande 20 åren en betydligt starkare period, av flera skäl: Avregleringar, kreditexpansion, IT-revolutionen och marknadsutvidgningen efter kommunismens fall. Produktivtetsstegringen gav **god tillväxt samtidigt som inflationen förblev låg**. Dyliga skeenden leder vanligen till stark optimism, växande investeringar och ökad kreditgivning. Så ock denna gång. I synnerhet IT-revolutionen födde tal om en "ny ekonomi" där börsvärderingar enligt optimisterna måste grundas på en annan kalkyl som påstods medföra högre kurser.

Diagram 1. Global BNP per Capita

Köpkraftsjusterad, USD konstant pris 2000



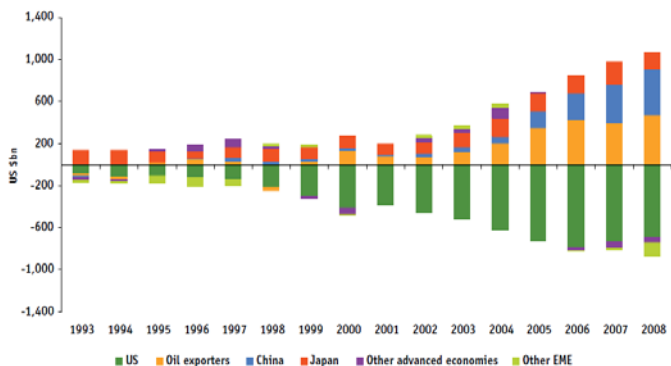
Källa: Världsbanken

En avgörande faktor bakom den här optimismen var **globaliseringen**. När Sovjetunionen föll, samtidigt som Kina och Indien klev in på världsmarknaden i stor skala, växte det globala arbetsutbudet snabbt. Enligt kalkyler från IMF fyrdubblades antalet arbetare inom världens konkurrensutsatta sektorer på bara 20 år. Det bidrog till att hålla nere inflationen, samtidigt som marknadsutvidgningen gav växande världshandel och starkt stigande efterfrågan. Aldrig tidigare i mänsklighetens historia har så många människor tagit steget ur fattigdom som under de här decennierna. Framstegen var verkligen monumentala. Inte undra på att optimismen spred sig.

Inte nog med det. De nya tillväxtmarknaderna – först Japan, därefter de asiatiska "tigrarna" och en del oljeexportörer, och till slut den stora draken Kina – uppvisade också ett historiskt **högt sparande** som gjorde det möjligt att finansiera växande amerikanska handelsunderskott. Greenspans efterträdare, Ben Bernanke, har talat om en globalt sparöverskott ("*global savings glut*") som en delkomponent i de tilltagande globala obalanserna. När Kinas klev fram som en global stormakt efter millennieskiftet var dess sparkvot runt 40 procent och överskottet i utrikeshandeln växte snabbt. Alla dessa miljarder måste placeras någonstans. Den främsta parkeringsplatsen blev amerikanska statspapper. Därmed gödde Kina den amerikanska konsumtionen – samtidigt som tillflödet av nya dollar tryckte ned marknadsräntorna så till den grad att Greenspan talade om det låga ränteläget som en gåta ("*a conundrum*").

Diagram 2. Bytesbalansöverskott och –underskott

Miljarder USD, löpande priser



Källa: *The Turner review*

2. ...liksom ekonomisk-politiska

Den underliggande makroekonomiska utvecklingen gav alltså i sig snabb tillväxt, i kombination med låg inflation och låga marknadsräntor under mer än ett decennium i sträck. Detta gav stark stimulans till olika tillgångsmarknader, såväl aktiebörsen som fastigheter och råvaror. Men ovanpå den här ”naturliga” expansionen kom den andra faktorn, nämligen en ekonomisk politik som ytterligare drev på.

En uppenbar faktor var **låga styrräntor**, framför allt i USA. Den låga inflationen gav i sig möjlighet att hålla låga räntor. Men av detta följer inte automatiskt att styrräntan faktiskt ska sättas lågt, eftersom lågräntepolitik riskerar att driva på skuldsättning och ge stegrade tillgångspriser – vilket i sin tur kan skapa finansiell instabilitet. På denna punkt var emellertid Alan Greenspan syn att centralbanker via räntepolitiken inte aktivt bör försöka förhindra bubblor att uppstå eller spräcka sådana som redan uppstått. Inget säger nämligen att centralbanker skulle vara bättre på att identifiera felaktiga tillgångspriser än marknaderna själva. Greenspan gav visserligen börsen en mild tillrättavisning 1996, då han implicerade att de uppdrivna kurserna var ett uttryck för *”irrational exuberance”*. Men efter det uttalandet fördubblade Dow Jones sitt värde på fyra år, varpå Greenspan drog slutsatsen att det inte var någon poäng att utdela fortsatta verbala varningar. Dock vidhöll han att om bubblor skulle uppkomma och spricka, så måste penningpolitiken riktas in på att mildra följderna.

Ett skäl till oviljan att bromsa de stigande tillgångspriserna var säkert den dominerande teorin inom finance, nämligen den om effektiva marknader. Enligt denna – som jag ska återkomma till senare i föreläsningen – avspeglar marknadspriserna vid varje given tidpunkt marknadsaktörernas bästa möjliga värdering, givet den information de har. Då krävs det rätt mycket för en centralbankschef eller finansminister att hävda att han vet bättre än marknaden som helhet. Resultatet blev således låga styrräntor – som dessutom hölls nere än mer för att möta det förmodade hotet mot datasystemen från millennieskiftet ("Y2K"), samt för att ge stöd både efter börskraschen 2000 och efter terroristattackerna den 9 september 2001. Från sommaren 2003 och ett år framåt låg den amerikanska styrräntan på blott 1 procent.

Därmed bidrog Fed till att en ny bubbla byggdes upp, nu på fastighetssidan. Greenspans lågräntestrategi medförde dessutom att marknaderna började ta för givet att Fed skulle kratsa kastanjerna ur elden åt dem ännu en gång, om det skulle krisa. Man talade om "*the Greenspan put*" – Fedchefen hade i praktiken givit marknaden en gratis köpoption. Det stärkte marknadernas övertygelse att den ekonomiska politiken skulle fortsätta att ge stöd åt den ekonomiska expansionen.

Långivningen till fastighetssektorn stimulerades även av andra politiska ingrepp. Under både 90-talet och 00-talet drev amerikanska administrationer, både demokratiska och republikanska, linjen att kreditgivningen borde underlätta för hushållen – även fattiga – att äga sina hus. Bill Clinton ville göra det möjligt för eftersatta minoriteter att bli husägare, och George W Bush argumenterade för "*the ownership society*". Båda hade starkt stöd av kongressen och av en rad olika intressegrupper i dessa strävanden. Policymedlet var i båda fallen det samma: uppmaningar till de statligt delstyrda bolåneinstituten Fannie Mae och Freddie Mac att understödja utlåning till hushåll med låg kreditvärdighet, den s.k. subprime-marknaden. Avdragsmöjligheterna för bolåneräntor utvidgades. År 2003 antog kongressen "*The Dream Downpayment Act*" som gav direkta subventioner till hushåll med dålig kreditvärdighet som ville bli bostadsägare.

I detta läge – med till synes evig husprisuppgång och hårt tryck att öka långivningen till subprime – **urholkades kreditprövningen** påtagligt. Delvis var detta en följd av politiska påtryckningar. Därtill kom att bolåneinstitut och banker själva blev allt slarvigare i sin utlåning. Oftast baserades utlåningskalkylen på pantvärdet (som antogs fortsätta stiga), inte på låntagarens betalningsförmåga. En hög andel av lånen gick till låntagare som själva uppgav sin inkomst utan att banken kollade upp den ("*liar loans*"). Dessutom använde flera låneinstitut allt mer grova, för att inte säga ohederliga, grepp att locka till sig kunder. En metod var "*teaser loans*", som kännetecknades av mycket låga (i några fall t.o.m. negativa) räntekostnader de första åren, men där räntebördan sedan steg snabbt.

Till yttermera visso bör man minnas att incitamenten för hushållen att belåna sig redan från början varit starkare i USA än i Europa; Om huset utgör säkerhet för lånet kan amerikanen i de flesta fall göra sig skuldfri genom att helt enkelt lämna sitt hus. Under uppgången var det dessutom lätt och billigt att lägga om sina lån och ta ut den förmodade värdestegringen i form av kontanter – vilket ytterligare drev på konsumtionen.

Därmed var flera faktorer på plats för en rejäl bubbla. Åtskilliga ekonomer spådde att en amerikansk recession skulle följa av globala obalanser och uppdrivna fastighetspriser, som förr eller senare måste falla. När avmattningen till slut kom 2007, var den således väntad och tycktes till en början ligga rätt väl i linje med de flestas prognoser om en måttlig recession. Det överraskande var därför inte tillbakagången 2007 eller början av 2008. Det oväntade var häftigheten i nedgången – kraschen – hösten 2008. Uppenbarligen fanns en spridnings- och fördjupningsmekanism som de allra flesta av oss makroekonomer och prognosmakare underskattat.

3. Finansmarknaden gav dramatiken

Denna mekanism kom från **finansmarknaderna**. Det var utvecklingen där som Greenspan chockats av, och det är här vi finner den tredje förklaringen till krisen.

Kombinationen av snabb tillväxt, låg inflation och låga räntor medförde under en period att volatiliteten – svängningarna – på marknaden dämpades. *"The great moderation"* blev ett begrepp och en tid tycktes vi leva i den bästa av världar. I ett sådant läge **ökar riskapiten**. Jakten på avkastning drev placerarna att öka sin belåning och samla på sig allt mer riskfyllda värdepapper. Så länge tillgångspriserna steg gick det bra – men det bäddade för framtida problem.

Analytiker, kreditvärderingsinstitut och reglerare underskattade dessa risker eftersom en stor del av risktagandet doldes utanför bankernas balansräkningar. Ett **"skuggbankssystem"** hade byggts upp, i hög grad för att komma undan de krav på kapitaltäckning som bankerna har på sig (dvs. att en viss andel av utlåningen måste täckas av eget kapital). De amerikanska bankerna hade således lagt omfattande tillgångar i särskilda enheter, specialbolag, vid sidan av balansräkningarna, *"Special Investment Vehicles"*, *"conduits"* och allt vad det hette, för att undgå reglerarnas krav på kapitaltäckning. Sådana specialenheter finansierades ofta av moderbanken men var enligt redovisningsreglerna i de flesta länder inte formellt en del av koncernens balansräkning (ett undantag var Spanien, där bankerna tvingades redovisa tillgångarna i specialbolagen såsom sina egna). Därutöver hade rader av andra finansinstitut som inte formellt var reglerade som affärsbanker – hedgefonder, private equity-firmor, investmentbanker – tagit på sig stora och oreglerade risker. Också försäkringsbolagen,

som lyder under ett särskilt regelsystem, ökade sin riskexponering. Var och en av alla dessa trodde sig veta vilka risker de själva hade, men ingen hade överblick över helheten. Därmed underskattades risken i det finansiella systemet som helhet – vilket i praktiken innebar att de allra flesta också underskattade de egna riskerna.

Riskerna i skuggsystemet bestod i hög grad av exponering mot **nya värdepapper**, ofta komplicerade derivat baserade på bostadsmarknaden. Jag ska strax återkomma till hur dessa fungerade. Men låt mig tills vidare bara påpeka att den här marknaden var ung, snabbväxande och inte prövad i kris. Dessa papper hade därför prissatts helt fel, såväl av marknaderna själva som av de kreditvärderingsinstitut och revisorer vars uppgift det var att värdera dem. Riskerna hade underskattats, för varje papper för sig, men i synnerhet vad gäller deras inbördes och ömsesidiga beroende. En aktör kunde vara exponerad mot ett visst papper, varpå denna exponering medförde en motpartsrisk för en annan aktör, som i sin tur utgjorde en risk för en tredje, osv. Komplexiteten i flera av dessa värdepapper var dessutom sådan att placeraren – den som köpt papperet – inte alltid förstod eller orkade sätta sig in i vilken risk han *de facto* tagit på sig. I många fall var likviditeten i handeln med dessa specialskräddade papper tunn. Systemet som helhet var således känsligt för fallande priser på den underliggande tillgången – fastigheter. Ett rejält prisfall på fastigheter skulle kunna utlösa en kedja av oväntade kreditförluster, vilka i sin tur snabbt skulle kunna fortplanta sig genom hela detta komplexa och sammanflätade system av fordringar.

Just detta var också vad som skedde. När det underliggande värdet för flera av dessa derivat – bostadsmarknaden, och i synnerhet subprime-marknaden för lån till hushåll med dålig kreditvärdighet – började falla, sattes en kedjereaktion igång. Vattendelaren utgjordes av konkursen för Lehman Brothers i september 2008. Allt fler aktörer upptäckte då att de inte visste vilka risker deras böcker innehöll, och än mindre vilka risker som fanns i motparternas portföljer. Tilliten försvann. Kreditmarknaden torkade upp, priset på risk steg dramatiskt medan alla frenetiskt började räkna igenom sina egna böcker för att ta reda på hur stor exponeringen mot de komplexa värdepapperen egentligen var – och i vilken utsträckning man var exponerad för någon länk i den långa kedja av papper som emanerade från någon bank som kunde misstänkas vara i svårighet.

Under oktober-november 2008 var finansmarknaderna nära panik. Skräcken spred sig snabbt till den reala sektorn. Produktionsfallet under andra halvåret 2008 blev det mest abrupta som hittills uppmäts, i västvärlden liksom globalt. Bara tack vare unikt omfattande motåtgärder från centralbanker och finansdepartement världen över kunde en massiv depression undvikas.

4. Skuldsättning och värdepapperisering

Det är således kreditmarknaderna som gett lågkonjunkturen 2008-2009 dess speciella karaktär. Låt oss därför gå lite djupare in i hur de kunde hamna i den här soppan. Jag ber redan på förhand om ursäkt för att jag nu blir en smula teknisk medan jag radar upp diverse nya värdepapperskonstruktioner. Men det går inte att förstå utvecklingen på kreditmarknaden utan att känna till de språng och innovationer som drev den under de här åren.

En startpunkt är den som gavs av den ekonomiska och politiska utvecklingen, med god tillväxt och låga räntor. När aktörerna i en sådan till synes stabil makromiljö söker högre avkastning drivs de att ständigt öka sin risk. Säkra placeringar såsom lågt belånade placeringar i statspapper ger låg avkastning. Men högbelånade placeringar i mer riskfyllda papper ger många gånger högre avkastning. Belåningsgraden ökade därför kraftigt, samtidigt som allt fler komplexa värdepapper såg dagens ljus.

Utvecklingen baserades på vad som kallas **värdepapperisering** ("*securitization*"), dvs. att traditionella, direkta banklån mellan långivare och låntagare allt mer ersatts av att låntagaren ger ut egna värdepapper som säljs på kreditmarknaden. Sådana värdepapper kan vara enkla, såsom vanliga bostads- och företagsobligationer, men de kan också bli tekniskt komplicerade, där avkastningen beror på villkorade utfall på specifika marknader. I sådana fall har ofta en investmentbank varit behjälplig i att konstruera och lansera papperet i fråga.

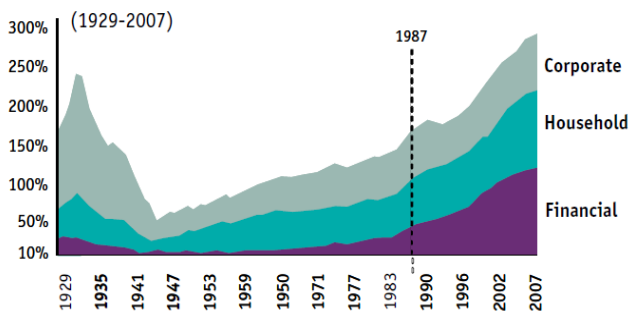
Värdepapperisering sker vanligen så att ett obligationslån ges ut med någon underliggande tillgång som säkerhet. Sådana värdepapper kallas **asset-backed securities (ABS)** och har en lång historia. Ett känt amerikanskt exempel är hur sydstaterna under inbördeskriget på 1860-talet försökte delfinansiera rustningarna genom obligationslån som grundades på framtida intäkter från bomulls-försäljning; försöket kapsejsade när nordstaterna erövrade Mississipp i och blockerade exporthamnarna.

Värdepapperiseringen tog rejäl fart i samband med avregleringarna och den svällande bolånemarknaden på 1980-talet. Den kom efter hand att bli en viktig intäktskälla för bankerna, både i form av avgifter för konstruktionen och därefter via intäkter från omsättningen av de nya papperen. Den nya affärsmodellen kallades "*originate and distribute*", vilket angav att den gick ut på att skapa nya produkter som sedan kunde säljas vidare – detta till skillnad från den traditionella kreditgivningen där ju banken ensam satt på krediten/fordran ("*originate and hold*"). I den nya modellen kom hela den mer eller mindre anonyma kretsen av köpare att dela på kreditrisken – vilket gjorde affären än mer attraktiv för banken, som tack vare försäljningen av värdepapperen kunde flytta över risken på köparen. Värdepapperiseringen var en starkt bidragande orsak till den ökande skuldsättningen i den finansiella sektorn.

Från mitten av 1980-talet till början av 00-talet mer än fördubblades finanssektorns skulder i USA.

Diagram 3. Privat skuldsättning i USA per sektor

Procent av BNP



Källa: *The Turner Review*

Nationalekonomerna välkomnade i allmänhet värdepapperiseringen. Tack vare handeln med de nya värdepapperen kunde risker spridas på flera händer. Genom att handla med risk blev det i alla fall i teorin möjligt för alla inblandade – både de som gav ut värdepapperen och de som köpte dem – att via denna marknad skaffa sig precis den riskprofil de ville. Därigenom skulle ekonomin fungera mer effektivt. Argumentationen förutsätter dock att de involverade vet vad de gör, att de har korrekt information om riskerna i de olika värdepapperen, att prisbildningen för dessa fungerar väl och att kontrakt honoreras. I den dominerande finansiella teorin – baserad på rationella aktörer och effektiv prissättning på de finansiella marknaderna – antas just detta ske. Men praktiken har inte alltid fungerat som teorin föreskrivit. Terrängen har skilt sig från kartan. Låt oss se hur.

5. Nya komplexa värdepapper

Grundprincipen för värdepapperisering baserad på fastighetsmarknaden är följande: Antag att hushållet Svensson går till bolåneinstitutet SBLånB och tar ut ett bolån. Detta lån uppträder som en fordran i SBLånB:s balansräkning och är därmed en tillgång som kan belånas. SBLånB kan således ta upp ett obligationslån på värdepappersmarknaden med sin stock av bolån som säkerhet. Det nya obligationslånet kan i sin tur ses som en tillgång i balansräkningarna för alla de placerare som köpt delar av det. Alltså kan de i sin tur ge ut nya obligationslån med sina respektive fordringar på olika institut som säkerhet. Den som köper dessa lån kan i sin tur belåna dessa fordringar osv.

Sådana värdepapper, kallade **mortgage-backed securities (MBS)**, började ges ut i stor skala vid mitten av 1980-talet. De kan i sig själva vara ganska komplicerade och svåra att värdera, eftersom de ofta baseras på stora mängder bolån till olika grupper med olika risker, olika säkerheter och skilda betalningsvillkor. De kan därutöver göras till byggstenar i konstruktionen av nya och än mer sofistikerade värdepapper. Med början från mitten av 1990-talet lärde sig investmentbankerna hur dessa serier av lån och fordringar med hjälp av sofistikerad finansiell teknologi kunde stöpas om på ett sätt som tycktes ge minskad risk. SBLånB kunde t.ex. innan de gav ut sitt obligationslån, ta hjälp av en investmentbank för att paketera om sina fordringar. Man kunde således dela upp fordringarna i olika segment (trancher) utifrån det bedömda betalningsflödet. Dessa segment kunde i sin tur paketeras om till nya derivat, som kunde säljas vidare och vilkas värde baserades på de underliggande bolånens. Sådana papper kallas **CDOs (Collateralized Debt Obligations)**.

Finessen i den här operationen är att dessa nya värdepapper kunde åsättas låg risk. Investmentbanken kunde inför kreditvärderingsinstitutet hävda att de poolat riskerna på ett mer intelligent sätt. Detta är en grundtanke i teorin för portföljhantering; genom att kombinera olika typer av tillgångar kan portföljen få lägre risk (i förhållande till avkastningen) eller högre avkastning (i förhållande till risken) än om portföljen bara innehåller ett eller några få tillgångsslag. Mer konkret blev det nu möjligt att med hjälp av matematiska modeller kombinera subprime-lånen – med högre kreditrisk – med lån till mer kreditvärdiga hushåll på ett sätt som medförde att risken spädades ut. Kreditvärderarna – Moody's, Standard & Poor's m.fl. – instämde i analysen och åsatte delar av de nya CDO:erna hög kreditvärdighet.

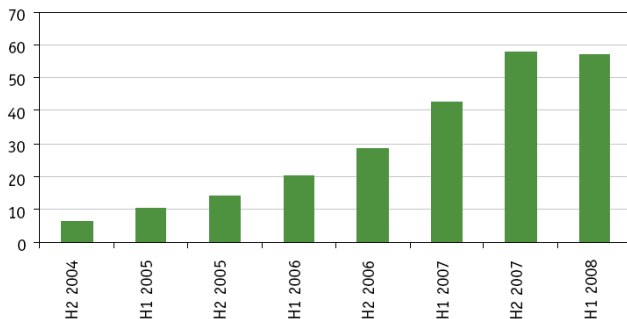
De nya instrumenten innebar att risk kunde spjälkas upp till olika köpare och prissättas olika. De som var villiga att ta mer risk kunde köpa högavkastande papper, vilkas värde skulle drabbas först om fastighetsmarknaden vek. De som ville vara på den säkra sidan höll sig till AAA-stämplade papper, vilkas avkastning garanterades mycket långt. Allra finast var de AAA-papper som kallades "*super senior*". Innehavarna av sådana papper var de som drabbades allra sist om marknaden skulle vika. Sanningen var dock att värdet på alla dessa CDO:er – även super senior – påverkades av husprisutvecklingen. Den kreditmarknad som sålunda utvecklades kan liknas vid en upp-och-nedvänd pyramid, där hela den svällande marknaden av derivat byggde på ett grundantagande – att huspriserna skulle fortsätta att stiga.

Vid sidan av CDO:erna utgjorde kreditderivatet **CDS (Credit Default Swaps)** det viktigaste av de nya instrumenten. I princip skulle detta fungera som en försäkring mot kreditförluster. Precis som företag genom s.k. swapavtal kan byta låns löptid, ränta och valutaexponering med varandra innebär ett CDS-avtal att man kan byta (delar av sin) kreditexponering med varandra, samt köpa och sälja andras kreditexponering. Då tar en tredje part över risken om

motparten får problem. Från början konstruerades de som en sorts försäkring, men CDS kan naturligtvis användas både för att öka och minska kreditrisken.

Diagram 4. Utestående volym Credit Default Swaps

Biljoner USD



Källa: BIS

Även kreditderivaten CDS skapades i mitten av 1990-talet, och blev snabbt oerhört populära. Det första CDS-kontraktet slöts av JP Morgan 1994¹; när marknaden toppade 2007 var det totala beloppet utestående CDS:er nästan 60 000 miljarder dollar. Ett skäl till den höga efterfrågan på CDS:er var att banken via dem kunde minska avsättningarna till kapitaltäckningen, detta eftersom reglerarna accepterade hypotesen att de nya instrumenten minskade kreditrisken. Samtidigt som risken minskades, lösgjordes kapital – som kunde investeras i nya papper. Två flugor i en smäll. I praktiken innebär dock den kraftiga ansvällningen av kreditderivat att det internationella regelverket för kapitaltäckning, de s.k. Baselreglerna, sattes ur spel.

Med asset-backed securities, CDO:er och CDS:er som bas kunde andra, än mer komplicerade värdepapper konstrueras. En **syntetisk CDO** innebär att man knöt ihop flera lån, poolade riskerna och skapade nya derivat utifrån hela poolen. I en del fall förekom också att investmentbankerna belånade och sålde vidare CDO en eller ett par gånger till ("CDO squared" och "CDO cubed").

Under perioden med prisuppgång och låga räntor var optimismen stor. Jaktan på avkastning medförde att allt fler placerare köpte både CDS:er och CDO:er och kanske också syntetiska CDO:er. Risken var ju låg, enligt kreditvärderingsinstitutet, i alla fall på kort sikt, men avkastningen förhållandevis god. Så småningom började flera av de institut som utvecklat de nya instrumenten låta "säkra" AAA-papper ligga kvar i den egna boken. Man sålde dem alltså inte vidare, trots att affärsidén var "originate and distribute". Ett skäl var att marknaden så småningom började mättas. Ett annat var att redovisningsreglerna i

USA tillät den förväntade avkastningen på dessa papper att räknas som intäkter redan i dag; något som i sin tur baserades på tron att prissättningen på marknaderna verkligen avspeglade fundamenta (diskonterade nuvärden av framtida avkastning) på rätt sätt. Därmed kunde intjänningen för den enhet som hanterade värdepapperen ökas dramatiskt – vilket i sin tur gav bonusar till de anställda i fråga.

6. Belöningsystemens roll

Det sistnämnda är viktigt. I den politiska debatten påstås ofta att ”girighet” var den yttersta orsaken bakom krisen. Det är en alldeles för ytlig förklaring. Ingen kan rimligen hävda att något plötsligt uppflammande utbrott av girighet ändrade människors grundläggande beteende just de här åren. Bubblan går, som vi sett, alldeles utmärkt att förklara med globalisering och tillväxt, låga räntor och otillräckliga regleringar.

Däremot är det otvivelaktigt så att belöningsystemen i de inblandade instituten drev på den snabba utvecklingen mot uppblåsta balansräkningar, kortsiktigt risktagande och allt mer komplexa värdepapper. För brokers i bolåneinstituten lönade det sig att skapa nya bolån (basen i näringskedjan), för investmentbankerna att stöpa om dem till säljbara värdepapper, ju mer komplexa desto bättre eftersom dyrare produkter gav högre kommissionsintäkter. Kreditvärderingsinstituten gjorde goda affärer när volymerna ökade och hade således ett egenintresse i att hålla kunderna på gott humör, kvalitetsstämpla deras papper och inte ifrågasätta dem allt för mycket. Bankernas ledningar såg i sin tur gärna värdepapperisering som flyttade kreditrisken bort från banken, och fler CDS:er som tillgodosåg kravet på kapitaltäckning och därmed lös-gjorde kapital för än större affärer. Vi ska heller inte glömma att den amerikanska lagstiftningen och låneproceduren – möjligheten för låntagaren att lämna falska inkomstuppgifter och göra sig skuldfri genom att lämna sitt hus – också gav allmänheten starka drivkrafter att ta på sig alltför stora skulder.

Till detta ska också läggas att belöningsystem baserade på omsättning av värdepapper och kortsiktiga vinster på dessa sannolikt minskade stringensen i kreditprövningen. Det är en sak att bevilja ett banklån till en kund som bankkamreren känner och har koll på, men en helt annan sak att skapa en CDO för ett par hundra miljoner, som köps av institutioner och som baseras på statistiska sannolikheter rörande kreditriskerna för tiotusentals individuella bolånekunder.

När media och politiker koncentrerar sig på höga bonusar till VD och företagsledning förenklar de därför gravt, samtidigt som de snävar in sitt mål alldeles för mycket. Minst lika viktiga är ersättningsystemen för dem som skapar och handlar med alla dessa värdepapper. Handlargolet – befolkat av hårt arbetande, drivande, ofta unga människor – är centralt för hur lyckosam banken

eller institutet blir i den hårda konkurrensen på värdepappersmarknaderna. Men konkurrensen om talangen på handlargolven på Wall Street eller i City är stenhård, och det är inte ovanligt att högrepresterande flyttar – enskilt eller i grupp – till den som bjuder över. Deras arbetsmarknad liknar mer den för fotbollsspelare med stjärnstatus än den för vanliga banktjänstemän. Banker har följaktligen vanligen generösa belöningsystem för just den här typen av medarbetare. Grundlönerna är sällan särskilt höga, men möjligheten till bonus är goda. I de flesta fall kan de tjäna mer än sin högsta chef. Ett slående exempel är chefen för Merrill Lynchs obligationshandel; 2006, då marknaden började vika men handlarbordet ändå krängde rekordstora volymer fick han 350 000 dollar i lön – men 35 miljoner dollar i bonus. Och detta trots att affärerna blev allt mer riskfyllda, då marknaden närmade sig toppen.

På papperet är dessa belöningsystem långsiktiga, eftersom prissättningen på värdepapperen antas avspegla nuvärdet av deras *framtida* avkastning. Men i ett läge där marknaden sätter fel pris (jag ska återkomma till den frågan) blir de i praktiken ofta kortsiktiga. Bonusens (eller den rörliga lönedelens) storlek avgörs vanligen av enhetens intjänning det gångna året. Att denna stiger till följd av att enheten tar på sig risker som kan skapa förluster eller samhällsekonomiska problem några år senare påverkar normalt inte den utbetalda bonusen. Hittills har det normala dessutom varit att bonussystemen är asymmetriska; går det bra kan påslagen bli stora, men om det går dåligt (i dag eller i morgon, till följd av tidigare affärer) blir det inga avdrag eller krav på tillbakabetalning. Belöningsystemen har i den meningen ofta golv men inte tak.

Kombinationen av kortsiktiga, asymmetriska belöningsystem och allt mer komplexa värdepapper bidrog till att såväl volymer som risknivå på kreditmarknaderna steg under inledningen av 2000-talet. Allt fler placerare köpte värdepapper med risker de inte förstod eller kunde värdera. Bankernas, försäkringsbolagens och de särskilt skapade värdepappersbolagens handlare behöll samtidigt själva allt större mängder av vad de trodde var säkra papper. Eftersom kedjorna av olika derivat kunde vara långa, med flera inblandade parter i flera led, blev systemet som helhet också allt mer sårbart. Men denna stigande risknivå syntes inte tydligt utåt. Riskerna i de nya värdepapperen underskattades av kreditvärderingsinstitutet, samtidigt som mycket av risktagandet låg utanför de reglerade bankernas balansräkningar. Inte heller syntes de i bankernas eller institutens egna riskmodeller, eftersom dessa byggde på historiska samband – vilka uteslöt en stor fastighetskrasch. Det bör noteras, att även tillsynsmyndigheterna missade detta.

7. Snabb spridning av krisen

När bubblan till slut brast, uppdagades omfattningen av detta risktagande. Det som göms i snö kommer upp i tö. Först drabbades subprime-marknaden.

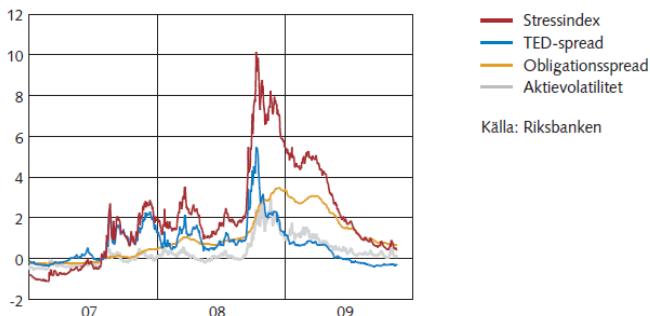
När Fed övergav lågräntepolitiken och började höja räntorna, med början 2004, slog de högre kostnaderna så småningom igenom, värst för de hushåll som tagit "teaser loans" under lågränteperioden. Deras räntebörda steg nu snabbt. Antalet utmätningar ökade. Många utnyttjade möjligheten att göra sig skuldfria genom att lämna sina hem på eget initiativ.

Efter hand började så huspriserna att vika. Under 2007 och början av 2008 slog detta initialt mot placerare med exponering mot subprime. CDO:er med lägre kreditvärdighet drabbades först, vilket slog mot hedgefonder som specialiserat sig på högriskpapper. Men i takt med att husmarknaden fortsatte att falla, drabbades även de CDO-trancher som påstått ha låg kreditrisk. En rad finansiella institutioner ådrog sig därigenom förluster. Specialbolagen utanför balansräkningarna – SIV:ar och conduiter – började sälja av. När allt fler av dessa bolag fick problem tvingades bankerna rekapitalisera dem, ibland genom att ta in dem direkt i sina egna balansräkningar. Därmed började krisen äta sig direkt in i banksystemet.

Eftersom bostadspriserna envist fortsatte att falla, fortsatte problemen att växa. I september 2008 kom den stora skrällen, då Lehman Brothers (en av de fyra stora amerikanska investmentbankerna) gick i konkurs, staten tog över Fannie Mae och Freddie Mac och världens största försäkringsbolag AIG var nära att följa efter, bara ett par dagar senare. Hela den upp-och-nedvända pyramiden av dåliga lån rasade, och ingen kunde längre vara säker på värdet av några papper. Det medförde också att de CDS:er som troddes skydda mot kreditrisk inte gav något skydd alls. De som tagit på sig risken hade inte längre råd att betala ut försäkringen.

Krisens epicentrum var USA. Men den spred sig snabbt runt världen, via flera mekanismer. Den omedelbara och snabbaste gick via den starka **aversionen mot risktagande**. Lehmans konkurs tycktes visa att ingen gick säker. Därmed kunde ingen längre lita på värdet av de egna värdepapperen – eller hur stabila ens motparter på kreditmarknaden egentligen var. En försvårande omständighet var att huvuddelen av alla CDO:er och CDS:er hade sålts "over the counter", dvs. via enskilda, specialskräddade avtal. Många av dessa hade sedan sålts vidare, ibland i flera led. Därför visste ingen vem som satt i slutet på dessa långa kedjor, och på vilka villkor. Från att ha fattat beslut utifrån mer eller mindre sofistikerade riskmodeller med noggrant uträknade procentsatser för olika sorters risker, slungades nu bankcheferna in i en situation av genuin osäkerhet, där alla kvantitativa uppskattningar blev en skrift i vattnet. Den komplexitet i de olika värdepapperen som tidigare inte utgjort något problem, blev nu ett stort hinder mot att kunna reda ut härvan av motpartrisker. Förhoppningen att diversifieringen av olika papper skulle ge bättre skydd visade sig också vara överdriven. När botten gick ur marknaden, drabbades de flesta värdepapper illa. Korrelationen mellan olika investeringar visade sig vara mycket starkare än väntat – vilket ytterligare förvärrade problemen.

Diagram 5. Internationellt stressindex för finansmarknaden



Stämmingsomslaget blev abrupt. Tilliten försvann. Paniken lurade. Alla rusade mot utgången och försökte göra sig av med så många osäkra papper som möjligt. Räntespreaden mellan riskfyllda och "säkra" papper steg dramatiskt och blixtnabbt, inte bara i USA utan över hela västvärlden. Olika "stressindex" (här visas Riksbankens) gick i taket. Marknaderna för CDO och CDS tvärdog. Följden blev att så gott som ingen – vare sig banker eller industriföretag – längre kunde fullfölja sina finansieringsplaner på marknaden. Det blev helt enkelt omöjligt för privata företag att ta upp nya obligationslån.

När en sådan här negativ spiral kommer igång, kan den gå långt. När allt är osäkert vågar ingen köpa, vilket betyder att priserna – från att ha legat långt över jämvikt – snabbt faller långt under. Balansräkningarna smälter samman. Det slår främst mot dem som är högt belånade och som nu tvingas paniksälja. Men det skadar även balansräkningarna i vad som varit sunda institut. Massutförsäljningar sänker priserna på värdepapperen ännu mer – varpå balansräkningarna urholkas ytterligare, osv.

Det visade sig dessutom att placerare över stora delar av världen hade köpt de giftiga amerikanska värdepapperen, allt från nordnorska kommuner till tyska regionbanker och australiensiska välgörenhetsorganisationer (jodå!). När värdet på deras tillgångar föll, drabbades också deras invånare, ägare, anställda och förmånstagare.

8. Skarpa reala effekter

Konsekvenserna för den reala ekonomin kom således snabbt och med stor kraft. När bankernas tillgångar minskade i värde, minskade deras möjligheter att låna ut och själva bedriva vanlig verksamhet – vilket inte bara slog mot ny kreditgivning till investeringar och konsumtion utan också mot omsättningen

av redan existerande lån. I dagens kreditberoende ekonomi har de allra flesta företag – även solida sådana – stora lån, som löpande måste omsättas såsom en del av den dagliga, naturliga kredit- och likviditetshanteringen. Men nu gick det plötsligt inte att omsätta lånen. Det skapade omedelbara och i flera fall stora problem.

Samtidigt påverkades de amerikanska konsumenterna negativt av fallande fastighetspriser och aktiekurser, efter hand även av tilltagande stramhet i kreditgivning. Deras nettoförmögenheter krympte, några fick lägre inkomster, många fick gå från hus och hem och än fler måste börja amortera och spara mer. Därmed föll detaljhandeln och den amerikanska importen, som varit en global tillväxtmotor. Andra länders export till USA sjönk, vilket i sin tur minskade den europeiska, japanska och kinesiska exportindustrins efterfrågan på komponenter. Världshandeln föll. Produktionsfallet under sista kvartalet 2008 och inledningen av 2009 var det snabbaste som uppmäts i världsekonomin sedan det andra världskriget.

När en sådan real nedgång kommer igång blir den – precis som nedgången på de finansiella marknaderna – självförstärkande. I ett tätt hoptvinnat globalt produktionssystem med många underleverantörer i olika led och skilda länder sprider sig skadorna snabbt. Den stora osäkerheten och tilltagande pessimismen fick naturligtvis negativa följd effekter: Orderingen föll. Planerade investeringar ställdes in. Så småningom började arbetslösheten stiga.

Delvis av inhemska skäl, men också på grund av psykologisk smitta från USA, började också fastighetsmarknaderna vika i en rad andra länder. I Europa slog detta hårt mot så skilda länder som Storbritannien, Irland och Spanien. Resultatet av allt detta blev den skarpaste inbromsningen av världsekonomin som någonsin uppmäts. Under andra halvåret 2008 föll produktionen brant i så gott som alla industriländer. Det fjärde kvartalet kulminerade raset; omräknat i årstakt (annualiserat) föll industriproduktionen inom OECD-området då med 40 procent! Dramatiken understryker hur extremt beroende av fungerande kreditgivning som moderna ekonomier blivit.

Före krisen hade många ekonomer – däribland jag själv – trott att den kommande amerikanska recessionen inte behövde få särskilt farliga effekter på världsekonomin i dess helhet. Bostadsbubblan och det låga sparandet var ju i huvudsak ett amerikanskt fenomen. Flera av oss talade om en losskoppling (*"decoupling"*) mellan USA å ena sidan och Europa och Asien å den andra. Hyggliga statsfinanser och överskott i bytesbalanserna borde göra flera annars sårbara ekonomier mer robusta, hävdade vi.

Men vi underskattade kraften i den amerikanska nedgången och – framför allt – spridningseffekterna via kreditmarknaderna. I stället för en losskoppling fick vi se den första sant globala recessionen. Samtliga regioner i världen drabbades, och för första gången sedan andra världskriget föll global BNP.

Alla föll dock inte lika mycket. Värst drabbades länder med stora underskott och lågt sparande (såsom USA och Baltikum). Därefter – något förvånande – länder med starkt exportberoende (t.ex. Sverige). Bäst klarade sig länder med låg exponering mot de internationella kreditmarknaderna och liten exportsektor. Det ska också sägas att losskopplingstanken har fått en viss revansch. Nu när botten tycks ha passerats kan vi konstatera att några länder faktiskt klarade pressen bättre än andra. I synnerhet gäller att Kina nu åter växer starkt, efter en svacka i början av 2009. Utvecklingsländerna som grupp drabbades visserligen av krisen, men har ökat sin andel av global BNP påtagligt. Länder som gick in i krisen med bytesbalansöverskott och plus i de offentliga finanserna – såsom Sverige – har också haft större möjligheter att vidta motåtgärder än länder med svaga finanser och bytesbalansunderskott.

9. Motmedlen

Den djupa krisen frammanade ekonomisk-politiska motåtgärder. Till en början var dock osäkerheten och tveksamheten stor. Eftersom problemen inledningsvis dök upp i subprimesektorn och därefter i det halvt dolda amerikanska "skuggsystemet" var det inte lätt att inse hur allvarliga de var. Så sent som i oktober 2007 mötte jag vid ett besök på Fed attityden "*concerned but not worried*". Dessutom fanns i USA under Bush-administrationen en stark ideologisk aversion mot statliga ingripanden. Under hösten 2007 började dock centralbankerna pumpa in likviditet i banksystemet. Under loppet av 2008 blev aktiviteten frenetisk.

- De flesta centralbanker i västvärlden sänkte sina **styrräntor** ned mot noll. Det var dock inte tillräckligt. Enligt vanliga analyser (såsom den s.k. Taylorregeln som försöker minimera summan av avvikelserna från inflationsmålet och potentiell BNP) borde styrräntorna i de flesta fall – däribland både USA och Sverige – sättas långt *under* noll.
- Eftersom detta inte är möjligt har centralbankerna experimenterat med olika sorters så kallade **kvantitativa lättnader**, dvs. metoder att tillföra likviditet och öka penningmängden när räntevapnet väl uttömt sin kraft. Ett syfte har varit att hålla uppe marknadsaktörernas inflationsförväntningar (som annars kanske hade fallit klart under inflationsmålet) och den vägen pressa tillbaka den reala räntan. Uppfinningsrikedomen har varit stor.
- Samtidigt har **direkta stödåtgärder** till banksystemet vidtagits. Mycket stora belopp har tillförts först i form av garantier och därefter för att köpa upp dåliga tillgångar. I USA kallas det sistnämnda programmet TARP – "*Troubled Asset Relief Program*" – och omfattar 700 miljarder dollar.
- Under den turbulenta hösten 2008 tvingades ändå staten aktivt gå in och i praktiken ta över **ägandet** i flera större institutioner. Här var

Bank of England inledningsvis mer skeptisk, men efter kollapsen för Northern Rock föll även det brittiska motståndet mot förstatliganden.

- **Finanspolitiken** har blivit mer expansiv, via sänkta skatter och höjda offentliga utgifter. Budgetunderskotten har ökat kraftigt över hela västvärlden och statskuldena skjutit i höjden. I Euro-zonen har stabilitetspaktens tak för upplåning brutits igenom av så gott som alla medlemsländer.
- Det **internationella samarbetet** har lyfts till en ny nivå, genom att G20 instiftats som en ny arena för samråd. Valutafonden IMF har på nytt fötts och dess kassa fyllets på.

Insatserna har inte varit fria från kritik. Att satsa miljarder av skattebetalarnas pengar för att staga upp ett finansiellt system som själv satt sig i knipa är inte populärt. I USA kallas TARP ofta "*cash for trash*". På ett mer principiellt plan gäller debatten räddningsaktioner av finanssystemet i sig och hur dessa bör utformas. Olika modeller finns för hur bankkriser ska hanteras. En ytterlighet är Japans 90-talsstagnation, där myndigheterna agerade ytterst långsamt för att inte säga motvilligt. En annan är den svenska bankkrisen i början av 90-talet, där myndigheterna ingrep betydligt mer resolut. Dels skyddades bankkunderna genom en bred insättargaranti, dels genomlyste den nyinrättade Bankakuten bankerna och sorterade upp deras tillgångar i "goda" respektive "dåliga". De dåliga tillgångarna togs över av särskilt tillskapade enheter (den mest kända var Securum) som fick uppgiften att förvalta dem och på sikt sälja av dem. De insolventa bankerna lades ned och de återstående goda bankerna rekapitaliserades. I flera fall byttes ledningarna ut, och ägarna fick ta stöten genom att deras aktieinnehav förlorade i värde.

Jag återkommer strax till principdiskussionen om bankskyddets framtida utformning. Låt mig här bara konstatera, att de stora anglosaxiska länderna i den här krisen inte alls agerat lika kraftfullt som Sverige gjorde under vår bankkris. Visserligen har man vräkt pengar över finanssektorn, men i USA har insatserna snarare handlat om att rädda de bestående bankerna – ofta även bankledningarna – utan att ställa särskilt hårda krav på omstrukturering. Sådana ingrepp kan visserligen göra att man lyckas undvika en depression. Men frågan är huruvida de verkligen lägger grunden till ett sundare banksystem – ett som inte ägnar sig åt nya excesser. Pessimisterna hävdar att det är precis tvärtom. Genom att rädda bankerna har statsmakten givit de nya bankledningarna *carte blanche*. Vi ställer upp nästa gång också. Den uppfattningen riskerar att bädda för ny lättsinnighet. Den driver också på koncentrationen, eftersom flera mindre banker gärna vill bli del av en större företagsgrupp och därigenom sälla sig till dem som beskyddas. Den processen har naturligtvis också drivits på av krisen i sig.

Därför står USA i dag med i stort sett samma sorts banksystem som före krisen, men efter utslagning, fusioner och strukturomvandling ännu mer kon-

centrerat, ännu mer beroende av ett fåtal bjässar – som därmed är ännu starkare garanterade att få överleva. Skapar inte det ännu mer ”moral hazard” inför framtiden?

Kritiska röster menar att det är principiellt fel att på detta sätt skapa en praxis som räddar den som missköter sig och dessutom är stor. Några påminner om att konkurser ibland kan vara nyttiga, för att rensa ut slagget. Och de filosofiskt lagda brukar påpeka att kapitalism utan konkurser är som kristendom utan helvetet.

Men motargumentet är givet: Det finansiella systemet har starka **externa effekter** – dess kriser skapar kris i hela ekonomin. Att inte omgärda kreditmarknaden och banksektorn med skydds nät är att utsätta hela ekonomin för upprepade stålbad. Att rätta till dessa externaliteter genom att både spänna upp skydds nät och ställa hårdare krav på dem som nyttjar skyddet är både rimligt och mer humant. Men notera: krav måste ställas, och jag återkommer strax till vilka.

Sammanfattningsvis har politiken nästan över allt sedan slutet av 2008 varit starkt expansiv – vilket kanske inte är så konstigt när ekonomierna hamnat i ”likviditetsfällan” där inte ens nollränta räcker. I den meningen har Keynes återuppstått och fått revansch. Ingen tvekan råder heller om att denna keynesianska politik bidragit till att den djupa recessionen inte utvecklades till någon stor depression à la 1930-talet.

Ett undantag finns dock från denna expansionistiska bild: I våra baltiska grannländer på andra sidan Östersjön har politiken under senare tid varit åtstramande. Detta till skillnad från uppgångsfasen, då politiken var än mer bubbeldrivande än i USA. Skälet till denna procykliska politik är att de baltiska staterna sedan länge haft som mål att kvalificera till euro-medlemskap. För detta krävs att de s.k. Maastricht-kriterierna ska uppfyllas. Ett av dessa är fast växelkurs gentemot euron. Men fast kurs betyder att penningpolitiken inte kan användas för att hålla balansen i den inhemska ekonomin.

I Baltikum medförde detta att räntorna under uppgångsåren blev för låga i förhållande till tillväxt och inflationstryck. Enligt läroboken bör finanspolitiken i ett sådant läge ta på sig ett större ansvar för den inhemska stabiliteten. Men kom ihåg att de tre baltiska staterna när tillväxten satte fart mot slutet av 1990-talet just hade frigjort sig från kommunistisk planekonomi. De hade små offentliga sektorer och stark aversion mot höga skatter; i stället satte de en ära i att ha så låga och platta skatter som möjligt. En åtstramning av finanspolitiken var inte politiskt möjlig. De stabiliseringspolitiska ramarna var därmed felkonstruerade. Förenklat uttryckt bestämdes penningpolitiken i Frankfurt av ECB, medan finanspolitiken kapitulerat. Den svenska Riksbanken och Finansinspektionen insåg alltför sent att de i praktiken fått ansvaret för Baltikums finansiella stabilitet i knät. Därmed lades anpassningskravet på de privata ban-

kerna. *De facto* ålades de svenska dotterbankerna i Baltikum att mot sin vilja fungera som en sorts kvasi-centralbanker. Det var olyckligt eftersom olika aktörers ansvar blandades samman. Ett resultat blev att ansvaret för den finansiella stabiliteten i Baltikum hamnade mellan stolarna. Detta ursäktar självfallet inte den alltför expansiva kreditgivningen från bankerna, men det är i alla fall en delförklaring till varför kreditexpansionen blev så våldsam.

När kraschen kom fick de fasta växelkurserna i Baltikum motsatt effekt. Då blockerades penningpolitiken från att stimulera ekonomierna. Och den akuta förtroendekrisen tvingade därmed finanspolitiken sent omsider – men i ett helt annat konjunkturläge – att strama åt för att stötta valutapolitiken. Den sammanlagda effekten blev starkt kontraktiv. Det kan diskuteras huruvida de baltiska staterna valde rätt strategi, men när de väl valt att fortsätta att prioritera euro-anslutningen och tagit så mycket smärta för att nå dithän är det inte svårt att förstå att de gärna vill slippa lägga om politik halvvägs igenom krisen. Hursomhelst har den fasta växelkurspolitiken ovedersägligen bidragit till förstärka nedgången i Baltikum.

Baltikum är dock undantaget. Överallt annars har politiken varit expansiv, och på många håll syns nu positiva effekter. Finansspaniken har lagt sig, och konjunkturbotten har passerats på de allra flesta håll.

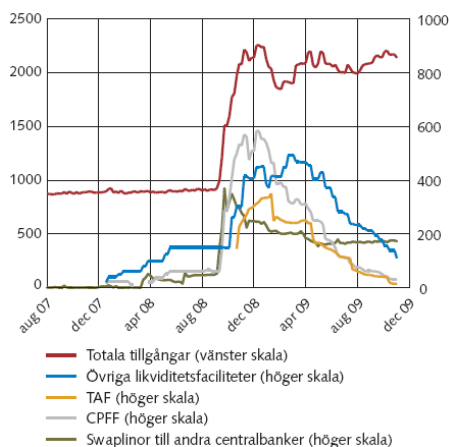
10. Nästa uppgift: Exitstrategier

Här står vi alltså. Omfattande expansiva motmedel har medfört att de globala kreditmarknaderna börjat fungera igen. Både banker och företag har fått bättre möjligheter att finansiera sig på marknaden, till lägre pris än under den akuta krisen. Förtroendet har ökat, riskpremierna fallit, börserna har vaknat. Världsekonomin växer igen. Recessionen är således över. Den var djup – men kortare än vad vi kunde befara för ett år sedan. Därmed är det slut på tillbakablickarna. Resten av denna föreläsning blickar framåt.

Den första uppgiften för beslutsfattarna är att utforma **exit-strategier**. Den finansiella sektorn har visserligen återhämtat sig – men den är helt beroende av centralbankernas och myndigheternas stöd. Oavsett hur man räknar – centralbankernas uppblåsta balansräkningar eller deras direkta utlåning till banksystemet – ligger de fortfarande kvar på de orimligt höga nivåer som nåddes under den akuta krisen hösten 2008. På lång sikt är denna situation ohållbar. Men hur ska de stora expansionsdoserna kunna avecklas utan att uppgången bryts? Och när ska vi avgöra när det är dags att gå från expansion till åtstramning?

Diagram 6. Federal Reserves balansräkning

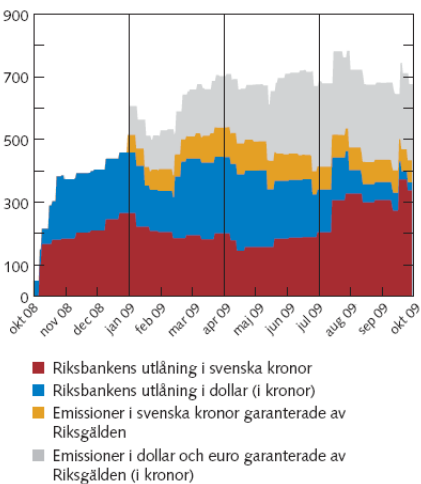
Miljarder USD



Källa: Federal Reserve

Diagram 7. Stöd från Riksbanken och Riksgälden till svenska finansiella institut

Miljarder SEK



Källa: Riksbanken

Svaren är alls icke enkla. Några fruktar att en längre period av stimulans kan ge nya bubblor, statsskuldproblem och på sikt inflation. Andra fruktar tvärtom att en snabb reduktion av stimulanserna kan bryta nacken av uppgången, i synnerhet om flera länder agerar samtidigt. I synnerhet är risken hög att marknadsröntorna stiger rejält då stimulansåtgärderna dras tillbaka. Men att sätta siffror på hur stark den effekten blir är svårt. Eftersom vi aldrig förut – jag understryker: aldrig – varit i den här typen av kreditkris, med så snabb spridning av krissymptomen och så starka expansiva motmedel, finns inga riktigt bra historiska erfarenheter att luta sig mot.

Än så länge är den dominerande synen bland centralbankschefer och finansministrar att riskerna är asymmetriska. De tycks inte frukta nya bubblor, i alla fall inte nu. Dagens börsuppgång är visserligen gödd av billiga centralbankspengar, men det är svårt att belägga att aktier i allmänhet skulle vara allvarligt övervärderade. Bostadsmarknaderna har fallit rejält på de flesta håll. Den finansiella stabiliteten har ännu inte återvunnits. Även om den akuta paniken har lagt sig, återstår betydande problem för många banker. Kreditförlusterna förblir stora ett tag till. Och även om tillväxten återhämtar sig är kapacitetsutnyttjandet lågt, vilket innebär att arbetslösheten förblir hög och inflationstrycket lågt ännu en tid. Dessutom: Om det är något vi lärt av det gångna året är det att oväntade störningar på finansmarknaden kan uppkomma oväntat och med kort varsel, och att de kan sprida sig snabbt. Bara den allra senaste tiden har vi sett nervositet rörande så skilda marknader som fastigheter i Dubai och statspapper i Grekland – för att inte tala om oron över att den fallande dollarn skapar nya obalanser.

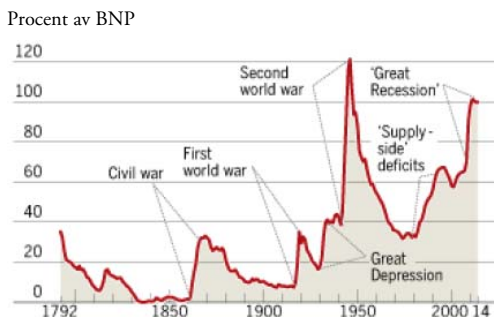
Faran i att strama åt tidigt är därför större än den som ligger i att vänta in en tydligare stabilisering. Det talar för att expansionspolitiken ligger kvar ett tag till. Men så småningom måste den ändå bort, i takt med att ekonomierna tillfrisknar. Sannolikt dras först en del av de extra likviditetsstöden undan, därefter höjs styrräntorna. Viktigt blir att identifiera hur de olika åtgärderna hänger samman, både inom och mellan länder. Samarbete är av nöden, så att inte bankerna kan utnyttja olika timing på så sätt att oönskade kapitalflöden uppstår.

När likviditetsstöden reducerats och styrräntorna börjat återgå till det normala, kommer nästa steg i exitpolitiken: att minska budgetstimulanserna. Stora budgetunderskott har inte utgjort några farliga problem – hittills – eftersom den statliga upplåningen framför allt kompensert för fallet i den privata efterfrågan. Men när efterfrågan ökar och de privata investeringarna kommer igång, kan fortsatt stora statliga upplåningsbehov driva upp räntorna.

Saneringen av statsfinanserna innebär att minska budgetunderskotten under nästa konjunkturuppgång. Därutöver måste finanspolitiken också på längre sikt åläggas en hårdare disciplin. Krisen har nämligen också avsett långsiktiga spår i form av kraftigt stigande offentlig skuld. I många länder har den nu nått

nivåer som tidigare bara synts under krigstid, efter våldsam anspänning och rustningar. I USA överträffar statsskulden (mätt som andel av BNP) nu skuldsättningen såväl under inbördeskriget som under första världskriget. Sådana skuldnivåer har historiskt sett tagit tid – ett par decennier eller mer – att betala ned. Senast det skedde – under 1950- och 60-talen – var tillväxten god, finanspolitiken stram och inflationen hög. Sådana fördelaktiga förutsättningar för skuldminskning lär vi inte se under överskådlig tid.

Diagram 8. USA:s statsskuld 1792-2014



Källa: OMB

En slutsats är att det svenska ramverket för statsfinanserna – som siktar på bestående budgetöverskott och krympande statsskuld – trots återkommande kritik visade sig vara väl värt mödan; det gav Sverige en betydligt bättre buffert inför krisen än de flesta andra länder. Vi bör därför återgå till likartade budgetregler när vi väl är på fast mark igen – och det samma gäller många andra stater, som i dag saknar liknande ramverk men som bör skaffa sig sådana.

Men att krympa en stor skuld är ofta plågsamt, eftersom det kräver högre skatter eller nedskurna utgifter – eller båda delar. Säkert kommer några regeringar därför att frestas att släppa fram en viss inflation för att den vägen urholka skuldbördan. Att inflatera bort skulder är dock svårare nu än förr. Finansmarknaderna är mer avreglerade, och marknadsräntorna stiger säkerligen vid minsta tecken på att centralbankerna skulle byta strategi. Vad gäller ECB är jag övertygad om att de rider spärr mot alla dylika tankar. Jag är mindre säker på Fed, av tre skäl. För det första: USA har en annan tradition. Fed:s definierande ögonblick var den stora depressionen, medan ECB:s analytiska rötter står att finna i den tyska hyperinflationen efter första världskriget. För det andra går den amerikanska skulduppbyggnaden nu betydligt snabbare än för de flesta europeiska länder. För det tredje lånar USA företrädesvis i den egna valutan. Man kan därför inte utesluta att USA någon gång i framtiden kommer att överväga att släppa fram något högre inflation än vad européerna gillar.

Dylika funderingar antyder att recessionen ger långsiktiga effekter. Det är inte så enkelt som att vi återgår till det normala när vi väl kommit ur svackan och politiken normaliserats. Chefen för världens största obligationsfond PIMCO har talat om *"the new normal"* och därmed antytt att detta sakernas tillstånd inte blir det vi var vana vid under 1990-talet och början av 2000-talet. Jag håller med. Den amerikanske konsumentens era är över. USA måste lära sig leva med högre sparkvot och lägre import. Inte heller kommer västvärldens ekonomier att drivas framåt av avregleringar eller en kraftfullt expanderande finansmarknad. I stället kommer finansmarknadens andel av ekonomin att krympa, nya och mer försiktiga affärsmodeller tar över efter värdepapperisering och orginate-and-distribute.

Min slutsats blir att tillväxten i västvärlden visserligen återhämtar sig just nu, men att den under de kommande åren blir lägre än den var före krisen – föga förvånande, eftersom den då blåstes upp av en ohållbar stegring av tillgångspriser och för högt risktagande.

11. Bör penningpolitiken läggas om?

Vilka lärdomar ska då dras för den ekonomiska politiken? Bör de penningpolitiska ramarna läggas om? Bör styrräntan sättas mer utifrån överväganden om tillgångspriser och bubblerisker? Många hävdar det, inte minst ekonomerna på Bank for International Settlements, BIS. De har länge förespråkat att centralbankerna måste *"lean against the wind"*, dvs. våga höja räntan även i tider av låg inflation för att i tid bromsa stegrade kurser och fastighetspriser².

För egen del har jag i olika sammanhang motsatt mig en sådan strategi, men måste erkänna att erfarenheterna från krisen gjort mig mindre bestämd på den här punkten. Kreditmarknadens kollaps i fjol visar att finansmarknaden har stort genomslag på både inflation och realekonomi. Det är därför rimligt att ibland tänja inflationsmålet genom att – såsom några centralbanker redan gör – utsträcka prognoshorisonten. Är man mitt i vad man tror sig kunna identifiera som en stor och farlig bubbla, kan man således överväga att underskrida inflationsmålet på kort sikt – förutsatt att man kan göra troligt att man därigenom kan undgå större kast längre fram. Men den typen av avvikelser från den striktare tolkningen av inflationsmålet bör vara sällsynta. Argumenten emot att använda penningpolitiken mot fluktuerande tillgångspriser är nämligen alltjämt starka.

- För det första är flera av Greenspans och Bernankes gamla invändningar fortfarande giltiga. Det är faktiskt inte så enkelt att avgöra när tillgångspriserna hamnar fel, när en bubbla uppstår – eller när och med vilka metoder en eventuell bubbla bör spräckas. I synnerhet inte om det ska göras på ett sätt som är transparent och enligt trovärdiga

operativa handlingsregler. Dessutom är det inte alls säkert att den strategin – att agera för att medvetet sänka tillgångspriserna – ger mindre följdproblem än då bubblan spricker av sig själv. Att spräcka en boom på börs- eller fastighetsmarknad kräver sannolikt rejäla tag med räntevapnet.

- Vi har sett vilka enorma krafter som drev fram finanskrisen. Tror någon på fullt allvar att en kvarts eller halv procent hit eller dit på styrrentan hade förmått dämpa haussen i fastigheter eller i kreditderivat i någon nämnvärd omfattning? Glöm inte hur de reala marknadsräntorna trycktes ned av låg inflation och inflöde av kinesiskt kapital. Och kom ihåg att avkastningen på eget kapital i de stora bankerna – i Sverige såväl som i USA – under bubbelåren uppgick till runt 20 procent om året och att den finansiella sektorn i USA mot slutet av uppgången ensamt stod för 40 procent av det samlade amerikanska näringslivets vinster. För att signifikant reducera de talen och höja den reala marknadsräntan skulle långt starkare räntedoser ha behövts – vilket i sin tur hade gått på tvärs mot målet att ha låg och stabil inflation. Räntor av den storleksordning vi talar om här hade antagligen skapat *deflation* – med andra och kanske ännu obehagligare effekter.
- För det tredje vill jag påminna om att strategin med inflationsmål – som i dag dominerar, även om Fed formellt har två mål – i huvudsak har varit lyckosam. Allmänheten har lärt sig hur den fungerar, man litar på inflationsmålet, vilket betyder att strategin har trovärdighet. Beslutsreglerna är förhållandevis enkla och kan således granskas och utvärderas utan större huvudvärk. Att införa ett särskilt mål för tillgångspriserna riskerar att skapa förvirring.
- Slutligen: man bör minnas den gamla regeln att använda rätt medel för rätt ändamål. Att i den ekonomiska politiken ge ett och samma medel dubbla uppgifter är sällan någon god idé. Räntevapnet har varit lyckosamt mot inflationen. Att lägga på ytterligare en uppgift riskerar att skapa målkonflikter.

Mycket talar alltså för att penningpolitiken i snäv mening – räntesättningen och styrningen av penningmängden – bör fortsätta att koncentrera sig på prisstabiliteten, om än med viss töjning. En ”flexibel inflationsmålspolitik” är fortfarande den bästa strategin, menar jag. Visst bör tillgångspriser tas med i analysen – men inte som mål utan som något som påverkar prognoserna för inflation och realekonomisk utveckling. Har centralbanken anledning att tro att stora kast i tillgångspriserna kan ge oönskade avtryck i inflation eller konjunktur bör man givetvis söka motverka sådana. Den lärdomen av den gångna krisen är uppenbar. Men det är inte detsamma som att sätta särskilda mål just för tillgångspriserna.

12. Vikten av fungerande tillsyn

Finansiell stabilitet bör därför främst nås via andra medel än styrräntan, medel som är inriktade just mot det målet. Vi talar då om regleringar samt särskilda skatter och avgifter skräddarsydda för att motverka finansiell instabilitet. Här är det uppenbart att staten och lagstiftarna ligger långt efter, både vad gäller kompetens och organisation. Medan finansmarknaderna internationaliserats snabbt, är finansinspektioner och finansdepartement fortfarande nationella. Och medan finansmarknaderna med hjälp av höga ersättningar kunnat locka till sig många av *"the best and the brightest"* ligger status och löneförmåner på regleringssidan långt efter. Goldman Sachs är en mer populär arbetsgivare än Finansinspektionen. I sådana fall finns alltid en risk att den övervakande myndigheten blir de övervakade företagets gisslan – att regleraren tvingas förlita sig på företagens bedömningar i så hög grad att de båda sidorna i praktiken växer samman.

Dessutom visar de senaste årens erfarenhet att regleringarna i alltför hög utsträckning riktat in sig på enskilda institut och produkter – den enskilda bankens kapitaltäckning och balansräkning, det enskilda värdepappers risker – och inte tillräckligt kunnat urskilja **systemriskerna**, då motpartsrisker, otillräcklig likviditet och marknadsångest tas i beaktande. Finansskrisen har visat hur sammanflätade alla de olika finansiella företagen och produkterna har blivit. Varje bank för sig har visserligen oftast försökt lägga sina ägg i olika korgar – men det samma har alla andra banker gjort, ofta med samma strategier och analysverktyg. Resultatet har gjort att ett dåligt ägg i någon av korgarna nu kan smitta alla. Problemet i ett till synes fjärran institut kan plötsligt och oväntat dyka upp som motpartsrisker via något obskyrt och komplext derivatinstrument. Regleringarna måste därför ta hänsyn till alla dessa inbördes beroenden.

Här krävs med andra ord betydande reformer. Reglerarnas kompetens, status och ersättning måste radikalt förbättras och systemrisker analyseras. Den internationella samordningen måste stärkas. Olika regelsystem ger annars upphov till *"regulatory arbitrage"* – att den som ska övervakas flyttar sin verksamhet till ett ställe med lindrigare krav. Ett konkret exempel är den svenska valp-skatten, som drev en stor del av den svenska aktiehandeln till London. Ett annat är Sarbanes-Oxley, som genom snårig byråkrati och långtgående krav skadat finansplatsen New York (men gynnat advokaterna). I dag är emellertid både regelsystem och regleringsmyndigheter hopplöst uppsplittrade. Redovisningssystemen i USA och Europa skiljer sig åt på avgörande punkter. Inte ens inom den europeiska valutaunionen finns en gemensam finansinspektion. De olika medlemsnationerna vaktar svartsjukt på den nationella suveräniteten; i Euro-zonen har varje enskilt land fortfarande sina nationella myndigheter, vilket är en anakronism i ett område med gemensam valuta, gemensam penningpolitik och avreglerade finansmarknader.

Här kan det vara värt att kort nämna Island, såsom ett exempel på faran för ett litet land att ha egna regleringar och samtidigt stå utanför gemensamma skyddsnet. Island är ett mycket litet land – invånarantalet är inte större än Malmös och Lunds tillsammans. När de aggressivt uppsvullna isländska bankerna vacklade, hade de isländska myndigheterna helt enkelt inte tillräckligt med resurser att rädda dem. Normalt tvingas myndigheter under bankkriser gripa in för att rädda banker som är *”too big to fail”*. Men det var inte fallet på Island. Där var bankerna i stället *”too big to save”*. Islands slutsats har, som bekant blivit, att söka EU-medlemskap för att kunna komma in under ECBs skydd.

Insikten om det nödvändiga i harmonisering och samordning har fått en injektion på grund av finanskrisen. På internationell nivå finns numera G20 och dess Financial Stability Board, vilket är ett steg fram jämfört med G7 (sedan är det en annan vilket stabilitet, trovärdighet och legitimitet denna klubb av självutnämnda stormakter har). IMF har fått utökade resurser och befogenheter. Och i EU byggs nu upp ett samarbetsorgan – Systemic Risk Board – mellan centralbank och finansinspektioner. Men det mesta återstår.

13. Den nya regleringsmiljön

Låt oss dock anta att världssamfundet bygger en kompetent, legitim och global struktur för översyn och regleringar. Vad bör den göra? En lista över sådana reformer³ kan se ut så här:

- **Kapitaltäckningskraven** bör höjas. Framför allt bör ”skuggsystemet” tas in i regleringssystemet. Det bör inte vara möjligt för bankerna att bygga omfattande, oreglerade tillgångsmassor vid sidan av kapitaltäckningskraven. Kapitalet ska räcka också i situationer med akuta likviditetsbrister. Man bör också överväga att göra kapitaltäckningskraven mer kontracykliska. Detta för att dämpa utlåningen under högkonjunktur och skapa buffertar inför lågkonjunktur. Bankerna skulle då åläggas att bygga upp extra reserver under uppgången (*”dynamic provisioning”*). Därigenom skulle de inte kunna belåna sig lika kraftigt, och bättre buffertar skulle finnas till hands under en nedgång. Hårdare kapitalkrav skulle självfallet också höja räntekostnaderna för låntagarna under konjunkturuppgången.
- **Skatter och avgifter** kan vara ett alternativ eller komplement till sådana kontracykliska kapitaltäckningskrav. Tanken är att göra det dyrare för bankerna att ägna sig åt riskfylld verksamhet. Ju mer risk de tar på sig (förhoppningsvis mätt på bättre sätt än under den tidigare uppgången) desto större skatter måste de betala, alternativt sätta undan större avgifter för någon sorts stabilitetsfond som kan utnyttjas i dåliga tider. Den svenska regeringens uppbyggnad av en sådan fond, som

bankerna själva finansierar genom en avgift är ett konkret alternativ, som studeras i andra länder. Det bör understrykas att tankarna på en "Tobinskatt" som skulle fördyra alla transaktioner är något helt annat; en sådan skulle knappast öka stabiliteten och inte heller fungera kontryckliskt.

- **"Living wills"**: Förslaget innebär att varje finansiell institution löpan- de redovisar vad den är värd, med samtliga motpartsrisiker, och hur den ska kunna styckas i ett akut krisläge. Varje bank måste således för regleraren presentera ett slags testamente inför sin egen ordnade be- gravning, om en sådan skulle bli nödvändig.
- **Clearing och börser**: Komplexa derivat bör inte säljas *"over the coun- ter"*, skraddarsydda för individuella kunder. Fler instrument bör i stäl- let handlas över börser, för att underlätta standardisering, öka likvidi- teten och transparensen. Fler instrument bör dessutom handlas via clearingcentraler. Därigenom kan bruttofordringar identifieras och där så är möjligt neutralisera varandra. Kvar blir då bara de betydligt mindre nettofordringarna, vilket gör det lättare att hantera motparts- risiker. En bieffekt blir att papper som handlas utanför börser och clearing kommer att bli dyrare – vilket reglerarna inte har något emot.
- **Konsumentskydd**: På något sätt bör säkerställas att den som tar bolå- net eller köper värdepapperet vet vad han eller hon gett sig in på. Nå- gon sorts garanti att köparen/låntagaren förstår villkoren för transak- tionen måste uppenbarligen till. De mer långtgående förslagen går ut på att nya värdepapper inte får nyttjas förrän de genomgått rejäl skär- skådan från myndigheterna – ungefär som läkemedelskontrollen. En sådan kontroll förutsätter dock att reglerarna har minst samma kom- petens som investmentbankerna.
- **Kreditvärderingsinstitut** bör regleras hårdare och bli mer fristående från sina kunder. De ska inte frestas att sätta för vackra kreditbetyg på olika värdepapper av rädsla att förlora affärer.

Jag vill understryka att flera av de här förslagen inte bara är tekniskt komplice- rade, utan att de också aktualiserar principiellt viktiga ekonomisk-politiska grundfrågor. Avvägningen mellan stabilitet och trygghet å ena sidan och till- växt och dynamik å den andra är inte självklar. Säkert kommer några att hävda att det här batteriet av regleringar kommer att strypa dynamiken i det finansi- ella systemet. Det återstår att se. Vad som dock är alldeles uppenbart är emel- lertid att avsaknaden av stabilitet kostar miljoner jobb och miljarder dollar. En kanske krystad liknelse är trafiken. Bilar dödar. Ändå förbjuder vi inte bilar. Men vi har trafikregler och bältestvång. Det vi här diskuterar är finansmark- nadens motsvarighet.

Gränsdragningen mellan penningpolitik och reglering är inte heller självklar. Om reglerarna via kontryckliska kapitaltäckningskrav får makten att påverka

marknadsröntorna – eller om finansdepartementet via konjunktionscykliska skatter kan åstadkomma det samma – kan det tolkas som att de klampar in på centralbankens område. En del purister menar att dylika överläggningar mellan centralbankirer, finansministrar och finansinspektionschefer äventyrar centralbankens självständighet. Själv har jag svårt att förstå den beröringssskräcken. Vi kommer inte ifrån att de olika myndigheterna måste överlägga för att få till stånd en, som det numera kallas, ”*macroprudential*” ekonomisk politik. Bättre då att göra det i ordnade former än bak lyckta dörrar och i rökfyllda, hemliga rum.

I den allmänna diskussionen har emellertid dessa komplicerade och avgörande frågor förbleknat vid sidan av den heta debatten om **bonusar**. Det finns förvisso goda skäl till att se över de ersättningssystem som bidrog till excesserna på kredit- och fastighetsmarknaderna. Vi har sett hur ett enskilt företags risktagande får effekter på hela systemet. Därför kan inte ersättningarna frikopplas från systemeffekterna.

Men det betyder inte att populisterna i media och bland politiker har rätt när de skjuter in sig på bonustaket för VD. Frågan är betydligt mer komplicerad än så. Alla som ansvarar för bankens eller institutets risktagande och positioner bör ha ersättningar som premierar långsiktighet. Bonusutfallet bör inte avgöras av enstaka kvartals- eller årsresultat utan bestämmas utifrån flera års riskviktade resultat. Även den som slutar i banken måste alltså vara beredd på att slutlikviden kan påverkas av hur banken går ett par år senare. Och lönesystemen bör inte bara innehålla chans till påslag (bonus) utan också risk för avdrag (malus) om personen i fråga inte sköter sig. En variant av det sistnämnda är att arbetsgivaren ska ha rätt att begära tillbaka redan utbetald bonus om det några år senare skulle visa sig att de bonusgrundande affärerna slutade illa.

Notera dock, att om sådana reformer av ersättningssystemen ska bita, måste många företag i olika länder gå med på dem. Annars kan följden bli en exodus av högpresterande och riskbenägna personer till mindre nogräknade företag. Den svenska finansinspektionens nuvarande förslag – som innebär att Sverige skulle ta på sig mer långtgående restriktioner än andra länder – riskerar att ge just den typen av oönskade effekter. Men en samordning är svår att få till stånd. I ett läge där olika bolag sätter sina löner och bonusar utifrån skilda kriterier, där samordning av regleringsarbetet är svårt nog, och olika länder har helt olika syn på lönesättningen och statens roll förefaller det näst intill ogörligt att alla stora stater skulle stöpa om ersättningssystem på ett likartat sätt. Min gissning är att försöken att skapa ett internationellt regelverk för belöningssystem i finanssektorn kommer att vattnas ur – eller inskränkas till det synliga och publikfriande bonustaket för bankledningen.

14. Kan de komplexa institutionerna över huvud taget styras?

Att på papperet skapa ett övervakningssystem för dagens globaliserade kapitalmarknad är således svårt nog. Att få reglerna att faktiskt fungera i verkligheten är än svårare. Den pågående finanskrisen har tydligt demonstrerat den enorma komplexitet som en multinationell storbank representerar. I viss mening kan man säga att reglerna insett detta redan före krisen. I det regelsystem för riskmätning som används för att avgöra kapitaltäckningen i de stora bankerna – Basel II – får stora banker med sofistikerade riskmodeller själva räkna ut vad som krävs. Reglerarna insåg alltså att de inte skulle kunna kontrollera de mest komplexa bankerna med de mest omfattande balansräkningarna. Men det som skett visar med all önskvärd tydlighet att åtskilliga banker själva misslyckats med sina egna riskkontrollsystem.

Bank of England och en del reglerare har för övrigt slutat att tala om dem som banker; numera kallas de "*large complex financial institutions*". Dessa finansiella företag – och jag vill påpeka att jag inte alls här talar om de svenska bankerna, som blott är myggor i sammanhanget – är verkligen gigantiska. Deras balansomslutning är flera gånger större än de största producerande företagens, de är ofta högt belånade, de har tiotals eller t.o.m hundratals miljoner kunder, processar miljarder transaktioner och hanterar ett oräkneligt antal värdepapper av olika slag – som dessutom ser ut på olika sätt, med olika valutaexponering, olika risk och olika kopplingar. De anställer horder av experter som utvecklar nya produkter, med algoritmer som för de allra flesta, även i det egna företaget, är helt obegripliga. Det rör sig med andra ord om extremt komplexa organisationer – så stora och så sofistikerade att man kan ifrågasätta i vilken utsträckning de verkligen är styrbara.

Vanliga system för företagsstyrning ("*corporate governance*") fungerar dåligt i sådana bjässar. Normalt utsätts företag för extern granskning och kontroll via kreditmarknad, börs och styrelse. Men kreditmarknaden utgörs i det här fallet dels av den svåröverskådliga röra som jag beskrivit tidigare, dels av insättarna som är många och utspridda och som inte förmår utöva någon kontrollmakt. Börsen är inte heller något verksamt styrmedel; de här företagen är alldeles för stora för att någon enskild huvudägare ska kunna gripa och behålla makten. Ägandet blir därför vanligen utspritt på en rad ansiktslösa institutioner. Vad gäller styrelsen, slutligen, måste man ha förståelse för att det i praktiken är omöjligt för externa styrelseledamöter att under några få möten om året skaffa sig grepp om den extremt komplicerade och mångfacetterade verksamhet som kännetecknar sådana här jätteinstitutioner.

Även för VD är det svårt att hålla koll på hela verksamheten. Vad som hände med Citigroups förra VD, Chuck Prince, är en sedelärande historia, som belyser hur svårt det är för högsta ledningen att kontrollera risktagandet för nya

och oprövade instrument, vilkas avkastning snabbt kan slå om. Prince tvingades gå i november 2007, då det uppdagades att någon på handlargolet ställt ut köpoptioner (*"liquidity puts"*) på enorma belopp avseende särskilt svärvärderade derivat. I praktiken erbjöd sig Citi att köpa tillbaka dessa papper om det började blåsa och likviditeten torkade upp. Det löftet stod dolt i det finstiltta och ingen tänkte på det så länge marknaden gick upp. Men när marknadsläget blev sämre kostade det plötsligt 25 miljarder dollar. Prince hade aldrig hört talas om det. De interna kontrollmekanismerna hade inte fungerat.

Andra välkända exempel är AIG och UBS. I båda fallen hade handlarborden – utan att den högsta ledningen förstått innebörden – valt att i slutskedet av haussen själva behålla stora belopp av vad de trodde var säkra *"super senior"*-papper. Detta trots att agerandet bröt mot affärsmodellen, som gick ut på att sälja sådana papper vidare. AIG höll själv 560 miljarder USD i super senior-skuld; ett helt ofattbart belopp. Skälet var givetvis att de var övertygade om att placeringen verkligen var säker. Men vad både de och högsta ledningen missat var hur även dessa "säkra" och AAA-märkta instrument kunde förlora sitt värde om fastighetsmarknaden föll och likviditeten torkade upp. När marknaden kollapsade efter Lehmans fall, blev dessa papper mer eller mindre värdelösa. Skattebetalarna tvingades ta över AIG och skjuta till nästan 200 miljarder USD, bara till detta enda bolag.

Här – i komplexiteten – ligger en svår utmaning för reglerarna. En stor och komplex finansiell institution är svår att styra och kan lätt hamna i svårigheter. Men den kan inte tillåtas gå omkull. Den är inte bara för stor – den är dessutom för oöverskådlig. Ingen vet vilka effekterna blir – se på Lehman, som ändå var en förhållandevis liten aktör. Hade världens största försäkringsbolag AIG gått i putten hade konsekvenserna blivit långt värre. De stora, internationellt verksamma finanskoncernerna är med andra ord inte bara *"too big to fail"*; de är också *"too complex to fail"* och *"too interconnected to fail"*.

15. "Utilities" kontra "casinos"

En hypotetisk väg ur detta dilemma skulle kunna vara att bryta upp de största bankerna, att helt enkelt hindra de mer komplexa och systemkritiska av dem från att växa – och i stället tvinga dem att krympa. Ett banksystem som består av ett stort antal mindre och medelstora banker är mindre sårbart än ett som domineras av några få, komplexa och sammanflätade bjässar. En radikal metod som till och från diskuterats vore att klyva banksystemet i två delar:

- En del som bara tillåts syssla med "traditionell" bankverksamhet, vanlig utlåning utan krusiduller eller derivat, till lokala kunder, företag och hushåll. Sådan *"narrow banking"* skulle då skyddas av insättargarantier och betraktas som en del av samhällets basala infrastruktur, en

"utility". Den hanterar det dagliga flödet av krediter, betalningshantering mm som spelar en grundläggande roll för att samhället över huvud taget ska fungera.

- Den andra delen av banksystemet skulle då bestå av det som i dag är investment banking. Där sker mer komplexa affärer såsom internationell värdepappershandel, strukturaffärer, börsintroduktioner mm. De skulle tillåtas vara mer spekulativa, som "casinos" för att tala reglerarjargong. Inom denna sektor skulle bankerna, enligt dessa tankar, inte tillåtas bli lika stora som i dag. De skulle också vara hårdare reglerade, men ändå kunna acceptera konkurser.

I så fall skulle banklandskapet framöver bestå av insättargaranterade lågriskbanker med traditionell utlåning å ena sidan och å andra sidan mindre, internationellt verksamma och mer spekulativt inriktade investmentbanker som inte längre är för stora för att gå under. I flera avseenden skulle en sådan separation mellan "utilities" och "casinos" vara att gå tillbaka till de regleringar (t.ex. *Glass-Steagall Act*) som gällde i de flesta västländer före den stora avregleringens tid.

De här förslagen debatteras nu flitigt. Jag har för egen del viss sympati för tanken. Det är emellertid svårt att analytiskt göra den önskade separationen mellan narrow banking och investment banking. Och även om ett antal brutala alexanderhugg lyckas klyva systemet skulle snart krav på gränsoverskridande affärer uppstå. Charles Goodhart har i en kritisk analys av förslaget⁴ påpekat att när regleringar verkligen biter blir deras resultat lägre lönsamhet för de reglerade. Sådant orsakar alltid klagomål och att de reglerade enheterna på olika sätt försöker flytta affärer till den oreglerade sfären.

Goodhart har en poäng. Men det gränsdragningsproblem ("the boundary problem") han pekar på finns för alla sorters regleringar; vi såg det inte minst när de reglerade bankerna byggde upp det oreglerade skuggsystemet under den förra uppgången. Det kommer säkerligen att aktualiseras även av den lista med regleringar som jag nyss angav. För egen del skulle jag därför gärna se betydligt djupare debatt och studier om möjligheten att separera traditionell, smal bankverksamhet från mer risktagande verksamhet. Men sådant tar tid, och än längre tid skulle det ta att därefter *de facto* genomföra en klyvning. Kanske har det politiska utrymmet för den sortens radikala ingrepp passerat, nu när krisen lättar. Vi får nog därför fortsätta att leva i skuggan av dessa allt större, allt mäktigare och kanske allt mer svårstyrda och krisbenägna organisationer. Åtgärder av den typ som jag redan beskrivit – skärpt kapitaltäckning, bättre konsumentupplysning osv. – blir nog i praktiken reglerarnas vapen.

Men de lär knappast räcka för att stoppa nya marknadskast. Kriser och bubbler har funnit under kapitalismens hela historia, från tulpanlöckarna på 1600-talet och framåt, alldeles oavsett vilka regleringar vi har haft. Lars Jonung har

skrivit att den ekonomiska politiken brukar utformas med backspeglens som kompass. Det gäller även regleringar: reglerarna söker ständigt förhindra den senaste krisen. Precis som generalerna alltid sägs utkämpa det förra kriget.

Sannolikt kommer reglerarna att lyckas – i inskränkt bemärkelse: Just den här sortens finanskris lär vi inte se igen. Men i stället får vi säkert någon annan sorts kris, vars karaktär vi i dag inte kan förutspå. Grunden för marknadsekonomins svängningar och kast ligger nämligen djupt, i människan själv, i vår obändiga optimism, i vår vilja att ta risker, i vårt tro på att vi kan övervinna alla hinder och vår käcka övertygelse att just vi lever i en helt unik brytningstid där gamla ekonomiska lagar och samband inte längre håller. Så även om de regleringar som nu skärps förhindrar att samma kris inträffar en gång till kommer de knappast att förhindra att någon annan bryter sig fram på nya och oväntade vägar.

16. Effektiva marknader...

Så långt lärdomarna för den ekonomiska politiken och regleringarna. Nu över till nationalekonomin och till ekonomerna. Vilka slutsatser kan vi dra för vårt ämne av det som timat?

Att finanskrisen bör få konsekvenser för ekonomiämnet är givet. Ekonomi är en samhällsvetenskap. Vår uppgift är att förklara och förutspå samhällsekonomin. När ekonomin skälver är det därför vår plikt att ta intryck och låta vår vetenskap påverkas av de nya förhållandena. Åtskilliga avgörande ekonomisk-teoretiska landvinningar har kommit som svar på verklighetens utmaningar.

- Den stora depressionen på 1930-talet medförde ett paradigmskifte. John Maynard Keynes förklarade hur icke-klarande arbetsmarknader, tröga löner och låg efterfrågan kunde ge massarbetslöshet – och lämnade förslag till hur den ekonomiska politiken skulle utformas om ekonomin hamnade i en likviditetsfälla och de nominella räntorna inte kunde sänkas mer.
- Under 1970-talet mötte världen den motsatta utmaningen – hög inflation. Milton Friedman visade då hur inflationsförväntningar kunde driva på en spiral av ständigt högre inflation och att stabiliseringspolitiska ingrepp mot arbetslösheten riskerade att bara ge tillfälliga effekter. Hans och andras arbete inspirerade till avregleringar och normpolitik, som mycket riktigt knäckte inflationen. Och när finansmarknaderna befriades från sina gamla regleringar utvecklades – som jag har beskrivit – en kraftfull dynamik, där ny finansiell teori samspelade med marknaden, nya värdepapper och nya praisalgoritmer kunde utvecklas.

Nu står vi inför en ny uppgift. Nu har vi mött ett nytt "*discipline-defining event*".⁵ Nu är uppgiften att försöka förstå hur den avreglerade och till synes effektivt fungerande finansmarknaden kunde kollapsa – till den grad att det chockade även en så garvad person som Alan Greenspan.

Uppenbart är att vi då måste rikta sökarljuset mot det dominerande paradigmet inom finance de senaste decennierna – antagandena att de finansiella marknaderna är effektiva och dess aktörer rationella.

Den uppfattningen har en lång historia. Men i dess nuvarande form började **teorin om effektiva marknader** utvecklas av Eugene Fama på 1960-talet. Ursprungligen handlade den om hur priserna på finansmarknaden tar in information. I sin svagaste form säger teorin att priset inkorporerar all historisk information om tillgången i fråga. I sin starkaste form innebär den att *all* tillgänglig information om framtiden ligger i dagens priser. Börskurser, räntor och växelkurser avspeglar med andra ord långsiktiga fundamenta på bästa möjliga sätt. I denna starka formulering blir bubblor omöjliga – det finns alltid rationella skäl bakom kursernas upp- och nedgångar. Det blir också i praktiken omöjligt för den enskilde placeraren att slå marknaden. I en mellanvariant säger teorin att priserna avspeglar all *offentligt känd* information; här blir det med andra ord möjligt för den som har inside-information att slå marknaden – men bara på det område han har inside.

Om marknaderna är effektiva blir det omöjligt att spå börsens framtid på grundval av tidigare rörelser. Ny information är ju per definition okänd i förväg. Kurserna rör sig därför enligt en "*random walk*". Dag för dag anpassar sig marknaderna till inkommande information, och i dess starka form postulerar teorin att ingen enskild aktör på sikt gör detta bättre än marknaden som helhet.

Teorin om de effektiva marknaderna har varit extremt fruktsam i meningen att den givit upphov till mängder av testbara hypoteser och mängder av spin-offs, både i teori och i praktik. Hypotesen om random walk postulerar t.ex att aktivt förvaltade fonder inte kan slå index. Därav slutsatsen att en pilkastande chimpan kan spöa våra AP-fonder. Dessutom utgår den vanligaste generella modellen för prissättning av värdepapper – CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) från att marknaden fungerar effektivt. Det samma gör så gott som alla mer specifika modeller för optionsprissättning – t.ex. Black-Scholes formel. De program som finns i handlarnas terminaler och som ger köp- och säljråd – eller som själva automatiskt utlöser transaktioner när vissa tröskelvärden passerar – har alltså Famas antagande om effektiva marknader som komponent. Även reglerare och kreditvärderingsinstitut har utgått från samma premisser när de kalkylerat risker i portföljer och balansräkningar.

17. ...eller oförklarade kast?

Men från hypotesen att marknadspriserna inkorporerar det vi vet om framtiden är steget inte långt till att dra slutsatsen att marknadspriset också är "rätt". Ingen kan ju sätta priset bättre än marknaden. Det leder i sin tur till andra och mer ideologiska slutsatser. Så bör staten – reglerare, centralbanker, finansdepartement – inte försöka ingripa mot marknadsprissättning; de har ingen möjlighet att sätta mer rättvisande priser än marknaden. Ja, själva den huvudsakliga affärsmodell – "*shareholder value*" – som dominerat det anglosaxiska näringslivet de senaste decennierna vilar på hypotesen att marknaderna fungerar effektivt; det är ju den förutsättningen som gör maximeringen av ett företags börsvärde till ett högst rimligt mål för verksamheten, även på kort sikt.

Hypotesen om den effektiva marknaden har således haft enorm betydelse, både som konkret och operativ ledstjärna vid handlarborden och i sina konsekvenser som ideologi för hela näringslivet och för avregleringarna av finansmarknaderna.

Självfallet har inte den effektiva marknadsteorin stått oemotsagd. Tvärtom har den utlöst het diskussion; hekatomber av kritiska artiklar har skrivits och ett oändligt antal seminarier och paneldebatter avhållits. Den starka formuleringen av hypotesen möttes tidigt av hårt motstånd eftersom den var så uppenbart orealistisk: om alla vore överens om att dagens priser reflekterade fundamenta skulle ju ingen handla! Till en början tycktes teorin i dess mindre starka form ändå ge en hygglig förklaringsmodell. I alla fall under de år finansmarknaderna gradvis avreglerades och marknadernas prissättning blev allt mer effektiv, jämfört med de tidigare reglerade marknadernas.

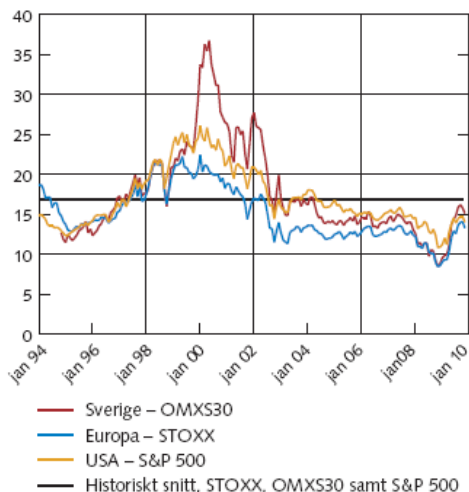
Debatten om den effektiva marknadshypotesen har rört olika aspekter, såväl när det gäller tillgångsprisernas rörelsemönster som underliggande värden. Många kritiker har under åren påvisat att finansmarknaderna i verkligheten uppvisat mönster – anomalier – som inte går att förklara med hjälp av den effektiva marknadshypotesen. Det har funnits säsongsmönster och olika värderingar för stora och små företag, då och då styrs marknaden av "momentum", ibland har priserna kraftigt och under långa perioder avvikit från fundamenta, osv. Därutöver finns långsiktiga mönster eftersom börsvärderingar – även efter flera års avvikelser från genomsnittliga p/e -tal – brukar återvända mot de historiska genomsnittet. Och medan de flesta aktiva förvaltare inte klarar att slå index (inte ens apan Ola), så finns det undantag, om än få, även över lång sikt. Se t.ex. på Warren Buffet eller George Soros!

Under senare år har kritiken tilltagit, i synnerhet efter det senaste decenniets berg- och dalbana. USA:s före finansminister Larry Summers, numera chefsökonom i Vita Huset, lyckade för ett antal år sedan med finance-ekonomerna och kallade dem "ketchup-ekonomer"; de var duktiga på att i sina modeller visa hur priset på en enlitersflaska ketchup förhöll sig till två halvlitersflaskor –

men de hade inte en susning om vad priset på ketchup borde vara i förhållande till konsumenternas inkomster eller samhällsekonomin i stort; inte heller kunde de förklara varför relativpriset på ketchup svängde så våldsamt. Vad han ville säga var att finansekonomerna visserligen kunde ange exakt hur en tremånadersränta ska förhålla sig till en tolv månadersränta – men att de inte förmådde förklara varför räntor, växelkurser och börser svänger som de gör eller hur de interagerar med den reala ekonomin.

Diagram 9. Börsvärderingar 1994-2009

P/E-tal



Källa: Reuters EcoWin

Och det är onekligen svårt att seriöst hävda att effektiva och rationella marknader ska prissätta samma tillgång på så radikalt olika sätt med bara några veckors – eller dagars – mellanrum. Hur kan marknader som inkluderar all information på ett rationellt sätt värdera den svenska IT-sektorn till 37 gånger årsvinsten i februari 2000 men till bara 20 ett halvår senare och till under 10 för ett år sedan? Hur kan en dollar ena året kosta 11 kronor och något år senare bara 5 kronor? Hur kan värdet på Nasdaq-börsen som helhet fördubblas mellan 1997 och 1999, därefter fördubblas ytterligare en gång på sex månader – och sedan tvärt falla tillbaka till utgångspunkten? Hur kan Lehman Brothers vara värt 60 dollar per aktie en dag, 30 dollar en vecka senare men bara 2 dollar ytterligare en dag senare?

Svaret från teorins försvarare är naturligtvis att ny information förändrar förutsättningarna. Men *så mycket?* Om finansmarknaden så totalt misslyckas med att värdera Lehman – ett av dess ”egna” företag – hur ska man då kunna lita på värderingen av andra företag? Hur kan rationella och effektiva marknader skapa så många stora bubblor på så många marknader på så kort tid? Dessa och många fler exempel – från Asienkriser, IT-bubbla och fastighetsbubbla – har medfört att teorin om effektiva marknader blivit allt mer ifrågasatt.

18. Ekonomisk beteendevetenskap

Empiriska studier tyder i själva verket på att en stor del av värdepappershandeln beror på annat än ny information om fundamenta. Och helt klart är att börserna svänger mycket mer än vad som kan anses vara fundamentalt motiverat, eller jämfört med vad som kan genereras från random walks. Börsrörelserna är helt enkelt dåliga prediktioner av framtida utdelningar. Något annat – något som inte passar in i teorin om effektiva marknader – tycks alltså emellanåt driva fram stora kast på marknaderna.

Rader av alternativ har framförts i syfte att fylla gapet och förklara de stora marknadsrörelserna. Ett sådant – *”behavioural finance”* – är en direkt reaktion mot effektivitetshypotesen och hävdar att människor i verkligheten inte är så rationella (i ekonomisk mening) som teorin antar. Grunden för dagens ekonomiska beteendevetenskap lades av Daniel Kahneman och Amos Tversky redan 1979⁶ i en artikel om vad de kallade *”prospect theory”*, och som belyste hur människor väljer mellan olika alternativ (prospects) under risk och med bristande kunskap.

- En grundtes är att vi människor i allmänhet har en överdriven syn på vår egen kompetens. Vi är helt enkelt **alltför optimistiska**. Fråga vilket middagssällskap som helst hur många av de närvarande som är bättre bilförare än genomsnittsbilisten så kommer du att se att du hamnat vid värsta F1-bordet. Det samma gäller placerares syn på den egna förmågan att placera (sina eller andras pengar) framgångsrikt. Vi tar därför ofta större risker än vi tror – och borde.
- Samtidigt som vi är övermodiga, **ogillar vi förluster**. I valet mellan olika alternativ avskyr människor normalt att förlora mer än vi älskar att vinna. I val mellan förluster och vinster agerar de flesta av oss så att risken för förluster blir låg, även om det påverkar det mest sannolika utfallet negativt. Detta i motsats till vad den vanliga teorin säger om den rationelle investeraren, som ju ska se båda sidor neutralt och förmår värdera varje krona lika på marginalen. En effekt av förlustaversionen är att de allra flesta väntar för länge med att sälja och ta förlusten.

- De flesta av oss **förenklar** också – medvetet eller omedvetet – våra beslutsprocesser genom att använda gamla tumregler, eller omedvetet genom att reagera positivt på sådant vi känner igen. Vi nyttjar gärna metoder som ger oss en känsla av kunskap eller säkerhet – även om sådan inte existerar i verkligheten. Vi invagar oss med andra ord i falsk säkerhet. Ett sätt att åstadkomma det är att “förankra” våra prognoser genom att se vissa nivåer som “normala”, ett ankare. I praktiken betyder det ofta att riktpriiset eller ankarpriset är det som råkade råda när placeraren gick in i marknaden.
- När vi väl bestämt oss för en viss väg – grundad på överoptimism och förenklade beslutsregler – tenderar vi att **bortse från ny information** som inte passar in i vår bild. I synnerhet brukar vi övermodigt strunta i varningar för stora svängar eller krascher. Men när smällen väl kommit, brukar vårt humör förändras dramatiskt. “Ankaret” ändras, och från att ha varit övermodiga blir vi plötsligt rädda för nya katastrofer.
- De här tendenserna förstärks av att vi gärna **rör oss i flock**. Vi förstärker varandras optimism under uppgång, medan pessimismens svarta smitta sprider sig under nedgång. Belöningssystemen i företagen förstärker flockbeteendet än mer. Den placerare som håller sig nära konsensus blir inte straffad, men den som förlorar genom att avvika blir stigmatiserad.

Den bild som ges av de här psykologiska observationerna är en helt annan än den effektiva marknadshypotesens. I stället för kyliga och rationella placerare som noga väger långsiktiga värderingar mot fundamenta får vi människor av kött och blod, som drivs av olika instinkter och som ofta springer med flocken. Keynes talade om ”djuriska drifter” (*Animal Spirits*), och begreppet har fått en renässans efter de senaste årens marknadsoro.⁷ Visst finns det rationella placerare, och visst kan marknaden under perioder visa både lugn och klar-synthet. Men ofta styrs de kortsiktiga rörelserna minst lika mycket av flockbeteende och gissningar om vart marknaden rör sig – ”momentum” – som av långsiktiga fundamenta. Och ibland flappar marknaden som bekant ur totalt.

Med synen att marknader inte alltid behöver vara effektiva – inte alltid sätter priser utifrån ny information på ett effektivt sätt – blir det lättare att förstå varför bubbler uppstår, varför marknader ofta rör sig erratiskt och i stora kast. Överoptimiska och övermodiga investerare börjar med att bjuda upp ett pris. I det fall vi diskuterar här, gav stark tillväxt, låg inflation och låga räntor den första kicken upp av fastighetspriserna. När marknaden rör sig uppåt, förankras förväntningarna på ny och högre nivå. Detta föder mer optimism, vi börjar undvika dåliga nyheter som ifrågasätter att marknaden kan gå ännu högre. Hjorden springer allt snabbare. Vinster från marknaden börjar ses som kasinovinster som kan och bör återinvesteras i stället för att tas hem. När gamla värderingsregler och trösklar passeras, ses detta som argument för att en “ny ekonomi” tagit över. Ofta blir kreditprövningen lidande. I takt med att en bubbla

utvecklas, blir det psykologiska trycket att ge sig in i racet nästan oemotståndligt. Mot slutet brukar priserna stiga nästan vertikalt. När kraschen sedan kommer spelas samma drama upp igen – men med negativa förtecken, då alla försöker tränga sig ut genom dörren samtidigt.

19. Minsky moments och svarta svanar

En särskild ansats – **Critical State theory** – säger att när priserna väl nått en kritisk bubbel-nivå blir de oerhört känsliga. Någon extern faktor, någon nyhet, någon händelse – nästan vilken som helst, vanligen omöjlig att förutse och ofta helt oansenlig – kan vara strået som bryter kamelens rygg. Balansen tippar och bubblan brister. Då reverseras den optimistiska processen. Marknaden faller ihop och resultatet blir vanligen en ny *"overshooting"* – men den här gången nedåt i stället.

Sådana teorier om *"tipping points"* har blivit populära på senare tid. Artiklar av Hyman Minsky från 1960- och 70-talen har återupptäckts och lästs om. Minsky påpekade att det är under stabila tider som grunden till framtida kriser läggs, genom att överoptimism breder ut sig. Långa perioder av stigande tillgångspriser förebådar ofta en krasch. I synnerhet varnade han för vad som kan ske om fastighetsmarknaden blir allt för högt belånad, så att låntagarnas inkomster inte längre räcker till räntor och amorteringar utan kalkylerna i stället vilar på antagandet om fortsatt värdestegring – en profetisk bild av det som skedde under den amerikanska fastighetsbubblan. Minsky hävdade att när spekulatjonen gått över en viss gräns, blir en tipping point med åtföljande kollaps nästan oundviklig. I dag talar ekonomerna om ett *"Minsky moment"* – det sanningens ögonblick, då psykologin slår om och marknaden vänder; den tidpunkt då alla förstår att kejsaren står naken.

Sådana analyser ligger närmare beteendevetenskap och katastrofteori än traditionella effektiva marknadsteorier. De skapar svårigheter för prognosmakaren, eftersom det är praktiskt taget omöjligt att se en tipping point i förväg – när den kommer och vad som utlöser den. Våra traditionella prognos- och riskvärderingsmetoder är på den här punkten otillräckliga. Nästan alla de makromodeller som dominerar bland prognosmakarna bygger på tre förenklade antaganden: att de existerande marknadspriserna i princip är "rätt", att priser och andra utfall är normalfördelade, och att sambanden mellan modellens variabler ser likadana ut under prognosperioden som de gjort under tidigare perioder.

Antagandena kan tyckas vara rimliga – under "normala" och stabila förhållanden. Men om våra modeller och prognoser bygger på att de historiska sambanden består, att marknadspriserna värderar fundamenta rätt och att sannolikheten för "ovanliga" händelser är låg – ja, då har vi ju på förväg redan defi-

nierat bort kast och större vändningar, liksom bubblor och extrema risker. Trots att det är just dessa som är viktigast att förstå och förutspå!

Nassim Nicholas Talebs kritik av ekonomernas prognosmetoder är väl känd. Redan före krisen sammanfattande han den i sin bestseller *"The Black Swan"*. Den svarta svanen är en allegori, som belyser människans benägenhet att tänka i förenklade aggregat och sälla bort information som inte stämmer med våra förutfattade meningar. Med sitt exempel vill Taleb visa hur de flesta av oss har en bestämd uppfattning om vad en "svan" är, t.ex att den är vit. Den föreställningen behåller vi – ända tills vi ser en svart svan och därmed tvingas ändra vår kategorisering. Den svarta svanen är med andra ord en symbol för det oväntade, det som ligger utanför vår vanliga verklighetsuppfattning och våra modellers sannolikhetsfördelning – men som finns och som inträffar oftare än vi tror.

Att svarta svanar simmar omkring i rätt stora skaror på de finansiella marknaderna är uppenbart. Enligt de vanliga normalfördelningskurvorna var redan de första darrningarna på kreditmarknaden i augusti 2007 en s.k. 25-standardavvikelse-händelse. En sådan ska inträffa bara en gång per hundra tusende år. Rörelserna hösten 2008 ska vi inte tala om. Eller för den delen raset på New York-börsen den 19 oktober 1987, då Dow Jones föll med 23 procent på en dag – utan att någon än i dag vet vad som utlöste fallet (även om vi vet att det förstärktes av dataprogram, som slog om till automatisk utförsäljning när priserna började falla). Den smällen hade enligt de vanliga modellerna mindre än en miljarddelns chans att inträffa ens under vårt universums hela existens. Nästan lika osannolika var rörelserna under Asien- och Rysslandskriserna. Svansarna i sannolikhetsfördelningarna är med andra ord betydligt fetare än vi tror. De svarta svanarna är många, många fler.

Många skarpa hjärnor har förödmjukats av den insikten. Mest spektakulär (före dagens kris) var antagligen kollapsen för Long Term Capital Management, LTCM, 1998. LTCM:s affärsmodell byggde på att leta upp existerande "felprissättningar" och ta position på att dessa skulle elimineras av marknaden, helt i linje med den effektiva marknadshypotesen. För att säkerställa den vetenskapliga legitimiteten och förankringen i det dominerande paradigmet satt t.o.m. två nobelprisbelönade finance-forskare med i styrelsen. I "normala" tider fungerade LTCM:s strategi förträffligt. Lönsamheten stegrades genom hög belåning; för varje satsad dollar lånade LTCM 24. I praktiken lånade alltså LTCM kraftigt till insatsen för ett vad om att volatiliteten skulle minska och en återgång till normalitet ske snabbare än vad marknaden trodde. Men så kom Asien- och Rysslandskriserna. En rad tillgångsslag började samvariera på ett sätt som de historiskt grundade modellerna inte förutsett. Återgången till normalitet dröjde. Likviditeten torkade upp, så att LTCM blev tvunget att sälja ut till underpris. Det hela slutade med att Fed fick ta över, LTCM styckades och konkurrenterna plundrade liket.

20. Marknaden kan vara irrationell längre än du är solvent

Fallet LTCM är principiellt intressant. Positioner som tas i hopp om att felprissättningar ska rätta till sig *kan* bli lönande. I normala och stabila tider är det rimligt att så är fallet. Då spelar ”spekulation” en stabiliserande roll; den som köper när det är billigt och säljer när det är dyrt bidrar till att föra priset tillbaka till normalnivå igen.

Men ibland är tiderna inte normala. Ibland befinner vi oss i en bubbla som fortfarande är på väg att byggas upp, varvid mani råder. Eller så har ”the Minsky moment” redan kommit och bubblan spruckit – varvid psykologisk depression råder. Det var detta LTCM råkade ut för. I sådana lägen, när marknaden är manodepressiv, är det inte alls säkert att positioner mot ”felaktiga” priser blir lönsamma. Tvärtom. Harvardekonomen Andrei Shleifer och Chicagoekonomen Robert Vishny har i en berömd analys⁸ utgått från att marknaden normalt är rationell, men att den ibland kan fungera irrationellt – och att detta kan få förödande konsekvenser. Framför allt kan den fortsätta att vara irrationell längre än vad din plånbok eller balansräkning tillåter. Arbitragörer – som utnyttjar felprissättningar – kan därför tvingas bort från marknaden, varvid priserna fortsätter nedåt. Den slutsatsen går på tvärs mot även den svagare formuleringen av den effektiva marknadshypotesen. Enligt denna är det ju just då stora prisanomalier uppstår som rationella arbitragörer kan tjäna pengar – men i verkligheten är det precis då det är som svårast att behålla kunder och få lån.

Den insikten får stor betydelse för de riskmodeller som styr företagens agerande. Nuförtiden har alla större banker och även många industriföretag en metodik för riskvärdering som bygger på så kallade **Value-at-Risk-modeller (VaR)**. Där mäts företagets riskexponering löpande, genom att marknadsvärdet på dess portfölj beräknas dels i dagsläget, dels utifrån hur det skulle påverkas av ett antal specificerade externa störningar. Därmed får man fram hur mycket man riskerar att förlora inom ett visst konfidensintervall och vilka kriser och störningar banken i fråga ”tål”. Konkret går det till så, att man simulerar en fastighetskris, valutastörning el dyl. och beräknar hur en sådan skulle slå mot balansräkning och kapitalkrav. Skulle kapitaltäckningen riskera att falla under kritiska nivåer, blinkar varningslamporna och motåtgärder måste då vidtas.

Gott och väl. Men det finns ett aber i modellernas användning. Tekniskt byggs konfidensintervallen på normalfördelningskurvor med smala svansar. Vidare byggs krisscenarierna nästan alltid på simulering av vissa historiska händelser, som alltså antas inträffa igen. Några svarta svanar i meningen helt nya och oväntade kriser byggs alltså inte in. Detta trots att så kallade ”extrema händelser” i verkligheten är betydligt vanligare än i modellerna. Dessutom är

det helt ogörligt att använda historiska störningar för att analysera helt nya värdepapper (såsom CDO:s och CDS:s) som i praktiken bara handlats under uppgång.

Inte nog med det. Om flera banker använder samma sorts varningssystem, så kan dessa förvärra problemen, i synnerhet om reglerna godtar bankernas riskmodeller och dessutom vill att balansräkningen löpande ska värderas enligt marknadspriser. När varningslamporna blinkar kan banken motverka risken för otillräcklig kapitaltäckning genom att sälja ut värdepapper. Men om flera banker använder samma sorts varningssystem och svarar genom att sälja ut samtidigt, så faller priserna ännu mer, varvid solvensproblemen för banksystemet som helhet förvärras. Här ser vi med andra ord hur modeller som bygger på den effektiva marknadshypotesen i sig själva kan förorsaka stora prisrörelser när de tillämpas av flera företag samtidigt. Dessutom att det som kan vara rationellt för en enskild aktör mycket väl kan skapa irrationalitet för ekonomin som helhet.

21. Vart tar den ekonomiska teorin vägen?

Onekligen krävs en hel del ödmjukhet och självprövning bland ekonomer i dag. De vore förmätet för en nybliven adjungerad professor att ha några oomkullrunkeliga synpunkter på vart den ekonomiska teoriutvecklingen bör ta vägen.

Ändå måste vi dra lärdom av finanskrisen. Vi måste försöka förstå när och varför någorlunda väl fungerande marknader kan gå fullständigt bananas. Här kommer ekonomisk beteendevetenskap in som en komponent, tillsammans med Minsky, tipping points, svarta svanar och katastrofteori. Mycket av detta arbete pågår redan. Vid forskningsfronten kryllar det av projekt om "*bounded rationality*", "*misinformed investors*", "*noise traders*" och gudvetvad.

Men det räcker inte. Vi måste också knyta samman finance och makro. Den timade krisen har med all önskvärd tydlighet bevisat att störningar från kreditmarknaden i den moderna ekonomin kan ge mycket starka realekonomiska effekter. Men dagens makromodeller innehåller knappast någon analys av finansmarknaderna alls. Just de variabler som spelade en sådan avgörande roll när dagens kris briserade – likviditet, kreditrisker och räntespreddar – saknas vanligen helt. Det är ett skäl till att makroekonomerna, finansekonomerna och prognosmakarna togs så på sängen.

Men vilka lärdomar makroteorin ska dra är långt ifrån givet. Tvärtom debatteras de hett – på sina håll hätskt. Paul Krugman har gått till hårt angrepp mot de flesta av sina kolleger. Under den provokativa rubriken "*How did economists get it so wrong?*"⁹ skåpar han ut det mesta av de senaste decenniernas teoriutveckling och pläderar för en återgång till det keynesianska forskningspro-

grammet. Chicagoskolans ledande förespråkare, John Cochrane, har replikerat med motfrågan "How did Paul Krugman get it so wrong?"¹⁰ och hävdar att Krugman ställt sig vid sidan av dagens teoriutveckling och att det vore bisarrt att den vrida klockan 70 år tillbaka.

Så slåss giganterna på parnassen. Det är ingen uppbygglig syn. Men den illustrerar den hårda kampen om dagordningen. För egen del beklagar jag att Krugman ibland blir mer korsfarare än analytiker. Hans kritik är alltför överdriven. Samtidigt förmår Cochrane inte se den egna modellens brister tillräckligt väl. Även om jag ogillar Krugmans svepande fördömanden vill jag ge honom rätt på en punkt, nämligen då han drar slutsatsen: "flaws-and-frictions economics will move from the periphery of economic analysis to its center."

Många ekonomer ogillar en dylik teoriutveckling, mot tröga priser, ickeklarerande marknader, tipping points, feta svansar och beteendevetenskap. Sådana teorier är betydligt grötigare och mindre eleganta än den dominerande allmänna jämviktsteorin. Men dagens hårda kärna i nationalekonomin tycks tyvärr inte kunna svara på flera viktiga frågor om vad som styr våra ekonomier och våra finansmarknader. I synnerhet kan den inte förklara eller förutspå samspelet mellan finansiella krascher och recessioner. Den måste därför utmanas och utvidgas.

Vi ekonomer måste också bredda oss. Vi måste gå utanför den traditionella nationalekonomin. Själv skulle jag vilja se mer gränsöverskridande, ja till och med tvärvetenskaplig forskning. Studiet av de finansiella marknaderna bör således innefatta statskunskap och juridik – eftersom regleringar och förhandlingar spelar en avgörande roll för utformningen av de institutioner som ska styra och reglera marknaderna. Vi måste självfallet också studera ekonomisk historia – eftersom historiska mönster och paralleller ökar vår möjlighet att förstå dagens skenden. Vi bör lära oss doktrinhistoria och vetenskapsteori – för att ge överblick och förhindra insnävning. Vi bör fundera mer systematiskt över etik och moral – för att slippa stå handfallna inför den politiserade debatten om ersättningsystem och drivkrafter.

I mer högstämda ordalag angav ingen mindre än Keynes kravspecifikationen för en god ekonom på följande sätt: "He must be mathematician, historian, statesman, philosopher... He must understand symbols and speak in words. He must contemplate the particular in terms of the general, and touch abstract and concrete in the same flight of thought. He must study the present in the light of the past for the purposes of the future. No part of man's nature or his institutions must lie entirely outside his regard".¹¹

Så höga mål ställer höga krav på ekonomutbildningen – både bredd och spänst. Lars Calmfors pläderade i en debattartikel nyligen¹² för en bredare utbildning av ekonomer. En allt snävare specialisering och en extremt stark inriktning på teknik- och metodkunskaper riskerar, skrev han, att skapa forskare

som visserligen är tekniskt fingerfärdiga, men som tyvärr inte är så bra på att tillämpa sina teorier på praktiska och relevanta samhällsekonomiska problemställningar. Tätare umgänge över de snäva specialistgränserna – både inom ekonomiämnet och gentemot andra discipliner – borde vara en verksam medicin.

För egen del vill jag tillägga att närmare växelverkan med näringsliv och samhälle också är önskvärd. Fler forskare borde veta hur finansmarknaderna faktiskt fungerar i praktiken. Fler borde få praktiska erfarenheter av hur regleringar och myndigheter verkar. Fler borde skaffa sig insikter om den ekonomiska politikens verkliga villkor.

Här hoppas jag kunna bidra. Därför är jag glad och tacksam att få chansen att som adjungerad professor bidra till förståelsen av det ekonomiska och finansiella systemet. Därför ser jag fram emot att få hjälpa till att bygga upp en ännu starkare nationalekonomisk institution här på Ekonomihögskolan i Lund. Just här – i den breda akademiska miljön på Nordens största universitet – finns unikt goda förutsättningar att lyckas.

Och även om dagens föreläsning varit i torraste laget, lovar jag att framgent följa verksamhetsplanens diktum och bedriva arbetet ”med humor”.

Referenser

- ¹ För en insiktsfull och verklighetsnära redogörelse för hur de nya instrumenten skapades, se Tett, G. (2009), *"Fool's Gold"*, Little Brown
- ² Se t.ex Borio, C. och White, W. (2003), "Whither monetary and financial stability?", *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, sid 131-212, Federal Reserve Bank of Kansas City
- ³ En utmärkt introduktion till regleringsdiskussionen ges i FSA (2009), *"The Turner Review. A Regulatory Response to the Global Banking Crisis"*
- ⁴ Se appendix i Goodhart et al (2009), *"The Fundamental principles of Financial regulation"*, Geneva Reports on the World Economy 11
- ⁵ Uttrycket är hämtat från Bean, C. (2009), *"The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction"*, Schumpeter Lecture, Annual Congress of the European Economic Association
- ⁶ Kahneman, D. och Tversky, A. (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, vol 47, sid 263-93
- ⁷ För ett brett upplagt försök att sätta sådana djuriska drifter i centrum, se Akerlof, G. och Shiller, R. (2009), *"Animal Spirits"*, Princeton
- ⁸ Shleifer, A. och Vishny, R. (1997), "The Limits of Arbitrage", *Journal of Finance*, Vol 52, sid 33-55
- ⁹ Krugman, P. (2009), *"How Did Economists Get It So Wrong?"*, New York Times Magazine, 6 september
- ¹⁰ Cochrane, J. (2009), *"How Did Paul Krugman Get It So Wrong?"*, www.faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane
- ¹¹ Keynes, J M (1933), *"Essays in Biography"*, Macmillan
- ¹² Calmfors, L (2009), *"Ekonomer bör bredda sin bildning"*, Axess magasin, oktober



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan