

Finanskrisen 2008/2009 – vad händer sedan?

En undersökning av hur finanskrisen 2008/2009 påverkar framtidens ekonomiska system

Patrik Carlsson

ISRN/LUTVDG/TVLM 09/5186 SE

Finanskrisen 2008/2009 – vad händer sedan?

En undersökning av hur finanskrisen 2008/2009 påverkar framtidens ekonomiska system

Författare: Patrik Carlsson

Handledare: Ingemar Bengtsson, avd för Fastighetsvetenskap

Examinator: Ulf Jensen, avd för Fastighetsvetenskap

© Patrik Carlsson

Skriven vid avdelningen för Fastighetsvetenskap

Institutionen Teknik och samhälle

Lunds Tekniska Högskola

ISRN/LUTVDG/TVLM 09/5186 SE

Abstract

Titel: Finanskrisen 2008/2009 – vad händer sedan?

I denna uppsats undersöks forskares och svenska och amerikanska myndigheters, åsikter om finanskrisens orsaker och de motåtgärder som har vidtagits. Syftet är att undersöka hur finanskrisen 2008/2009 kommer att påverka framtidens ekonomiska system. Slutsatsen i undersökningen är att vi kan vänta oss skärpt tillsyn där större krav ställs på bankers kapitalreserver, samt att centralbanker får större möjligheter att tillföra likviditet när det finansiella systemet inte klarar av detta själva. I uppsatsen presenteras också några viktiga lärdomar som centralbankerna troligen kommer att ta med sig från krisen. De viktigaste av dessa lärdomar är att agera proaktivt och att göra det med den pondus det anstår en centralbank.

Nyckelord: Finanskris, subprime, mortgage, originate-to-distribute, framtidens ekonomiska system

Title: The Subprime Crisis – What Happens Next?

This dissertation explores the opinions of scientists and Swedish and US authorities regarding the reasons behind the subprime crisis and the countermeasures taken. The purpose is to research how the crisis will affect the economic system of the future. The conclusion is that we can expect tighter regulations, especially concerning the reserves of banks. We can also expect that central banks will have greater possibilities of adding liquidity when the financial system cannot manage this on its own. The dissertation also presents some valuable lessons that will probably be learnt by central banks. Most important of these are to act proactively and with the authority that becomes a central bank.

Keywords: Financial crisis, subprime, mortgage, originate-to-distribute, economic system of the future

Innehållsförteckning

INLEDNING	7
SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNING	7
DISPOSITION	8
METOD	8
AVGRÄNSNINGAR	9
KÄLLMATERIAL	10
DEFINITIONER	13
BAKGRUND	15
KRISEN I USA	15
UPPBYGGNADEN	15
OROLIGHETERNA BÖRJAR	16
PROBLEMEN FÖRVÄRRAS	17
KRISEN SLÅR TILL	21
PROBLEMEN SPRIDER SIG	22
VÄRDEPAPPERISERING	23
KRISEN I SVERIGE	24
RIKSBANKEN AGERAR	24
FINANSDEPARTEMENTET AGERAR	26
OLIKA PERSPEKTIV PÅ KRISEN	28
FORSKARE	28
KRISENS ORSAKER	28
MOTÅTGÄRDERNAS EFFEKTIVITET	33
ÖNSKADE FÖRÄNDRINGAR	35
MYNDIGHETERNA I USA	38
KRISENS ORSAKER	38
MOTÅTGÄRDERNAS EFFEKTIVITET	42
ÖNSKADE FÖRÄNDRINGAR	45
MYNDIGHETERNA I SVERIGE	46
KRISENS ORSAKER	46
MOTÅTGÄRDERNAS EFFEKTIVITET	48
ÖNSKADE FÖRÄNDRINGAR	50
AVSLUTNING	52
RESULTATET I SAMMANFATTNING	52
KRISENS ORSAKER	52

MOTÅTGÄRDERNAS EFFEKTIVITET	54
ÖNSKADE FÖRÄNDRINGAR	54
SLUTSATSER	55
FÖRÄNDRINGAR	55
VIKTIGA LÄRDOMAR	56
FÖRSTATLIGA RATINGBOLAGEN?	59
DISKUSSION	61
<u>KÄLL- OCH LITTERATUR-FÖRTECKNING</u>	64
<u>BILAGOR</u>	68
BILAGA 1, ORDLISTA	68
BILAGA 2, TIDSLINJE	70
BILAGA 3, ORIGINATE-TO-DISTRIBUTE	71
BILAGA 4, PERSONER SOM HAR REFERERATS I UPPSATSEN	72

Inledning

Under hösten 2008 började alarmrapporter dyka upp på nyheterna. Det gällde risken för att hela världens ekonomiska system skulle kollapsa. För mig, som inte läser ekonomiska tidskrifter, kom detta som något av en chock. Från att ha varit på väg in i en vanlig lågkonjunktur var plötsligt den svenska ekonomin allvarligt hotad och Riksbanken införde nödtåtgärder och Riksdagen antog stödpaket; allt inom loppet av vad som kändes som ett par dagar. Frågorna uppstår då vad som egentligen har hänt och, kanske än viktigare, vad vi kan lära oss till nästa gång. Det är exakt dessa frågor som denna uppsats kretsar kring.

Vid stora kriser är det naturligt att söka efter den som är ansvarig och den som gjort fel. Det är viktigt, dock, att komma ihåg att inte vara alltför hård i sin dom. Vi sitter nu på svar som inte fanns när det hände och har tillgång till mer information och då är det inte svårt att lösa problemet; vi har dessutom tid på oss att analysera alla beståndsdelar, något som man ofta saknar i en värld av hård konkurrens där det gäller att hänga med eller gå under. Uppsatsen handlar således inte om att peka finger och döma någon utan snarare om att lära sig inför framtiden.

Syfte och frågeställning

Uppsatsen syftar till att undersöka hur finanskrisen 2008/2009 kommer att påverka framtidens ekonomiska system. För att nå syftet ställs två huvudfrågor, varav den ena är uppdelad i två delfrågor.

- 1) Hur analyseras den ekonomiska krisen av ett antal nyckelaktörer?
 - a) Vilka orsaker identifierar nyckelaktörerna som de drivande bakom krisen?
 - b) Vad säger nyckelaktörerna om effekten av de motåtgärder som myndigheterna har vidtagit?
- 2) Vilka förändringar vill nyckelaktörerna se för att minska sannolikheten för, och mildra effekterna av, en liknande kris i framtiden?

Den första frågan är ämnad för att komma åt hur nyckelaktörerna ser på det som har varit. Den är inte till för att reda ut vad som hänt och när det hände, eftersom det knappast kan vara någon dispyt om att till exempel Riksbanken sänkte reporäntan med en viss procentsats på ett visst datum. Snarare är det aktörernas tolkning av och åsikt om räntesänkningen som eftersöks. Den första delfrågan undersöker vad som gjorde att krisen uppstod och fick sådan omfattning. Enligt principen att man gärna åtgärdar det som är fel är det rimligt att anta att det som identifieras som orsaker till krisen kommer att åtgärdas. Den andra delfrågan handlar om de åtgärder som genomförts för att

mildra krisen; detta eftersom en stor del i att förhindra framtida kriser är att ha effektiva motåtgärder. En viktig del i utformningen av framtidens system kommer alltså att vara de verktyg som regering och centralbank har till sitt förfogande. Här kan resultatet mycket väl vara att aktörerna anser att de verktyg som finns idag räcker gott och väl även i framtiden. Det faktum att vi upplevt en, för ekonomin, mycket turbulent period är inte i sig självt bevis nog för att motåtgärderna som vidtagits har varit otillräckliga. Det kan vara så att utan dessa åtgärder hade vi fått uppleva en total systemkollaps.

Den andra frågan söker uttryckligt efter de förändringar som de utvalda aktörerna vill genomföra. Det är viktigt att här notera att det rör sig om förändringar; det som aktörerna vill behålla som förut fångas inte upp av denna fråga.

Disposition

Uppsatsen är indelad i fyra kapitel. I kapitlet *Inledning* presenteras förutsättningarna för den undersökning som genomförts. Syftet och frågeställningar hittas här. Källmaterialet och metodiken presenteras också.

I kapitlet *Bakgrund* läggs ett ramverk av vad som har hänt. Detta kapitel ska tjäna som utgångspunkt för de vidare diskussionerna. Här gör jag inga tolkningar eller analyser. Inga sådana refereras heller från litteraturen.

Resultat är precis vad det låter som. Här presenteras resultatet av undersökningen. Svaret på uppsatsens frågor hittas här. Kapitlet är indelat efter vilken av källorna som informationen hämtats från. Här gör jag vissa egna observationer, men fokus ligger på de analyser som finns i källmaterialet.

Kapitlet *Avslutning* är det man ska läsa om man bara är ute efter slutsatser och tolkningar. Här presenteras en sammanfattning av undersökningens resultat. Här finns också mina slutsatser. Kapitlet består av tolkningar och analyser hämtade från källmaterialet varvat med mina egna. Kapitlet avslutas med en diskussion kring hur undersökningen har genomförts, den metod som valts, vad uppsatsen har tillfört forskningen etc.

Metod

Tanken bakom att välja ett antal nyckelaktörer och undersöka vad deras åsikter är att det är dessa människor som har inflytande att förändra framtiden. Deras åsikter är alltså en bra indikation på vad som troligen kommer att hända i framtiden. En alternativ metod hade kunnat vara att genomföra en egen empirisk undersökning. På grund av uppsatsens begränsade omfång hade detta endast varit möjligt med ett mera avgränsat syfte; det hade då inte varit möjligt att ta det helhetsgrepp som nu

görs. Jag hade fått begränsa mig till en viss del av framtidens ekonomiska system för att en empirisk undersökning skulle ha varit möjlig.

Undersökningen har genomförts genom att källmaterialet har lästs igenom och svar på frågorna sökts. Med finare ord har en kvalitativ behandling av materialet gjorts. För att kunna säga något om hur krisen påverkar framtiden är det viktigt att först veta vad krisen var för något; eller snarare hur de institutioner och människor med uppgiften att utforma det nya ekonomiska systemet uppfattar krisen och dess orsaker. Genom att undersöka hur vissa nyckelaktörer ser på det som har hänt kan jag alltså implicit utläsa hur framtiden kommer att bli.

Avgränsningar

Av tidsmässiga skäl har vissa avgränsningar gjorts. Geografiskt avgränsas undersökningen till Sverige och USA. Detta gjordes för att få olika infallsvinklar på samma händelse. Upplevelsen av krisen i de bägge länderna har varit väldigt olika och genom att undersöka bägge länderna kan en mer heltäckande bild tecknas. Krisen började i USA och det blir därför naturligt att ta med detta land i undersökningen. Värt att notera är att den geografiska avgränsningen inte innebär att allt källmaterial hämtats från antingen Sverige eller USA. Däremot innebär det att all information som hittats i källorna ska ha en direkt påverkan på något av länderna för att komma med i uppsatsen. Detta kan innebära något av ett problem eftersom krisen är global och för att få en verkligt heltäckande bild bör man undersöka hela världen, men tyvärr finns inte tid till detta i en uppsats av den här storleken. Undersökningen är, dock, i och med detta inte meningslös utan det finns viktiga lärdomar att dra även från en begränsad undersökning. En fördel kan, till exempel, vara att man inte drunknar i information utan tillåts att verkligen gå in i detalj på vad som har hänt och hur det tolkas.

Allt källmaterial är hämtat från tiden mellan 1 januari 2008 och 1 februari 2009. Startdatumet valdes för att få ett så aktuellt material som möjligt. Slutdatumet sattes med hänsyn till när arbetet med uppsatsen startade. En följd av slutdatumet för undersökningen är att den nya presidenten i USA, Barack Obama, inte omfattas av undersökningen. Jag bedömer det inte som ett stort problem eftersom presidenten ändå måste ha kongressens godkännande för alla större åtgärder. Vidare hanteras penningpolitiken av centralbanken, *Federal Reserve* (Fed), vars styrelse inte byts samtidigt som presidenten. Ett exempel på detta är Feds chef *Ben S. Bernanke*, som i allra högsta grad kommer till tals i uppsatsen.

Vidare har avgränsningar gjorts rörande vilka aktörer som har bidragit med källmaterial. Jag har valt att inte undersöka några privata företag. Valet gjordes av ett flertal skäl. Dels finns det så många företag att det skulle vara väldigt svårt att välja ut vilka som skulle omfattas av undersökningen. Dels

har ett privat företag oftast inget intresse av att publicera sina åsikter offentligt, vilket skulle göra det svårt att hitta bra källmaterial. Det skulle således ta för mycket tid att göra en undersökning som också omfattar företag.

Källmaterial

Underlaget i undersökningen har hämtats från ett flertal olika källor som kan delas in i några huvudgrupper. Forskningssamhället¹ representeras av *Centre for Economic Policy Research*² (CEPR) och *The Brookings Institution*³. Från regeringshåll hämtas källmaterial från Vita huset⁴, *Department of the Treasury*⁵, Fed⁶, *Finansdepartementet*⁷, *Finansinspektionen*⁸ (FI) och *Riksbanken*⁹.

Forskarkällor

CEPR är ett nätverk bestående av fler än 700 forskare, varav de flesta är baserade på olika universitet i Europa. Forskarna finns på 237 olika institutioner fördelade över 28 länder. Nätverkets mål är att "promote research excellence and policy relevance in European economics"¹⁰. Även om enskilda forskares politiska rekommendationer och åsikter kan spridas via nätverkets publikationer är CEPR som organisation politiskt neutral.¹¹ Källmaterialet från CEPR består av ett antal artiklar skrivna av forskare knutna till nätverket. Varje artikel är en sammanfattning av forskarens arbete och varierar i längd från 5 till 17 sidor. Den första artikeln publicerades i mars 2008 och den senaste i januari 2009. Språket i artiklarna är engelska och totalt rör det sig om cirka 100 sidor.

¹ I bilaga 4 finns en presentation av de enskilda forskarna vars artiklar har använts i uppsatsen.

² Organisationens hemsida finns på www.cepr.org.

³ Organisationens hemsida finns på www.brookings.edu.

⁴ Materialet hämtades från www.gpoaccess.gov, en tjänst som tillhandahålls av den amerikanska regeringen för att sprida elektroniska versioner av material som den har producerat.

⁵ Hemsidan hittas på www.ustreas.gov.

⁶ Hemsidan hittas på www.federalreserve.gov.

⁷ Hemsidan hittas på www.regeringen.se/sb/d/1468.

⁸ Hemsidan hittas på www.fi.se.

⁹ Hemsidan hittas på www.riksbank.se.

¹⁰ Se t.ex. Javier Suarez, "The need for an Emergency Bank Debt Insurance Mechanism", *CEPR Policy Insight*, nummer 19, mars 2008, s.5.

¹¹ Se t.ex. Suarez, s. 5.

The Brookings Institution är en tankesmedja baserad i Washington D.C. Den bedriver forskning utan en politisk agenda, med syftet att underlätta den politiska debatten.¹² Från Brookings hämtas endast en artikel, som är 30 sidor lång exklusive bilagor. Artikeln publicerades i början av september 2008 och är på engelska.

Regeringskällor

Från Vita huset består källmaterialet av presidentens årliga ekonomiska rapport till kongressen. Det är en skrift som innehåller en översikt över den amerikanska ekonomin under det senaste året. På grund av dess omfattning kunde vissa delar sorteras ut utan att ha lästs igenom. Det återstod sedan knappt 100 sidor som var användbara i undersökningen. Rapporten är från januari 2009 och således från tiden då George W. Bush var president. Naturligtvis är det inte presidenten själv som skriver rapporten, utan det görs i samarbete med presidentens ekonomiska rådgivare. Dock byts även presidentens rådgivare ut samtidigt med presidenten varför denna källa inte är optimal när det gäller att förutse framtiden i USA. Jag valde här bort den ekonomiska rapporten från 2008 av tidsskäl.

Källmaterialet från Fed och Department of the Treasury utgörs till största delen av transkriptioner av tal hållna av företrädare för respektive myndighet. Department of the Treasury är ansvarigt för, bland annat, finanspolitik och att övervaka nationella banker.¹³ Det första talet hämtas från juli 2008 och det senaste är från december 2008. Totalt rör det sig om cirka 20 sidor text. Alla tal hölls inför den amerikanska kongressen. Fed är den amerikanska centralbanken och de beskriver sig själva som "independent within the government".¹⁴ Även för Fed är huvuddelen av källmaterialet i form av transkriptioner av tal. Dessa tal hölls dels inför den amerikanska kongressen, men också inför andra församlingar och organisationer. Från Fed har också hämtats dess halv-årliga penningpolitiska rapport till kongressen. Det första talet hölls i januari 2008 och det sista i januari 2009. De penningpolitiska rapporterna publicerades i februari och juli 2008. Totalt rör det sig om 250-300 sidor, men mycket är upprepningar. Samma budskap förs fram i de flesta tal, fast det formuleras lite annorlunda varje gång.

För Finansdepartementets del utgörs källmaterialet av artiklar, propositioner och pressmeddelanden. FI bidrar med material i form av pressmeddelanden och en rapport till regeringen. Riksbankens källor

¹² The Brookings Institution, *Brookings Research*, 2003.

¹³ United States Department of the Treasury, *Duties & Functions of the U.S. Department of the Treasury*, 2008.

¹⁴ Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Federal Reserve System – Purposes and Functions*, 2005, s. 2-3.

är pressmeddelanden och tal hållna av företrädare för banken. Totalt sett rör det sig om cirka 100 sidor. Tidsspannet på materialet är september 2008 till januari 2009. Att det svenska materialet är kvantitativt mycket mindre har flera orsaker. Dels kom krisen senare till Sverige, något som visas av tidsspannet på källmaterialet. Dels var krisen inte alls lika allvarlig i Sverige som i USA. Vidare ska sägas att kvalitetsmässigt är det inte så stor skillnad mellan de 100 svenska och de cirka 400 amerikanska sidorna. I de amerikanska källorna upprepas samma information väldigt ofta så det stora antalet sidor är missvisande för den mängd unik information som ryms i materialet. Det ska också sägas att i USA har problemen varit större och åtgärderna fler vilket genererat mer material. Jag bedömer det därför som att de amerikanska källorna inte får en oförtjänt stor plats i uppsatsen.

Bortvalda källor

När det gäller källor är det minst lika viktigt att presentera de källor som valdes bort. I samtliga fall har tidsbrist varit en faktor och de potentiella källor som presenteras nedan har helt enkelt ansetts vara mindre relevanta för att kunna uppfylla syftet med uppsatsen. Den första organisation som valdes bort är *Riksgälden*¹⁵, som är en mer praktiskt inriktad myndighet jämfört med till exempel FI. Det är Riksgäldens uppgift att sköta om det statliga bankstödet och insättningsgarantin, men det är inte denna myndighet som beslutat om dess inrättande. Information från Riksgälden rör mer praktiska detaljer såsom hur mycket staten ska ta betalt för risk eller hur mycket statskulden måste öka för att alla stimulanspaket ska kunna finansieras. Det är inte sådan information som eftersöks i denna undersökning och därför kan Riksgälden sorteras bort som källa.

Den andra potentiella källan som valdes bort är *U.S. Securities and Exchange Commission*¹⁶ (SEC) som är en amerikansk myndighet med uppdraget att skydda investerare och se till att värdepappershandeln fungerar på ett säkert och effektivt sätt. SEC är också den myndighet som ska utöva tillsyn över värdepappersmarknaden. Mycket av krisen härstammar från värdepapperisering vilket innebär att SEC är en intressant myndighet att undersöka. Dock bedömdes den ha ett för smalt verksamhetsområde för att kunna bedömas som mer relevant än någon av de andra regeringskällor som har använts. Vidare samarbetar SEC väldigt tätt ihop med både Fed och Department of the Treasury i sin översyn och sina åtgärder.

¹⁵ Hemsidan hittas på www.riksdagen.se.

¹⁶ Hemsidan hittas på www.sec.gov.

Definitioner

I bilaga 1 finns en komplett lista över de förkortningar och definitioner som används i uppsatsen. Där finns också översättningar av de engelska termer som används. Jag har valt att i texten inte översätta engelska facktermer så länge det inte finns en exakt svensk motsvarighet. Citat från engelskspråkiga källor översätts inte.

Med **bank** menas i denna uppsats alla företag som verkade på de finansiella marknaderna och som ägnade sig åt traditionell bankverksamhet, det vill säga in- och ut-låning mot säkerheter. Till exempel innefattas då många investmentbanker i begreppet bank.

Med **belåningsgrad** menas i denna uppsats den andel tillgångar man har som är lånade. Till exempel betyder en belåningsgrad på 1:20 att för varje krona ett företag äger har det lånat 20. På engelska kallas detta för leverage, men i denna uppsats används det svenska ordet eftersom det är mera precist än den engelska motsvarigheten.

Bakgrund

Här presenteras de händelser som får betraktas som fakta och som utgör krisen. Denna information ska sedan utgöra ramen för besvarandet av frågorna som ställs i uppsatsen. I detta kapitel görs inga analyser utan det är en rent kronologisk genomgång av händelseförloppet. Här presenteras även sådan information som är av betydelse för att förstå det amerikanska finansiella systemet. Ingen djupare presentation görs av det svenska finansiella systemet, utan det antas att läsaren redan besitter denna kunskap. Kapitlet är uppdelat i två huvudblock: "krisen i USA" och "krisen i Sverige". Delen om USA är betydligt längre än delen om Sverige eftersom den sträcker sig över en längre tidsperiod samt att organisationer, företeelser och begrepp förklaras i mer detalj.

Krisen i USA

Genomgången av den amerikanska krisen är uppdelad i fem faser och tar sin början redan i början av 2000-talet. Det är jag själv som har gjort indelningen i faser, med stöd av litteraturen (bland annat är vissa begrepp hämtade därifrån). Beskrivningen av varje fas inleds med en tidslinje som visar vilka viktiga händelser och förlopp som kommer att beskrivas. I bilaga 2 finns alla tidslinjer sammansatta i en, som då ger en översikt över vad som har hänt. Faserna är till viss del överlappande. Avsnittet avslutas sedan med en presentation av systemet för att värdepapperisera olika lån.

Uppbyggnaden



Bild 1. Uppbyggnaden till krisen.

The Global Saving Glut

För att förstå vad som hände i USA med början 2007 måste vi först gå tillbaka till slutet av 1990-talet. Många utvecklingsländer, framför allt i Asien och Mellanöstern, började då samla på sig stora reserver. Detta berodde på att man i dessa länder precis hade upplevt finansiella problem och ville skydda sig mot liknande händelser i framtiden. Stigande oljepriser gjorde samtidigt att vissa av dessa länder fick mycket pengar att spara. Mycket av sparandet skedde i amerikanska värdepapper, med

såväl låg som hög risk. Samtidigt var räntorna i USA låga vilket i sin tur innebar att skillnaden i avkastning mellan värdepapper med hög respektive låg risk minskade.¹⁷ Det fanns alltså en starkare vilja att investera i värdepapper med hög risk än vad som är normalt; risk var lätt att sälja. Hela denna episod kallas för The Global Saving Glut.

Credit Boom och kraftigt stigande huspriser i USA

Det låga priset på risk gjorde att fler kunde låna pengar, något som framför allt innebar att personer med sämre betalningsförmåga kunde låna pengar.¹⁸ Det fanns också, sedan 1995, ett politiskt agerande i USA för att fler skulle ha möjligheten att äga sitt eget hus.¹⁹ När fler kan låna pengar kan också fler investera i sitt boende och huspriserna i USA steg då dramatiskt. En ökad efterfrågan och ett högre pris leder också till att fler hus började byggas.²⁰

Oroligheterna börjar



Bild 2. Oroligheterna börjar.

Prisökningen på amerikanska hus började sakta ner redan 2005 och under det tredje kvartalet 2007 föll huspriserna, mätt över hela landet.²¹ För att illustrera hur ovanligt det är med fallande huspriser i USA var det endast tredje gången sedan 1975 som huspriserna mätt över ett kvartal har fallit.²² Parallellt med denna utveckling började allt fler lån tagna med pantbrev som säkerhet att gå

¹⁷ *Economic Report of the President*, 2009, s. 63.

¹⁸ *Economic Report of the President*, s. 64.

¹⁹ Department of Housing and Urban Development, *Urban Policy Brief Number 2*, 1995.

²⁰ *Economic Report of the President*, s. 64.

²¹ *Economic Report of the President*, s. 69.

²² De andra två gångerna var fjärde kvartalet 1990 respektive 1994. Karl Case, "The Central Role of House Prices in the Financial Crisis: How Will the Market Clear?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2008, s. 1-2.

obetalda. Från mitten av 2005 kan man se en ökning av detta förlopp, med de värsta problemen hos *subprime adjustable-rate mortgages* (ARM).²³

I tidslinjen ovan anges att oroligheterna började i februari 2007, alltså nästan två år efter att betalningsproblemen började märkas i statistiken. Det var vid denna tid som flera stora aktörer på subprime mortgage-marknaden började rapportera förluster. I juli 2007 började även priset på risk att öka. Precis som ovan mäts detta pris i skillnaden på avkastning mellan värdepapper med hög respektive låg risk.²⁴

Den verkligt stora händelsen under denna period var dock det som i denna framställning markerar slutet på början av oroligheterna. Händelsen i fråga var när den franska banken BNP Paribas den 9 augusti tillfälligt stängde ner tre av sina investeringsfonder. Dessa fonder hade stora tillgångar som hade framtida avbetalningar från amerikanska subprime mortgages som säkerhet. Effekten blev omedelbar då både europeiska centralbanken (ECB) och Fed reagerade med stora injektioner av likviditet. Samma dag ökade även den ränta som bankerna använder när de lånar pengar inbördes; *interbankräntan*. Det blev alltså omedelbart dyrare för bankerna att låna pengar.²⁵

Problemen förvärras

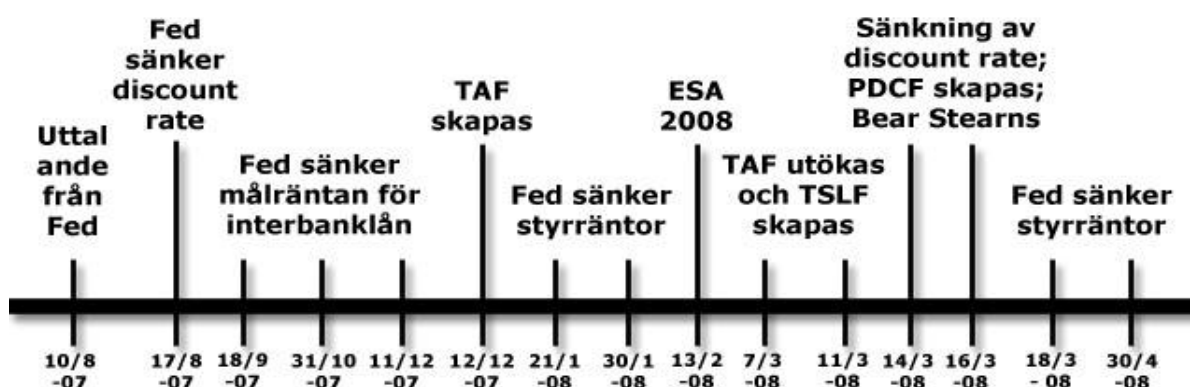


Bild 3. Problemen förvärras.

²³ Ben S. Bernanke, *Reducing Preventable Mortgage Foreclosures*, 2008-03-04. Lån taget med pantbrev som säkerhet kallas på amerikansk engelska för *mortgage*. Oftast togs dessa lån för att finansiera köpet av fastigheten som pantbrevet var utställt för, men i princip kunde lånet användas till vad som helst. Se nedan, s. 39-40 för en beskrivning av ARM.

²⁴ Hela stycket baseras på Stephen G. Cecchetti, "Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008", *CEPR Policy Insight*, nummer 21, april 2008, s. 8.

²⁵ Hela stycket baseras på Cecchetti s. 8-9. Interbankräntan är normalt sett väldigt stabil, med små skillnader i ränta mellan ett endagslån och ett tremånaderslån. Detta innebär att skillnaden i risk att inte få betalt för lånet bedöms som väldigt liten oavsett om lånet ges på en dag eller tre månader. Man kan säga att låntagarna på den här marknaden bedöms som stabila och pålitliga.

Federal Reserve och de penningpolitiska verktygen

När orosmolnen började hopa sig på horisonten började Fed att agera. För att förstå de åtgärder som vidtogs är det på sin plats att först presentera de penningpolitiska verktyg som Fed använde sig av innan krisen bröt ut. Verktygen är tre till antalet varav två är intimt sammankopplade. Det första verktyget är att ändra målräntan för interbanklån.²⁶ Detta är tänkt att få stor påverkan på resten av ekonomin och anses av företrädare för Fed som det bästa verktyget för att åstadkomma makroekonomisk påverkan. Det andra verktyget är det bästa och mest använda för att den verkliga räntan på interbanklån ska överrensstämma med målräntan. Det kallas för *open market operations* och innebär att Fed handlar med, i teorin, vilken tillgång som helst. I praktiken är dock de tillgångar som används i open market operations begränsade av vissa krav.²⁷ Dock handlar man inte med vem som helst. Endast 19 utvalda finansiella institutioner (*primary dealers*) får delta i open market operations.²⁸

Det tredje verktyget kallas för *discount window* och innebär att Fed ger ut endagslån till banker mot säkerhet. Räntan på dessa lån kallas för *discount rate* och ligger lite över den kortsiktiga räntan som gäller på marknaden och således också över målräntan på interbanklån. Det är framför allt två saker som skiljer discount window från open market operations. Dels ges lån via discount window endast till banker i behov av likviditet, dels har Fed lägre krav på de tillgångar som används som säkerhet för lån givna via discount window än vad de har vid open market operations.²⁹ För att få använda sig av discount window måste banken vara i god ekonomisk ordning. När discount rate sänks innebär det att Fed minskar skillnaden mellan discount rate och målräntan för interbanklån.³⁰

Fortsatta förluster och motåtgärder

Som nämnts ovan började Fed att agera för att motverka problemen på den finansiella marknaden. Den första aktionen genomfördes dagen efter att BNP Paribas stängt ner sina investeringsfonder (10 augusti 2007) och bestod i att Fed gjorde ett uttalande om att de var beredda att förse bankerna

²⁶ I litteraturen kallas denna ränta för *federal funds rate*. För mer information om federal funds rate, se Cecchetti, s. 7.

²⁷ Frederic S. Mishkin, *The Federal Reserve's Tools for Responding to Financial Disruptions*, 2008-02-15.

²⁸ Cecchetti, s. 15. Dessa 19 institutioner är inte traditionella banker, utan de är investmentbanker.

²⁹ I teorin kan discount window användas för att ge lån till alla banker och finansiella institutioner, men det är endast banker och institutioner i likviditetsbehov som har incitament att utnyttja discount window. Detta eftersom räntan där är högre än vad den är på den öppna marknaden.

³⁰ Hela stycket baseras på Mishkin, 2008-02-15.

med likviditet. 17 augusti kom sedan Feds nästa drag; man sänkte då sin discount rate så att den låg närmare målräntan för interbanklån. Det blev då billigare för bankerna att låna pengar via discount window. Man sänkte sedan målräntan för interbanklån vid tre ordinarie möten i följd. Totalt sänktes räntan med 100 räntepunkter (1 %) på en period av tre månader. Dagen efter det sista av dessa tre möten (12 december 2007) annonserades skapandet av *Term Auction Facility* (TAF).³¹ TAF är väldigt likt discount window eftersom det rör sig om att Fed ger ut lån mot säkerhet. TAF vänder sig till samma aktörer som kan använda sig av discount window (alltså alla banker) och samma säkerheter accepteras. Skillnaderna mellan TAF och discount window är dels att lånen ges för en period som är längre än en dag (oftast en månad) samt, framför allt, att det är ett auktionsförfarande. Institutioner som är intresserade av ett lån får alltså tävla om att få det.³² Samma dag som skapandet av TAF annonserade Fed också inrättandet av *swap lines* med, bland andra, ECB.³³ En swap line är ett "ömsesidigt valutaarrangemang" som syftar till att göra det lättare för andra länders centralbanker att låna ut US-dollar.³⁴

Fed fortsatte att agera även i januari 2008. På ett extrainkallat möte 21 januari sänktes målräntan för interbanklån med 75 räntepunkter och samtidigt sänktes även discount rate. Drygt en vecka senare, 30 januari, var det dags för ett ordinarie möte och även då valde Fed att sänka både målräntan för interbanklån och discount rate.³⁵ Även den politiska ledningen i USA började nu agera. 13 februari undertecknade president Bush *Economic Stimulus Act of 2008* (ESA). Det är ett stimulanspaket som omfattar cirka 150 miljarder amerikanska dollar.³⁶

Mars månad 2008 blev sedan en intensiv och problemfylld månad. Tidslinjen ovan sträcker sig från augusti 2007 till april 2008 och innehåller 15 viktiga datum. Av dessa är fem stycken förlagda till mars 2008. Det började 7 mars med att Fed utökade den summa som lånades ut via TAF. Tre dagar senare skapade Fed *Term Securities Lending Facility* (TSLF).³⁷ Förenklat innebar TSLF en förändring i ett redan

³¹ Andrew Felton & Carmen Reinhart (red.), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, 2008, s. 184-187.

³² Mishkin, 2008-02-15.

³³ Felton & Reinhart (red.), s. 187.

³⁴ Sveriges riksbank, *Centralbanker tillkännager swapfaciliteter med den amerikanska centralbanken Federal Reserve*, 2008-09-24.

³⁵ Cecchetti, s. 11.

³⁶ Felton & Reinhart (red.), s. 189.

³⁷ Cecchetti, s. 11. Summan hade tidigare varit 60 miljarder US-dollar men ökades nu till 100 miljarder.

existerande utlåningsförfarande. Fed hade sedan tidigare ett program för att låna ut värdepapper utgivna av Department of the Treasury³⁸; detta ändrade man nu genom att förlänga utlåningstiden och dessutom utöka de säkerheter som accepterades. I praktiken innebar detta att Fed sålde sitt innehav av värdepapper från Department of the Treasury och köpte upp värdepapper som var baserade på olika typer av mortgages. En viss avgift fanns för att utnyttja TSLF och endast primary dealers hade tillgång till programmet. Precis som för TAF rör det sig om ett auktionsförfarande där intressenter får tävla om att få lånet.³⁹

Bear Stearns

14 mars kom så den första stora smällen. *Bear Stearns*, en av de stora amerikanska investmentbankerna, behövde låna pengar för att undvika konkurs. Fed godkände detta lån och cirka 13 miljarder US-dollar lånades ut. Det är extremt ovanligt att Fed lånar ut pengar på detta sätt; inte sedan 1930-talet hade denna möjlighet utnyttjats.⁴⁰ Det var här alltså inte fråga om ett lån enligt vare sig TAF eller TSLF eller något annat av Feds gängse utlåningsförfaranden.

Endast två dagar efter det extraordinära lånet till *Bear Stearns* var dock Fed tvungna att återigen agera för att rädda företaget undan konkurs. Den enda utvägen bedömdes nu vara att ett annat företag köpte *Bear Stearns*. Fed lånade därför ut pengar till *JP Morgan Chase*, ytterligare en stor investmentbank, för att de skulle kunna köpa det sargade *Bear Stearns*.⁴¹ Samma dag sänkte Fed discount rate.⁴² Ytterligare en åtgärd som vidtogs var att *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) skapades. Eftersom primary dealers inte är banker har de inte heller tillgång till vare sig TAF eller discount window. Det är således svårt för dessa institutioner att låna pengar, något som visades i fallet med *Bear Stearns*. Som primary dealer hade *Bear Stearns* inte tillgång till "normala" lån från Fed utan väldigt speciella åtgärder fick vidtas när företaget fick problem. Med PDCF infördes en möjlighet även för primary dealers att låna pengar från Fed utan att behöva vara på randen till konkurs.⁴³

³⁸ Sådana värdepapper kallas för *Treasury Securities* eller *Treasuries*.

³⁹ Cecchetti, s. 14-15.

⁴⁰ Cecchetti, s. 15.

⁴¹ *Economic Report of the President*, s. 72.

⁴² Cecchetti, s. 11.

⁴³ Cecchetti, s. 15.

Två dagar efter episoden med Bear Stearns och skapandet av PDCF sänkte Fed både målräntan för interbanklån och discount rate.⁴⁴ 30 april sänkte Fed återigen målräntan för interbanklån, denna gång med 25 räntepunkter. Från att ha legat på 5,25 % 18 september 2007 var målräntan för interbanklån nu nere på 2,0 %.⁴⁵

Krisen slår till

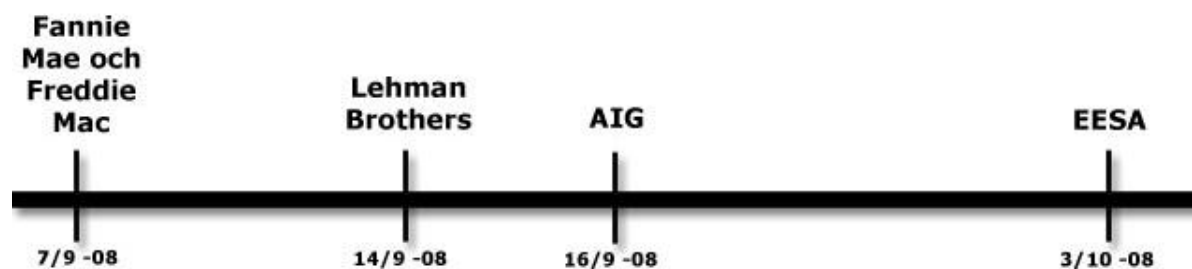


Bild 4. Krisen slår till.

Storföretag i problem

Efter den väldigt turbulenta mars följde en lugnare sommar. Detta skulle dock visa sig vara lugnet före stormen och i september bröt den verkliga krisen ut. Det började 7 september med att bolånejättarna *Fannie Mae* och *Freddie Mac* sattes under förmyndarskap av den amerikanska regeringen. Orsaken till detta var att företagets tillgångar som var baserade på mortgages bedömdes som så osäkra att företagen inte skulle kunna fungera på ett säkert sätt. Förmyndarskapet innebar att företagen nu styrdes av regeringen. I samband med förmyndarskapet fick också Fannie Mae och Freddie Mac kapitaltillskott på 100 miljarder US-dollar var. Precis en vecka senare (14 september) gick den stora investmentbanken *Lehman Brothers* i konkurs. Lehman Brothers var, precis som Bear Stearns, en primary dealer. Orsaken till konkursen var förluster som kom av stora nedskrivningar av värdet på tillgångar som baserades på mortgages; alltså samma sorts tillgångar som gett Fannie Mae och Freddie Mac problem. 16 september tog sedan krisen ytterligare ett steg. Försäkringsjätten *American International Group* (AIG) hade lidit stora förluster och Fed gick då med på att låna ut pengar mot en majoritet av aktierna i företaget.⁴⁶

Emergency Economic Stabilization Act

⁴⁴ Cecchetti, s. 11.

⁴⁵ Felton & Reinhart (red.), s.185 och 190.

⁴⁶ *Economic Report of the President*, s. 74.

Regeringens svar på de förvärrade problemen kom 3 oktober i form av *Emergency Economic Stabilization Act* (EESA). Detta var ett stimulanspaket i storleksordningen 700 miljarder US-dollar.⁴⁷ Paketet hade flera beståndsdelar. Dels inrättades *Troubled Asset Relief Program* (TARP), som lät Department of the Treasury ge kapitaltillskott till finansiella institutioner och dessutom att köpa upp tillgångar som inte gick att sälja på marknaden. EESA höjde dessutom insättningsgarantin från 100 000 till 250 000 US-dollar.⁴⁸

Problemen sprider sig



Bild 5. Problemen sprider sig.

Anmärkningsvärt med episoden med AIG är att det var ett försäkringsföretag som fick problem. En fråga som då dyker upp är varför ett försäkringsföretag (som inte sysslade med utlåning och inte hade någon uppenbar kontaktyta med den problemfyllda fastighetsmarknaden) hade hamnat i så akuta ekonomiska bekymmer att de behövde hjälp från centralbanken. Detta kommer att undersökas mer ingående nedan.⁴⁹ För tillfället räcker det med att konstatera att krisen nu hade spridit sig till andra delar av ekonomin.

Från början av 2008 hade ökningen av BNP i USA minskat, och från mitten av samma år hade den till och med förbytts i en minskning.⁵⁰ Samtidigt fortsatte Fed att sänka sin målränta för interbanklån. I

⁴⁷ International Monetary Fund, "Financial Stress and Deleveraging – Macrofinancial Implications and Policy", *Global Financial Stability Report*, 2008, s. 9.

⁴⁸ Ben S. Bernanke, *Economic outlook and financial markets*, 2008-10-20.

⁴⁹ Se nedan, s. 43.

⁵⁰ *Economic Report of the President*, s. 31.

december 2008 sattes den till mellan 0 och 25 räntepunkter.⁵¹ Man eftersträvade nu alltså (från myndighetshåll) nollränta när banker lånade sinsemellan.

Värdepapperisering⁵²

För att förstå den värdepapperisering som skedde i USA innan krisen bröt ut måste vi först gå tillbaka och titta på de förändringar det finansiella systemet genomgått under de senaste trettio åren. Framför allt det faktum att vi numer kan separera obligationers fundamentala delar och sälja dem separat. Detta har medfört att obligationer kan skraddarsys efter köparens förmåga och vilja att bära risk. Slutresultatet av det blir att allting går att försäkra. Förfarandet spred sig sedan från obligationer till lån tagna av privatpersoner (studielån, mortgages etc.). Dessa lån buntades ihop i olika pooler som fick stå som säkerhet för utgivandet av värdepapper. Dessa värdepapper kallas för *asset-backed securities* (ABS) och utformades så att köparen av dem utsattes för en skraddarsydd risk. På detta sätt kunde låntagare tillåtas att ta lån som de annars inte skulle ha fått. Istället för att behålla de mortgages en långgivare gav ut och få amorteringar och räntebetalningar skapade långgivaren en ABS; denna kallades då för *mortgage-backed security* (MBS). Långgivaren sålde sedan sin MBS och det var då köparen som fick de inbetalningar som genererades av de mortgages som utgjorde MBS:en. Till saken hör också att vilken organisation som gav ut mortgages förändrades under denna tid. Tidigare hade en stor del av mortgages kommit från Fannie Mae och Freddie Mac och hållit en hög kvalitet (eftersom företagen ställde vissa krav på sina låntagare). Innan krisen bröt ut hade dock den bilden förändrats och det stora flertalet MBS:er kom nu från andra aktörer, som inte ställde samma krav.⁵³

Utgivarna av ABS:er fortsatte sedan att förfina sina produkter och man skapade *collateral debt obligations* (CDO) som är en ABS, fast med andra ABS:er som säkerhet. En CDO var alltså ett värdepapper som hade andra värdepapper som säkerhet. En CDO var inte bara baserad på mortgages utan även andra lån låg i botten, eftersom en ABS kunde ha vilka sorters lån som helst som säkerhet. Både CDO och ABS kallas för *structured products* (strukturerade produkter). Nu återstår endast en aspekt av värdepapperiseringen. En CDO delades sedan upp i olika *tranches* (grupper) som gavs olika prioritet och sedan också kunde säljas separat. Ägaren till den högst prioriterade tranchen hade bästa rätt till de inbetalningar som CDO:n genererade och så fortsatte det så att ägaren av den lägst prioriterade tranchen fick sina pengar sist och alltså bar den största risken.

⁵¹ Ben S. Bernanke, *The Crisis and the Policy Response*, 2009-01-13.

⁵² Se bilaga 3 för en schematisk bild av hur kedjan från låntagare till slutgiltig betalningsmottagare kunde se ut.

⁵³ Cecchetti, s. 2-4.

Prioriteringen av trancherna gjordes via deras kreditrating; den högsta gruppen hade oftast en AAA-rating (som är den högsta möjliga). Ratingen gjordes av specialiserade ratingföretag.⁵⁴

Krisen i Sverige

I denna avdelning beskrivs krisens utveckling i Sverige. Även här finns en tidslinje, men för att bättre förstå sammanhanget bakom händelserna bör den jämföras med tidslinjen för händelserna i USA. Avdelningen är uppdelad efter aktioner tagna av Riksbanken och Finansdepartementet. Beskrivningen av olika åtgärder är kortare och mer schematisk än vad den var för de amerikanska motsvarigheterna. Detta eftersom läsaren förutsätts ha en större förhandskunskap.

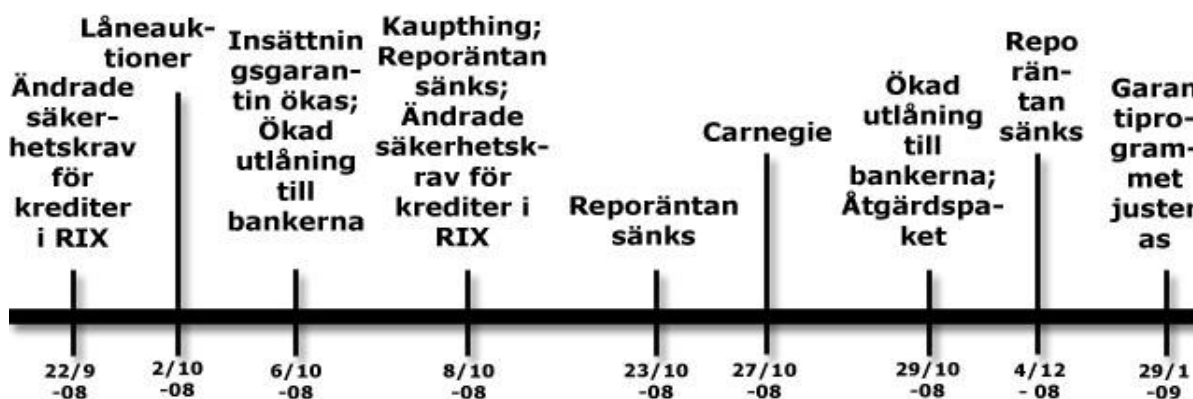


Bild 6. Krisen i Sverige

I jämförelse med förloppet i USA var den svenska versionen av krisen tämligen händelselös. I tidslinjen ovan syns att det inte var förrän 22 september 2008 som de svenska myndigheterna började agera. Det var alltså efter Lehman Brothers konkurs och räddningen av AIG som Riksbanken ansåg det lämpligt att skrida till handling.

Riksbanken agerar

Riksbankens första aktion var att ändra kraven på säkerheter som var tillåtna i RIX; det system Riksbanken använder för att överföra pengar. Det beskrivs som ”knutpunkten i det svenska betalningssystemet genom att samtliga transaktioner mellan, banker, clearingorganisationer och Riksgälden slutligen slussas genom RIX”. Inbäddat i systemet finns också en möjlighet för Riksbanken att ge ut krediter över en dag mot ”betryggande säkerheter”. Tanken är att detta ska öka effektiviteten i systemet.⁵⁵

⁵⁴ Cecchetti, s. 4.

⁵⁵ Sveriges riksbank, *Betalningssystemet – RIX*, 2009-02-06.

När Riksbanken ändrade kraven på säkerheter som accepterades i RIX innebar det att man tillät en större andel säkerställda obligationer som säkerhet. Tidigare fick 25 % av ställda säkerheter utgöras av säkerställda obligationer, men nu ökades detta till 75 %.⁵⁶ 2 oktober inrättade Riksbanken en lånefacilitet som innebar att lån med tre månaders löptid skulle auktioneras ut i två omgångar. De företag som fick delta i auktionerna var de som Riksbanken normalt handlade med; de penningpolitiska motparterna.⁵⁷

6 oktober kom sedan Riksbankens nästa drag. Man ökade då storleken på de lån man auktionerade ut till bankerna.⁵⁸ Två dagar senare kom den mest händelserika dagen för Riksbanken. Man ändrade återigen kraven på säkerheter som accepterades i RIX; denna gång bestämde man att slopa kravet på att max 75 % av ställda säkerheter får vara säkerställda obligationer. Detta innebar alltså att det var möjligt att låna pengar av Riksbanken med endast säkerställda obligationer som säkerhet.⁵⁹ Man gav också ett lån, mot säkerheter, till *Kaupthing Bank Sverige AB*.⁶⁰ Tredje aktionen denna dag var att Riksbanken genomförde en sänkning av reporäntan med 50 räntepunkter.⁶¹

Nästa sänkning av reporäntan kom drygt två veckor senare, 23 oktober, och var även denna gång på 50 räntepunkter.⁶² 27 oktober gav man sedan "särskilt likviditetsstöd" till *Carnegie Investment Bank AB*.⁶³ Två dagar senare annonserade Riksbanken att man gjort det möjligt för banker att låna pengar med större andel företagscertifikat än tidigare som säkerhet.⁶⁴ Vidare gjorde också Riksbanken en rejäl sänkning av reporäntan 4 december, då den sänktes med hela 175 räntepunkter. Efter detta låg reporäntan på 2 %.⁶⁵

⁵⁶ Sveriges riksbank, *Ändrade säkerhetskrav för krediter i RIX*, 2008-09-22.

⁵⁷ Sveriges riksbank, *Frågor och svar kring den finansiella oron – uppdaterad den 17 december 2008*, 2008-12-17.

⁵⁸ Sveriges riksbank, *Ökade lån och längre löptid*, 2008-10-06.

⁵⁹ Sveriges riksbank, *Ändrade säkerhetskrav för krediter i RIX*, 2008-10-08c.

⁶⁰ Sveriges riksbank, *Riksbanken ger likviditetsstöd till Kaupthing Bank Sverige AB*, 2008-10-08b.

⁶¹ Sveriges riksbank, *Reporäntan sänks till 4,25 procent*, 2008-10-08a.

⁶² Sveriges riksbank, *Reporäntan sänks till 3,75 procent*, 2008-10-23.

⁶³ Sveriges riksbank, *Likviditetsstöd till Carnegie Investment Bank*, 2008-20-27.

⁶⁴ Sveriges riksbank, *Riksbanken underlättar företagens finansiering*, 2008-10-29.

⁶⁵ Sveriges riksbank, *Reporäntan sänks till 2 procent*, 2008-12-04.

Finansdepartementet agerar

Finansdepartementets första aktion, 6 oktober, var att öka insättningsgarantin från 250 000 till 500 000 kr.⁶⁶ 29 oktober antog riksdagen ett åtgärdsprogram som hade syftet att ”stärka den finansiella stabiliteten”. Programmet innehöll ett garantiprogram samt möjlighet för Riksgälden att ge statligt stöd till kreditinstitut. Garantiprogrammet innebar att ”banker, bostadsinstitut samt kreditmarknadsbolag som riktar sig mot kommuner och som har säte i Sverige” kunde, mot en avgift, få staten som garant för nyupplåning. Om ett företag som omfattas av garantiprogrammet inte kan betala ett lån som togs efter att företaget gått med i programmet skulle alltså staten gå in och betala. Vissa kapitalkrav ställdes dessutom på företag som ville gå med i garantiprogrammet. Alla typer av skuldförbindelser kan omfattas av garantin, så länge de inte är efterställda. Undantag gjordes dock för ”komplexa och strukturerade produkter”. Ytterligare en aspekt av garantiprogrammet var att vissa ”restriktioner för ersättningen till ledande befattningshavare” sattes upp för företag som valde att gå med i programmet. I programmet som antogs ingick även att Riksgälden fick tillstånd att ingripa om ett kreditinstitut hamnade i allvarliga problem.⁶⁷

29 januari 2009 beslutade regeringen om att göra vissa justeringar i garantiprogrammet. Det rör sig om små förändringar, t.ex. ändrade man definitionen av institut.⁶⁸

⁶⁶ Sveriges riksbank, 2008-12-17.

⁶⁷ Finansdepartementet, *Regeringen vidtar åtgärder för att stärka den finansiella stabiliteten*, 2008-10-29.

⁶⁸ Finansdepartementet, *Regeringen beslutar om vissa justeringar i garantiprogrammet*, 2009-01-29.

Olika perspektiv på krisen

I detta kapitel genomförs själva undersökningen. Kapitlet är strukturerat så att för varje organisation presenteras svaret på samtliga frågor. Kapitlet delas in i avsnitten forskare och myndigheter.

Det kan här vara på sin plats att upprepa frågeställningen och syftet. Den första frågan i uppsatsen är tvådelad och handlar om vilka orsaker som anses vara drivande bakom krisen samt vilka motåtgärder som vidtagits och vilka effekterna av dessa är. Den andra frågan gäller vilka förändringar de undersökta aktörerna vill se i framtiden.

Forskare

Nedan presenteras forskarnas svar på uppsatsens frågor. Avsnittet är i huvudsak uppdelat efter vilken forskare som bidragit med källmaterialet. Alla forskare har dock olika inriktning på sin forskning vilket medför att ingen upprepning av information görs. I bilaga 4 finns en presentation av alla refererade forskare.

Krisens orsaker

*Javier Suarez*⁶⁹ erbjuder en bra sammanfattning av de undersökta forskarnas åsikter. Hans åsikter får därför fungera som en inledning till detta avsnitt. Övriga forskare går sedan in mer i detalj på de olika delarna som Suarez menar ligger bakom krisen. Han hävdar att det vi upplevt inte är något egentligen nytt utan att det istället är en mix av tre redan kända fenomen: adverse selection, bankpanik och en vanlig svängning på en kreditykel. Den utlösande faktorn var en cyklisk justering på den amerikanska fastighetsmarknaden, som sedan påverkade marknaden för subprime mortgages. Via globaliseringen kan man sedan förklara att krisen spred sig till resten av världen. Ett antal faktorer i hanteringen av värdepapper skapade sedan ett flertal smällar mot systemviktiga organisationer. Dessa faktorer var en hög belåningsgrad, stort beroende av kortsiktig inlåning, komplexa produkter och en felaktig bedömning av risken på det man handlade med. Det var sedan rädslan för att handla med nästa organisation som fick problem som gjorde att finansmarknaden kollapsade. Suarez påpekar att detta är "a typical 'lemons problem'". Problemet som då uppstod var att många solventa banker hamnade i likviditetsproblem som efter ett tag förbyttes i riktiga solvensproblem.⁷⁰

⁶⁹ Javier Suarez är Professor of Finance vid CEMFI i Madrid och forskare vid London School of Economics.

⁷⁰ Suarez, s. 2.

Ett "lemons problem" kan exemplifieras på följande sätt. Antag att man har tio varor som är exakt likadana på ytan som man vill sälja. Köparen vet att en av varorna är av sämre kvalitet än de övriga nio, men han vet inte vilken. Detta innebär att samtliga tio kommer att betinga ett lägre pris; alltså att även de varor som håller bra kvalitet tappar i värde eftersom köparen riskerar att köpa den dåliga varan. Så länge tillräckligt många varor av bra kvalitet finns på en marknad kommer försäljare av dåliga varor att vilja sälja på den marknaden eftersom de får ett pris som är högre än varans värde. En situation av adverse selection har då uppstått. En förutsättning för att en sådan situation ska kunna uppstå är som sagt att köparen inte kan bedöma vilka varor som är bra och vilka som är dåliga. I och med detta har vi ett grundläggande ramverk för krisens orsaker, enligt forskarna. Nedan går vi in mer på djupet i de olika delarna i detta ramverk.

Stephen G. Cecchetti

Under rubriken värdepapperisering⁷¹ ovan beskrivs situationen innan krisen bröt ut. Kontentan och det viktiga att ta med sig från det är följande. Husägarna hade en rekordhög belåningsgrad och mortgages höll en sämre kvalitet än tidigare. Utgivandet av strukturerade produkter hade också spritts till aktörer som ställde lägre krav på kvalitén på de underliggande lånen än tidigare.

Även om systemet med strukturerade produkter var en krutdurk krävdes fortfarande en gnista för att alltihop skulle explodera och en kris uppstå. Denna gnista kom tidigt i augusti 2007, då priset på risk plötsligt ökade. Detta innebar att bankerna inte ville låna ut i lika stor utsträckning som tidigare, inte ens till varandra. *Stephen G. Cecchetti*⁷² menar att detta berodde på att banker som normalt skulle ha lånat ut nu stod inför en situation där de inte visste vad deras balansräkning innehöll. Bankerna visste inte hur mycket de kunde låna ut och därför blev de väldigt restriktiva med sin utlåning. Osäkerheten kom delvis från att många av de strukturerade produkterna fick nedvärderad rating, vilket innebar att ratingföretagen erkände att de värderat många produkter fel. Bankerna hade i sin tur litat helt på ratingföretagens bedömningar och alltså också värderat produkterna fel. Vidare tvingade den ökade osäkerheten på marknaden bankerna att krympa sina balansräkningar och då är det inte läge att låna ut mer pengar. En följd effekt av att det bedömdes som i stort sett omöjligt att värdera de strukturerade produkterna var att företag vars enda affärsidé var att köpa upp ABS:er och omvandla dem till CDO:er och sedan sälja vidare nu inte kunde fortsätta sin verksamhet eftersom ingen var intresserad av att handla med dessa produkter. Kombinationen av banker som inte vill låna ut pengar

⁷¹ Se ovan, s. 23-24.

⁷² Stephen G. Cecchetti är Professor of Global Finance vid Brandeis universitet och före detta konsult åt flera centralbanker.

till någon och finansföretag som inte kan bedriva sin verksamhet innebar att vi hade fått en allvarlig finanskris.⁷³

Det faktum att de strukturerade produkterna var så svårvärderade lade grunden till den situation av adverse selection som Suarez menar uppstod. På ytan var de strukturerade produkterna likadana, men alla aktörer visste att vissa var dåliga; de kunde bara inte avgöra vilka. På så sätt sjönk värdet även på de strukturerade produkter som höll en hög kvalitet.

Luigi Spaventa

Luigi Spaventa⁷⁴ ser till viss del samma problem som tidigare forskare som presenterats ovan. Han instämmer i att de strukturerade produkterna var alldeles för komplexa och därmed svåra att värdera. Han håller också med om att man misslyckades med att bedöma risken man utsatte sig för vid ett köp av dessa produkter. Spaventa lyfter också fram en del andra faktorer, som delvis är en fördjupning i orsakerna till varför läget var som tidigare forskare har beskrivit det. När strukturerade produkter skapades försvann mycket information som var nödvändig för att bedöma kvalitén på produkterna; något som var speciellt sant i fallet med CDO:er. Ytterligare ett problem med de strukturerade produkterna var att de endast gick att handla med på en marknad. Om problem uppstod på denna marknad tappade produkterna helt i värde. Vidare pekar Spaventa på en "[p]erverse incentive structure" som orsakade problem på alla nivåer i kedjan. Företag som gav ut lån sålde dessa vidare och fick således mer betalt om de sålde fler. De behövde inte heller oroa sig för risken att en låntagare inte kunde betala eftersom de inte skulle behålla lånet hos sig ändå. Ratingföretagen var dessutom inblandade i skapandet av produkten som de sedan skulle ge en rating; en situation av uppenbart jäv. Ratingföretagen får ytterligare kritik för de modeller som användes vid ratingen av de strukturerade produkterna. Dessa modeller baserades endast på ett fåtal väldigt goda år, och de antog också att olika utvecklingar skulle vara linjära även i tider av ekonomisk oro.⁷⁵

Spaventa är i och med dessa faktorer inte nöjd utan han riktar även kritik mot de övervakande myndigheternas agerande under uppbyggnaden till krisen. Han anser att Feds penningpolitik varit en bidragande orsak till att huspriserna stigit så mycket och att detta sporrade investerare till att söka högre avkastningar och till att undervärdera risker. Spaventa är också kritisk mot en allmän slapphet

⁷³ Cecchetti, s. 10-11.

⁷⁴ Luigi Spaventa är Professor of Economics vid universitetet i Rom och gästforskare vid IMF.

⁷⁵ Luigi Spaventa, "Avoiding Disorderly Deleveraging", *CEPR Policy Insight*, nummer 22, maj 2008, s. 2.

från tillsynsmyndigheterna som kom av en tro att marknaden kunde reglera sig själv. Den sista faktorn Spaventa tar upp är framväxten av ett "shadow financial system" som innebar att bankerna ägde, eller hade ekonomiskt ansvar för på annat sätt, olika företag som samlade på sig långsiktiga värdepapper (t.ex. mortgages och MBS:er) och finansierade sig genom kortsiktiga värdepapper. Dessa företags affärer syntes inte på bankernas balansräkningar, men när de hamnade i problem var det ändå banken som blev tvungen att tillföra likviditet. Detta innebar att många banker hade en mycket högre belåningsgrad än vad som framgick av deras balansräkning.⁷⁶

Allt som beskrivits ovan är sådant som byggdes upp under lång tid och som bidrog till krisen, men under själva krisen fanns mer akuta problem som hänfördes till bankernas belåningsgrad. Suarez pekade på att bankernas likviditetsproblem kunde förbytas i soliditetsproblem. Spaventa fördjupar detta resonemang. När efterfrågan på ABS:er (och CDO:er) försvann störtade priset på dessa och marknaderna stängdes helt enkelt ner. Detta medförde att många företag som handlade med strukturerade produkter inte kunde bli av med dessa. Dessa produkter belastade då företagens balansräkningar och gjorde att mer kapital krävdes. Förutom att produkterna inte kan säljas genererar de inte heller inkomster som de ska eftersom många låntagare inte klarar av sina betalningar. Problemet förvärras ytterligare av att bankerna till stor del litar på kortsiktig inlåning för att klara de kapitalkrav som ställs upp. Situationen har alltså utvecklats till en ond spiral där bankerna behöver kapital för att kunna klara av att ha dåliga strukturerade produkter som belastar deras balansräkning. Men eftersom alla banker behöver kapital är det ingen som vill låna ut, speciellt inte mot strukturerade produkter som säkerhet.⁷⁷ Hela denna process med att bankerna vill rensa upp i sin balansräkning kallas i litteraturen för *deleveraging*.⁷⁸

Axel Leijonhufvud

Även Axel Leijonhufvud⁷⁹ tillskriver Feds agerande före krisen en del av ansvaret. Som ett led i återhämtningen efter IT-kraschen i början av 2000-talet höll Fed målräntan för interbanklån på väldigt låga nivåer (på tidslinjen är det också vid denna tidpunkt som "credit boom" börjar). Eftersom priserna då höll sig stabila drog Fed slutsatsen att denna nivå var den rätta för att hålla inflationen i schack. Detta var dock en felaktig slutsats eftersom det var importen av utländska varor som höll

⁷⁶ Spaventa, s. 2. Ett sådant "skugg"-företag kallas ibland för *structured investment vehicle* (SIV).

⁷⁷ Spaventa, s. 3-4.

⁷⁸ Se Axel Leijonhufvud, "Two systemic problems", *CEPR Policy Insight*, nummer 29, januari 2009, s. 3 för en genomgång av deleveraging.

⁷⁹ Axel Leijonhufvud är Professor of Monetary Theory and Policy vid universitetet i Trento.

ner priserna och dolde inflationen. Leijonhufvud menar på att det var en medveten strategi från ett flertal exportberoende länder att hålla sina valutor lågt värderade jämfört med den amerikanska för att på så sätt öka exporten. Fed höll alltså sin viktigaste styrränta alldeles för lågt alldeles för länge och detta gav en kraftig inflation i, framför allt, fastighetspriserna. Detta gick sedan hand i hand med en försämring av kvalitén på de krediter som gavs ut.⁸⁰

När alla sedan handlade på kredit ökade belåningsgraden, vilket inte var något problem eftersom alla samtidigt tjänade mycket pengar. Värdepapperiseringen dolde riskerna med en ökad belåningsgrad och även de företag som insåg risken tvingades med i spiralen eftersom de annars skulle ha blivit utkonkurrerade. I detta skede är det för sent för myndigheterna att ingripa eftersom allt verkar gå bra. Det blir då politiskt omöjligt att säga att ekonomin är i fara när alla företag går bra och det inte förefaller finnas några risker.⁸¹

7 augusti 2007 (två dagar före episoden med BNP Paribas) frös marknaden för interbanklån och bankerna ville inte längre låna pengar till varandra. Enligt Leijonhufvud berodde detta på den höga belåningsgraden hos bankerna kombinerat med en brist på information. När fastighetspriserna föll (det som Suarez kallar en svängning på en kreditykel, min anm.) och människor inte kunde betala sina lån (något som gällde alla lån, inte bara mortgages) tappade alla strukturerade produkter i värde. Bankerna hade ett väldigt stort innehav av dessa produkter och förlorade således mycket pengar. Problemet när man har en hög belåningsgrad är att marginalerna är små för hur mycket pengar man kan förlora utan att hamna i svåra problem. Komplexiteten hos de strukturerade produkterna gjorde att bankerna inte kunde bedöma sina motparters situation. Det enda man visste var att man själv hade stora solvensproblem och att många andra banker förmodligen var i en liknande situation eftersom de tillämpat samma affärsmodell. I och med att många banker hade väldigt små marginaler för att överhuvudtaget förbli likvida var det ingen som vågade riskera att vara den som lånade ut pengar till någon som dagen efter går i konkurs. Detta skulle då hota den egna överlevnaden. Vid denna situation försökte alla att samtidigt minska sin belåningsgrad och precis som Spaventa säger Leijonhufvud att vi hamnat i en process av deleveraging.⁸²

⁸⁰ Leijonhufvud, s. 1-2.

⁸¹ Leijonhufvud, s. 2.

⁸² Leijonhufvud, s. 2-3.

Xavier Vives

Samtliga ovan presenterade forskare har rört vid problemet att bankerna inte vågade låna ut till varandra, men det kan ändå här vara på sin plats att gå in lite djupare på problemet. *Xavier Vives*⁸³ jämför denna kris med en traditionell bankkris där alla småspararna köar för att ta ut sina besparingar. De gör detta av rädsla för att banken ska gå i konkurs och deras pengar gå förlorade. Problemet är bara att när alla tar ut sina pengar ur banken går den verkligen i konkurs; det blir således en självuppfyllande profetia. Om inte alla småspararna hade tagit ut sina pengar, om de bara haft is i magen hade inte banken gått i konkurs. Om vi nu byter ut småspararna mot banker på interbankmarknaden får vi dagens kris. Ingen bank ville göra affärer med en annan bank som de misstänkte var tyngda av strukturerade produkter eftersom den banken riskerade konkurs och den utlånande banken skulle förlora sina pengar och därmed också riskera konkurs. Det var exakt detta som hände Bear Stearns, som var en av de verkligt stora handlarna av strukturerade produkter.⁸⁴

Det som Vives tar upp i stycket ovan är den sista av Suarez tre fenomen: nämligen bankpaniken. De andra två fenomenen var adverse selection, som kom av de svårvärderade strukturerade produkterna, och en svängning på en kreditykel (fastighetspriserna som började falla och de lån som därmed inte kunde betalas).

Motåtgärdernas effektivitet

De inledande räntesänkningarna

När Fed sänkte sina styrräntor, med början i augusti 2007, borde problemet ha löst sig själv. Sänkningen av målräntan för interbanklån innebar att bankerna borde ha kunnat låna pengar till lägre ränta; samtidigt som sänkningen av discount rate innebar att det skapades en alternativ finansieringsform för bankerna utöver att låna av varandra. I teorin borde Feds agerande ha löst alla problem, men så var uppenbarligen inte fallet eftersom problemen kvarstod. Cecchetti menar att räntesänkningarnas ineffektivitet berodde på det stigma som associerades med att behöva låna av Fed.⁸⁵ Resonemanget går som följer. I en situation där alla banker försöker framstå som att vara solventa är det förödande för förtroendet att behöva gå till centralbanken för att fortsätta att vara

⁸³ Xavier Vives är forskare vid IESE i Barcelona.

⁸⁴ Xavier Vives, "Bagehot, central banking and the financial crisis" i Felton & Reinhart (red.), s. 99.

⁸⁵ Cecchetti, s. 12.

likvid. Detta antyder att man i själva verket inte alls är solvent och således inte är någon bra affärspartner.

Leijonhufvud anser att den konventionella penningpolitiken (att ändra olika styrräntor) har misslyckats totalt. Han förklarar detta med att det, även om det är möjligt att avhjälpa en likviditetskris, är omöjligt att tina upp en frusen marknad bestående av företag som är på gränsen till konkurs.⁸⁶ Resonemanget är att ett företag som är på gränsen till konkurs och som desperat behöver kapital för att förbli solvent inte kommer att utsätta sitt kapital för någon risk alls. Man lägger det i madrassen. När det är banker som är i problem och som samlar på sig så mycket kapital som möjligt betyder det att ingen vill låna ut till någon annan. Det spelar i denna situation ingen roll hur mycket man sänker räntorna; bankerna anser ändå att kapitalet gör mer nytta i deras egen ägo. Det främsta beviset för att penningpolitiken misslyckades, menar Leijonhufvud, är det stora antal banbrytande åtgärder som centralbanker har genomfört.⁸⁷

Kreditfaciliteterna

Som presenterats ovan syftade TAF, TSLF och PDCF till att öka bankernas likviditet.⁸⁸ Spaventa anser att även om dessa åtgärder var nödvändiga för att åtgärda de allra värsta problemen är det inte någon långsiktig lösning. När Fed börjar acceptera värdepapper vars enda marknad har frusit (och som således har förlorat sitt värde) som säkerhet för lån ger man dessa tillgångar ett värde. Vad man däremot inte gör är att rensa tillgångarna från företagens balansräkningar. Även om Fed lyckades mildra situationen genom att öka sin utlåning och göra det lättare för bankerna att kortsiktigt finansiera sig har man egentligen inte löst problemet. De dåliga tillgångarna tynger fortfarande ner dessa banker vilket innebär att alla problem som härstammade från detta faktum kommer att återuppstå när lånetiden går ut.⁸⁹

⁸⁶ Leijonhufvud, s. 3.

⁸⁷ Leijonhufvud, s. 3.

⁸⁸ Se ovan, s. 19-21.

⁸⁹ Spaventa, s. 4.

Stimulanspaketet

Daron Acemoglu⁹⁰ diskuterar stimulanspaketet i allmänhet, men med en tydlig utgångspunkt i krisen och de införda stimulanspaketet. Han slår först fast att ett stimulanspaket innebär en inskränkning på den fria marknaden. Detta är i sig inte någon anledning att säga nej till paketet, men det är viktigt att utforma dem på rätt sätt. Den viktigaste funktionen hos ett stimulanspaket är inte att rädda ekonomin, utan snarare att rädda förtroendet för den fria marknaden. Acemoglu lyfter fram risken för att politiker och konsumenter tappar tron på fördelarna med en fri marknad; man börjar till och med skylla krisen på marknaden. Detta innebär att möjligheter skapas för en överdriven reglering och en alldeles för stor statlig inblandning, något som är det största hotet mot framtida ekonomisk tillväxt. I denna situation är ett omfattande stimulanspaket den bästa vägen framåt. Detta paket ska dock utformas så att det åstadkommer sitt syfte med minsta möjliga påverkan på de naturliga mekanismerna som finns på marknaden.⁹¹

Önskade förändringar

Emergency Bank Debt Insurance Mechanism (EBDIM)

Javier Suarez vill se att man inför en *Emergency Bank Debt Insurance Mechanism* (EBDIM), vilket innebär att bankerna erbjuds någon som kan verka som garant för deras skulder. Om en bank som är ansluten till en EBDIM inte kan betala sina skulder skulle dessa omedelbart betalas av EBDIM:en istället. EBDIM:en skulle i sin tur få lån direkt från centralbanken, eller i vissa länder till och med skötas av centralbanken. För att förenkla skötseln av EBDIM:en skulle den endast garantera vissa standardiserade instrument för kort- och medel-lång utlåning. Vid behov kan en EBDIM också ta ut avgifter från de banker som ansluter sig till den, men den ska inte bygga upp något långsiktigt kapital eftersom det ska vara en tillfällig åtgärd. När den inte behövs längre ska den helt enkelt tas bort eller göras vilande. I en kris på den finansiella marknaden skulle en EBDIM hålla igång marknaden tillräckligt länge för att de drabbade företagen skulle kunna rensa upp bland sina tillgångar och komma i god ordning igen.⁹²

Två nackdelar med EBDIM:en är att den uppmuntrar till dålig disciplin på marknaden och den ger även upphov till moral hazard. Detta får dock betraktas som ett acceptabelt pris att betala för att

⁹⁰ Daron Acemoglu är Professor of Applied Economics vid MIT.

⁹¹ Daron Acemoglu, "The crisis of 2008: structural lessons for and from economics", *CEPR Policy Insight*, nummer 28, januari 2009, s. 4-5.

⁹² Suarez, s. 2-4.

lösa bankernas akuta finansieringsproblem. I en kris av den omfattning och natur vi nu upplever är det ändå så att både moral hazard och marknadsdisciplin till stor del är satta ur spel (marknadsdisciplinen är låg och moral hazard okontrollerbar). Det är till och med så att när marknadsdisciplinen är låg kan, och bör, tillhandahållaren av en EBDIM övervaka de anslutna bankerna. Suarez pekar på flera orsaker till att man ska skapa en EBDIM istället för att låta centralbanken fylla exakt samma situation. Dels är en EBDIM mer flexibel, dels påverkar den penningpolitiska åtgärder mindre. Vidare är en EBDIM tydligare med hur mycket räddandet av bankerna kommer att kosta skattebetalarna eftersom det är dess enda funktion. Allt kapital som kommer in i en EBDIM är alltså till för att rädda en bank i problem. Man kan även utforma en EBDIM så att den kan införas samtidigt i flera olika länder utan att skattebetalarna i det ena landet ska rädda banker i ett annat. En EBDIM kommer inte att förhindra framtida kriser, men den kommer att mildra deras omfattning.⁹³ Även Spaventa ansluter sig till tanken på en EBDIM, även om han inte kallar sitt förslag just det.⁹⁴

Kapital- och reservkrav

Leijonhufvud ser två aspekter av ett nytt finansiellt system som viktigare än andra. Det första är att man ska införa effektiva krav på reserver som ska gälla alla institutioner som äger skuldebrev. Han vill också införa kapitalkrav på alla finansiella företag. Kapitalkravet ska utformas så att det blir hårdare i goda tider och mjukas upp när tiderna blir sämre. Dessa regleringar är tänkta att komma åt de två delarna av finanssystemet som inte marknaden har några automatiska kontrollfunktioner för. Det är dels prisnivåer, dels belåningsgrad (sett över hela systemet). Reservkrav skulle dessutom stärka Feds möjligheter att kontrollera bankerna.⁹⁵

Förändra ratingföretagen

*Richard Portes*⁹⁶ föreslår hur ratingföretagen kan förändras för att i framtiden kunna bedriva sina affärer på ett bättre sätt. För det första bör de ge ratings i intervall, istället för att ge ett punktvärde som de gör idag. Även om det kan möta stort motstånd bör man dela företagets värderande och rådgivande funktion och på så sätt åtgärda den jävsituation som idag existerar. Precis som Spaventa diskuterade ovan var ratingföretagen både verksamma med att skapa strukturerade produkter och

⁹³ Suarez, s. 3-4.

⁹⁴ Spaventa, s. 7.

⁹⁵ Leijonhufvud, s. 4.

⁹⁶ Richard Portes är Professor of Economics vid London Business School.

sedan värdera dessa.⁹⁷ Portes vill också se en ökad konkurrens på ratingmarknaden; han vill alltså se fler ratingföretag. Detta kan dock, erkänner han, leda till att företag som ger ut finansiella produkter går till flera ratingföretag och ser var de får bäst rating. Detta skulle i förlängningen kunna leda till att det går inflation i ratingen. Det finns också drag på ratingmarknaden som antyder att det skulle vara ett naturligt monopol.⁹⁸ Det naturliga monopolet kommer dels från nätverkseffekter eftersom investerare vill ha ratings som är jämförbara med varandra. Nätverkseffekten förstärks dock av att vissa investerare är helt beroende av ratings för att få köpa vissa produkter eller klara vissa krav från tillsynsmyndigheter.⁹⁹

Finansiell tillsyn

Avinash Persaud¹⁰⁰ ger vissa rekommendationer angående hur systemet för tillsyn och reglering kan, och bör, förändras. Han delar upp sitt nya system i tre delar. Den första följer linjerna för Leijonhufvuds kapitalkrav ovan¹⁰¹ i det att kraven måste följa konjunkturen. När priset på risk faller ska kapitalkraven ökas och vice versa. Den andra delen fokuserar på vilka organisationer regleringarna ska gälla för. I dagens system görs distinktionen mellan "riktiga" banker och finansiella företag; detta är fel enligt Persaud. Man bör i framtiden reglera sådana institutioner som är i riskzonen, exempelvis att de har en hög belåningsgrad. Institutioner med en låg belåningsgrad ska då helt undgå reglering, speciellt sådan som gäller kortsiktiga förhållanden. Detta skulle göra att institutionerna tänkte mer långsiktigt vilket skulle skapa bättre förhållanden för den som behövde sälja tillgångar. Den tredje och sista delen är att de "riktiga" bankerna ska tvingas att betala en försäkringspremie till skattebetalarna mot att skattebetalarna förbinder sig att rädda banken om den får problem. Detta skulle skapa ekonomiska incitament för bankerna att sköta sina affärer bättre, eftersom de annars inte skulle ha råd att betala sin stigande premie.¹⁰²

⁹⁷ Se ovan, s. 31.

⁹⁸ Richard Portes, "Ratings agency reform", i Felton & Reinhart (red.), s. 148.

⁹⁹ Portes, s. 145.

¹⁰⁰ Avinash Persaud är Governor and Member of the Council vid London School of Economics och gästforskare vid universitetet i Cambridge, England.

¹⁰¹ Se ovan, s. 37. Persauds text är äldre än Leijonhufvuds men vem som var först med idén är svårt för mig att avgöra.

¹⁰² Avinash Persaud, "The inappropriateness of financial regulation", i Felton & Reinhart (red.), s. 156-157.

Myndigheterna i USA

I detta avsnitt presenteras de amerikanska myndigheternas svar på uppsatsens frågor. Strukturen är tematisk; under olika rubriker finns olika teman som lyfts fram i källorna. Rubrikerna är alltså inte kronologiska. Källmaterial från olika myndigheter blandas också med varandra.

Krisens orsaker

En kort översikt av krisen enligt de amerikanska myndigheterna går som följer. En cyklisk förändring på den amerikanska fastighetsmarknaden ledde till en ökning av de mortgages som låntagarna inte kunde betala. Detta gav stora förluster bland många finansiella institutioner och skakade marknadens förtroende för dessa. Det var dock inte bara mortgages som drabbades utan även andra typer av lån började allt oftare gå obetalda. Detta berodde på en försämring av kraven på kreditvärdighet för människor som ville låna. Banker hade också förlitat sig alltmer på komplexa strukturerade produkter som de inte kunde värdera. Vidare var många banker beredda att utsätta sig för stora risker. Bankernas ökade förluster och deras akuta behov av kapital har dessutom försvårat för vanliga företag att få lån vilket har gett effekter på resten av ekonomin.¹⁰³

Fallande huspriser och dåliga mortgages

I den amerikanska presidentens årliga ekonomiska rapport till kongressen säger man följande om uppbyggnaden till krisen. I slutet av 1990-talet gjorde ett ökat sparande bland u-länder (ovan kallat "global saving glut") att inflödet av kapital till USA ökade. Detta pressade i sin tur ned avkastningen på säkra tillgångar vilket gjorde att fler sökte mer riskabla investeringar. Risktagandet ökade, samtidigt som prisen på risk minskade. Den stora tillgången på kapital drev upp fastighetspriserna och nybyggnationen av hus nådde historiska höjder. Nya finansiella produkter och en ökad tillgång på lån drev också upp efterfrågan på fastigheter vilket ökade priset ytterligare. Men med ett sådant extremt stort utbud av nya hus började till slut huspriserna (och därmed också fastighetspriserna) att falla.¹⁰⁴

Själva krisen inleddes sedan, enligt Feds chef Ben S. Bernanke, av den skarpa nedgången på den amerikanska fastighetsmarknaden. Att nedgången var så skarp beror troligen på de många låntagare av subprime mortgages som inte kunde betala för sina lån. Detta var speciellt sant för så kallade subprime adjustable-rate mortgages (ARM), som var en speciell typ av mortgage vars största

¹⁰³ Bernanke, 2009-01-13.

¹⁰⁴ *Economic Report of the President*, s. 22.

motivering för sin existens var ett antagande om att fastighetspriserna skulle fortsätta att stiga kraftigt. Ett ARM är ett lån som efter en viss tidsperiod får en högre ränta. Till exempel kan räntan när lånet tecknas vara 8 % men efter 12 månader ökar räntan till 9,5 %. Så länge fastighetspriserna fortsatte att öka kunde en person efter de första 12 månaderna lösa sitt ARM med hjälp av ett nytt, bättre, lån som hade en konstant ränta på 8 %. Bernanke menar att detta gjorde att personer som hade råd med den lägre räntan, men inte den högre, kunde ta ett subprime ARM och köpa ett hus för att sedan låta det öka i värde. När det är dags att öka räntan på sin ARM använder fastighetsägaren sitt ökade fastighetsvärde för att ta ett mortgage med bättre villkor och sedan betala av sin ARM. Detta lät personer bo i hus som de egentligen inte hade råd med. När fastighetsvärdet började sjunka kunde många låntagare inte ta ut ett nytt mortgage utan de fick finna sig i att vara fast med sitt ARM, även efter att räntan ökats. Detta gjorde att många inte hade råd att betala sina mortgages. Viktigt i sammanhanget är att Bernanke inte anser att det är automatiskt dåligt med subprime-utlåning (alltså utlåning till människor som inte är kreditvärdiga), men att det måste skötas på ett ansvarsfullt sätt.¹⁰⁵

Originate-to-distribute

*Frederic S. Mishkin*¹⁰⁶ analyserar varför man gav ut ARM:s till människor som man visste inte skulle klara den högre räntan. Det berodde på en affärsmodell som kallas *originate-to-distribute*. Mishkin menar att den snabba utvecklingen inom kommunikationsteknologi medförde snabbare och sämre underbyggda beslut om mortgages. En försäljare av mortgages kunde via Internet snabbt fylla i ett formulär åt en kund och sedan direkt få ut ett prissatt lån, där priset räknats fram genom en automatisk kreditvärdering. Samma teknologi möjliggjorde också ett snabbt, billigt och enkelt skapande av strukturerade produkter. Ett incitamentsproblem har uppstått. Långivaren fick mer betalt om han utfärdade fler lån. Om han istället skulle ha gjort mer noggranna utredningar kring varje lån och på så sätt utfärdat färre, men bättre, lån skulle han ha tjänat mindre pengar. Långivaren har alltså ekonomiska incitament att agera på ett sätt som är skadligt för hela systemet (även om man inte insåg det vid den tidpunkten). Mishkin säger att dessa incitamentsproblem är orsaken till den låga kvalitén på bland annat mortgages. I efterhand är det lätt att se farorna med värdepapperiseringen och de dåligt underbyggda lånen, men när de infördes såg man bara fördelarna.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Ben S. Bernanke, *Financial Markets, the Economic Outlook, and Monetary Policy*, 2008-01-10.

¹⁰⁶ Frederic S. Mishkin är styrelsemedlem i Federal Reserve.

¹⁰⁷ Frederic S. Mishkin, *On "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Meltdown"*, 2008-02-29.

Osäkerhet

Bernanke förvånas över att den reaktion som förlusterna bland subprime mortgages gav upphov till blev kraftig om man ser till storleksförhållandet mellan marknaden för subprime mortgages och världsekonomin. Detta förklarar han delvis med att investerare började omvärdera sina riskpreferenser och bli mer försiktiga. En annan del av förklaringen till den stora effekten är att investerare blev osäkra på om de värderat de strukturerade produkterna rätt (inte bara de som var baserade på subprime mortgages, utan samtliga ABS:er och CDO:er). Man blev helt enkelt osäker på om ratingföretagen gjort ett bra jobb eller inte. Precis som Cecchetti ovan anser Bernanke att investerarna litade helt till produkternas rating. När även produkter med hög rating började lida förluster var det naturligt att ifrågasätta ratingföretagen. Den ökade osäkerheten gjorde att många blev ovilliga att äga strukturerade produkter (även sådana som inte var baserade på subprime mortgages).¹⁰⁸

Bernanke hävdar vidare att det var bankerna som skapade många av de strukturerade produkterna som såldes på marknaden. När dessa produkter inte längre gick att sälja gick en inkomstkälla förlorad. Bankerna sponsrade också företag som handlade med strukturerade produkter.¹⁰⁹ När dessa företag hamnade i problem föll det på banken att ställa upp med kapital. Detta gjorde att bankerna behövde öka sitt kapital vilket ledde till att de minskade sin utlåning; även till varandra. När dessa förluster sedan rapporterades säger Bernanke att investerare blev osäkra även på bankernas ställning.¹¹⁰

Från Vita huset anser man att bankernas sårbarhet för förlusterna från subprime mortgages kom av deras höga belåningsgrad och beroende av kortsiktig finansiering. När sedan de banker som var mest sårbara för förluster (de med högst belåningsgrad och mest innehav av strukturerade produkter baserade på subprime mortgages) gick under eller var nära att gå under ökade rädslan för att låna ut ytterligare. Om det överhuvudtaget var möjligt för en bank att låna av en annan bank var det till väldigt höga räntor.¹¹¹

¹⁰⁸ Bernanke, 2008-01-10.

¹⁰⁹ Det är samma företag som Spaventa pratar om agerar i ett "shadow financial system". Se ovan, s. 32.

¹¹⁰ Bernanke, 2008-01-10.

¹¹¹ *Economic Report of the President*, s. 22-23.

Misslyckad riskspridning

Feds vice chef, *Donald L. Kohn*, menar att tanken bakom att använda originate-to-distribute och en ökad värdepapperisering var att risken skulle spridas till fler i det finansiella systemet och därmed vara mindre för varje enskild aktör. En CDO kunde till exempel äga flera hundra MBS:er som i sin tur bestod av ett flertal mortgages vardera. Det blir nästintill omöjligt att värdera en sådan produkt, men tanken var att det inte skulle behövas heller. Enligt Kohn gick resonemanget som följer. Antag att en CDO består av hundra MBS:er som i sin tur består av 100 mortgages. I botten på CDO:n fanns alltså 10 000 mortgages. Om 100 av dessa gick obetalda påverkades inte CDO:n nämnvärt. Systemet var således mycket mindre sårbart för relativt vanliga svängningar. Vad man däremot inte tänkte på var att systemet samtidigt var mer sårbart för större, men ovanligare, svängningar som påverkade alla mortgages samtidigt. För att ytterligare minska risken från dessa stora svängningar sålde många banker de strukturerade produkter som de skapat. Kohn säger vidare att problemet var att produkterna såldes till institutioner som uttryckligt eller implicit stöddes av banken som skapat produkten. Dessa institutioner hamnade också i problem, samtidigt som banken, vilket innebar att bankerna hade mer än bara sig själva att försörja och att kapitalbehovet hos bankerna ökade.¹¹²

Kortsiktig finansiering

Kohn förklarar hur Bear Stearns kunde gå omkull på följande sätt. När kapital saknas på den finansiella marknaden är det mycket mer skadligt än när kapital saknas på andra marknader. Det beror på den kortsiktiga naturen på de finansiella marknaderna. Varje dag förfaller stora summor till betalning och med en hög belåningsgrad är aktörerna beroende av kortsiktiga lån för att klara sina betalningar. När dessa lån slutar att förse aktörerna med kapital hamnar därför väldigt stora institutioner snabbt under ett extremt tryck på kapital. Det var detta som hände Bear Stearns. Osäkerhet kring företagets solvens gjorde att få var intresserade av att låna ut pengar till Bear Stearns. På bara ett par dagar åts företagets kapitalreserver upp, trots att dessa bedömts som tillräckliga av tillsynsmyndigheten. Bear Stearns blev då insolventa och därmed var de tvungna att antingen köpas upp eller gå i konkurs.¹¹³

¹¹² Donald L. Kohn, *The Changing Business of Banking: Implications for Financial Stability and Lessons from Recent Market Turmoil*, 2008-04-17.

¹¹³ Donald L. Kohn, *Money Markets and Financial Stability*, 2008-05-29.

Credit Default Swaps (CDS)

Tidigare i uppsatsen har frågan ställts hur det kunde komma sig att AIG, ett försäkringsbolag som inte sysslade med utlåning, ändå kunde hamna i sådana problem att de behövde ett kapitaltillskott. Svaret på gåtan ges i presidentens årliga ekonomiska rapport till kongressen och kallas för *credit default swap* (CDS). Dessa är kreditderivat vilket innebär att det är ett värdepapper vars värde bestäms av ett annat värdepapper. Ett exempel som förtydligar. Bank A säljer en MBS till bank B. I och med det har B rätt till alla betalningar som görs på de mortgages som ligger till grund för denna MBS. Efter köpet av MBS:en köper B en CDS av försäkringsföretaget C. Detta innebär att om en låntagare inte klarar av att betala räntan på sitt mortgage kliver C in och betalar en förutbestämd summa till B. I gengäld gör B en serie betalningar till C under den tid som CDS:en är gällande. I praktiken har alltså B försäkrat sig mot förluster på sin MBS. Det som hände AIG, enligt Vita huset, var att företaget hade sålt många CDS:er till banker som ville skydda sig mot förluster hos sina MBS:er. När sedan dessa förluster uppstod blev AIG tvungna att uppfylla sina åtaganden och betala, med "kontanter", till bankerna som köpt CDS:en. Dessa kontantutbetalningar blev så stora att AIG inte hade kapital nog att klara av dem och på så sätt behövde även AIG akut kapital.¹¹⁴ AIG drogs på detta sätt in i samma onda spiral av osäkerhet som redan hade drabbat många banker.

Motåtgärdernas effektivitet

Sänkningarna av styrräntor

Tillsammans med det första stimulanspaketet, ESA, bedömer Vita huset att de inledande räntesänkningarna har hållit uppe BNP-tillväxten under första halvan av 2008. På så sätt fördröjdes den värsta krisen i den övriga ekonomin till september samma år, när bland annat Lehman Brothers gick i konkurs.¹¹⁵ Enligt Bernanke pressade händelserna i september 2008 fram ytterligare räntesänkningar. Han menar att Feds räntesänkningar sammantaget innebar att även andra låneräntor (i synnerhet de kortsiktiga) också sänktes. Detta underlättade utlåningen och motverkade därför till viss del effekterna av frysningen på marknaderna för interbanklån. Bernanke poängterar dock att räntesänkningen endast till viss del motverkade krisen. Effekterna av en billigare utlåning utplånades av att bankerna förlorade andra inkomstkällor. Till exempel försvann möjligheten att

¹¹⁴ *Economic Report of the President*, s. 74-75.

¹¹⁵ *Economic Report of the President*, s. 31-32.

skapa strukturerade produkter och sedan sälja dessa vidare eftersom det inte fanns någon efterfrågan på sådana produkter.¹¹⁶

Kreditfaciliteterna (TAF, TSLF och PDCF)

Bernanke förklarar att fördelarna med att en centralbank förser banker med likviditet är att de då alltid har en källa till kapital, även när de inte kan låna på den vanliga marknaden. På så sätt minskar risken att dessa institutioner ska behöva sälja sina tillgångar i panik till vilket pris som helst för att kunna klara av kortsiktiga betalningar. I teorin minskar man även pressen på bankerna att hålla kapital i reserv och då ökar utlåningen. Enligt Bernanke blev effekten av kreditfaciliteterna dock inte den väntade. Det är nämligen så att det var osäkerhet kring kvalitén på tillgångar och kreditrisk som gjorde att många banker var ovilliga att låna ut. I det läget hjälpte det inte att förse bankerna med likviditet.¹¹⁷ Bernanke påpekar dock att kreditfaciliteterna ändå har hjälpt och att utan dessa skulle vi vara i en mycket värre kris.¹¹⁸

De krisande storföretagen

Krisen har, bland mycket annat, visat på en svaghet i det amerikanska finansiella systemet säger Bernanke. Det finns inget institutionaliserat sätt att hantera en förestående konkurs på en systemviktig organisation. Fed får låna ut till företag ”under unusal and exigent circumstances”, men ett sådant lån får endast ges mot ordentlig säkerhet. Bernanke säger vidare att när företag som Fed bedömde som systemviktiga fick problem var man därför tvungen att improvisera fram lösningar. Man lyckades på så sätt rädda AIG och Bear Stearns, men för Lehman Brothers kunde man inget göra. När ingen ville köpa företaget och tillräcklig säkerhet inte kunde uppbringas fanns inget alternativ till konkurs. När en centralbank går in och räddar företag på detta sätt riskerar man att minska disciplinen på marknaden och skapa moral hazard. Bernanke anser dock att i vissa fall är det systemets stabilitet viktigare än disciplinen. Problemen med disciplin och moral hazard får man i sådana lägen lösa senare, via lagstiftning och reglering.¹¹⁹

¹¹⁶ Bernanke, 2009-01-13.

¹¹⁷ Bernanke, 2009-01-13.

¹¹⁸ Ben S. Bernanke, *Federal Reserve Policies in the Financial Crisis*, 2008-12-01.

¹¹⁹ Bernanke 2008-12-01.

Stimulanspaketet

Vita huset säger att det är svårt att med säkerhet mäta effekten av ett stimulanspaket eftersom man inte vet vad som skulle ha hänt om inte stimulanspaketet införts. Med det sagt drar man ändå slutsatsen att det första stimulanspaketet, ESA, i varje fall ökade konsumtionen.¹²⁰

Nästa stimulanspaket, EESA, innehöll framför allt två delar som Bernanke ser som viktigare än andra. Dels infördes i och med detta paket möjligheter för Fed att hantera en systemviktig organisation som är på randen till konkurs.¹²¹ Dels infördes TARP som låter Department of the Treasury använda 700 miljarder US-dollar för att stabilisera de finansiella marknaderna.¹²² Till en början får skattebetalarna betala för TARP men tanken är, enligt Kohn, att så mycket som möjligt av pengarna ska flyta tillbaka in i statskassan. Detta eftersom regeringen via TARP köper upp tillgångar, till exempel aktier. När företagen kommer på fötter igen och ekonomin återvänder till det normala kommer dessa aktier att öka i värde och staten får då utdelning alternativt att de säljer aktierna och får tillbaka de investerade pengarna.¹²³

Även om det är för tidigt ännu för Vita huset att utvärdera den totala effekten av myndigheternas motåtgärder kunde man i januari 2009 se vissa tecken på förbättring på de finansiella marknaderna. Framför allt att de var mycket mer stabila jämfört med oktober 2008. Kapital som tillfördes via TARP underlättar också för bankerna när de ska gå igenom processen av deleveraging. I januari hade också osäkerheten hos investerare minskat och därmed också risken för att systemviktiga banker ska få sin kapitalförsörjning avskuren. Bankerna hade också vid denna tid börjat låna ut pengar till varandra igen.¹²⁴

¹²⁰ *Economic Report of the President*, s. 36.

¹²¹ Bernanke 2008-12-01.

¹²² *Economic Report of the President*, s. 85.

¹²³ Donald L. Kohn, *Troubled Asset Relief Program*, 2009-01-13.

¹²⁴ *Economic Report of the President*, s. 85.

Önskade förändringar

Ny struktur för tillsyn

När de amerikanska myndigheterna blickar framåt lägger de mycket fokus på hur tillsynen ska förändras. Enligt Vita huset utformades det gamla systemet för tillsyn för väldigt länge sen och det klarar inte av att hantera dagens ekonomiska system. Det nya systemet ska vara flexibelt nog att hantera när marknaden utvecklas och nya affärsmodeller tillämpas. Det ska också uppmuntra till sådan utveckling samtidigt som det ska motverka överdrivet risktagande. Bland annat vill man slå samman de myndigheter som övervakar traditionella banker med dem som övervakar andra finansiella institutioner.¹²⁵

En annan aspekt i det nya tillsynssystemet ska, enligt Vita huset, vara att skärpa kraven på hur mycket information en bank ska behöva lämna tillsammans med komplexa finansiella instrument. Framför allt gäller det sådana tillgångar som inte visas på balansräkningen men som ändå påverkar bankens likviditet. Ett exempel på detta är företagen som verkade på ett "shadow financial system" som har diskuterats ovan.¹²⁶

Förändra marknaden för kreditderivat

Som nämnts ovan var det handel med kreditderivat, i synnerhet CDS:er, som fick AIG på fall. De flesta kreditderivat handlas direkt mellan de inblandade parterna. Transaktionerna passerar således inte någon marknadsplats och är därför väldigt svåra att överblicka och övervaka. Vita huset har satt upp fyra mål när det gäller dessa marknader, i synnerhet den för CDS:er. Det första är att öka insynen vilket ska göra det lättare för myndigheterna att övervaka marknaden. Ökad insyn ska även underlätta för investerare att ta bättre beslut. Mål nummer två är att förmå aktörer på dessa marknader att anta rekommendationer för hur man bäst ska sköta sina affärer. Dessa ska omfatta allt från riskhantering, till rapportering, till hur ledningen i ett företag ska överse affärerna med dessa instrument. Det tredje målet är att stärka infrastrukturen på marknaden. Till exempel vill man jobba för att en marknadsplats inrättas som alla transaktioner måste passera. Denna marknadsplats ska inte nödvändigtvis vara kopplad till myndigheterna. Fjärde och sista målet är att öka samarbetet mellan de olika tillsynsmyndigheterna i USA men även med internationella tillsynsmyndigheter.¹²⁷

¹²⁵ *Economic Report of the President*, s. 87.

¹²⁶ *Economic Report of the President*, s. 91. Se ovan, s. 32 för information om "skugg"-företagen.

¹²⁷ *Economic Report of the President*, s. 88.

Riktlinjer för regleringar

Grundprincipen för Vita huset är att myndigheterna inte ska reglera marknader i USA, men under vissa omständigheter är det ändå önskvärt för en myndighet att gå in och reglera marknaden. Reglering ska bara användas när ett marknadsmisslyckande är nära och en myndighet kan avhjälpa detta på ett effektivt sätt. När myndigheterna griper in ska de, i möjligaste mån, utnyttja ekonomiska incitament för att åstadkomma det eftersökta resultatet. Vidare ska man i varje ingripande arbeta på ett sätt så att konkurrensmarknader gynnas.¹²⁸

Myndigheterna i Sverige

Nu följer så den sista gruppen av nyckelaktörer i undersökningen, de svenska myndigheterna, och deras svar på frågeställningen. Upplägget i detta avsnitt är detsamma som för de amerikanska myndigheterna ovan. Rubrikstrukturen är tematisk och olika aktörers åsikter varvas med varandra.

Krisens orsaker

Den kraftiga husprisökningen i USA som föregick krisen berodde, enligt Finansdepartementet, bland annat på utgivningen av subprime mortgages. Bakom dessa mortgages fanns en politisk vilja att fler skulle kunna äga sitt hus. När den ekonomiska aktiviteten sedan började avta var det många låntagare som inte kunde betala sina mortgages. Samtidigt vände även utvecklingen på fastighetsmarknaden och priserna började falla. Utgivarna av mortgages började då göra förluster. Ju längre tiden gick, desto större förluster gjordes. Dessa företag hade också paketerat om mortgages till att utgöra delar i komplexa finansiella instrument och sålt dem vidare. Försäljningen skedde både till andra amerikanska företag och till företag över hela världen. Detta innebar att företag över hela världen gjorde förluster som var en följd av att amerikaner inte kunde betala sina mortgages.¹²⁹

Förtroendekris

Finansdepartementet förklarar vad som händer när osäkerhet uppstår kring en banks likviditet. När förluster görs på de finansiella marknaderna skadas förtroendet mellan de företag som verkar på dessa marknader. Avsaknaden av information om de finansiella företagens verkliga ekonomiska situation orsakar sedan ytterligare skada på förtroendet. Denna osäkerhet kring huruvida ett företag är solvent eller inte minskar företagets möjlighet att låna mot säkerhet. Likviditeten minskar alltså. När ett företag anses ha en sämre likviditet tar långgivare till detta företag ut högre räntor; vilket gör

¹²⁸ *Economic Report of the President*, s. 29.

¹²⁹ Prop. 2008/09:61, *Stabilitetsstärkande åtgärder för det svenska finansiella systemet*, s. 18.

att företaget kan låna mindre och därmed försämrats likviditeten ytterligare. Enligt Finansdepartementet kan förtroendeproblemen på en marknad bli så stora att marknaden slutar att fungera. Alla tillgångar (även de som klassas som säkra) som handlas på denna marknad förlorar då mycket, eller hela, sitt värde. ”De institut som har en stor del sådana tillgångar i sina balansräkningar riskerar att få solvensproblem.”¹³⁰ Beskrivningen i stycket ovan är teoretisk men den är samtidigt väldigt tillämplig på vad som faktiskt hände.

Finansdepartementet fortsätter med att säga att när bankerna fick solvensproblem gick de amerikanska myndigheterna in och stöttade vissa företag som bedömdes som systemviktiga genom punktinsatser. Det faktum att vissa systemviktiga företag hade solvensproblem och var nära konkurs gjorde att en osäkerhet spred sig på marknaden om vilket företag som närmast skulle hamna i trubbel. Enligt Finansdepartementet frös hela den finansiella marknaden till när det blev uppenbart att endast systemviktiga företag skulle räddas av myndigheterna. Ingen visste nämligen vilka företag som bedömdes som systemviktiga. Det blev uppenbart för myndigheterna att en bredare ansats krävdes, men då saknades till en början politisk enighet kring vad som behövde göras.¹³¹

Riskhantering

Finansdepartementet hävdar att de finansiella marknaderna har utvecklats under de senaste decennierna. Nya aktörer har tillkommit och de produkter man handlar med har blivit mer komplexa. Tillsammans med den teknologiska utvecklingen har detta gjort att det blivit lättare att sprida sina risker; både för finansiella och icke-finansiella företag. Utvecklingen har dock också fört med sig att det blivit svårare att bedöma och värdera sina risker. Många av de traditionella bankerna har gått från att tillhandahålla finansiering och likviditet till att bli riskhanterare. Det har då blivit svårare att värdera risken hos en sådan bank.¹³² Riskvärderingen av ett företag blir relevant när det gäller att bedöma om det är ett bra företag att göra affärer med. I en förtroendekris är riskvärderingen extremt viktig och om denna är svår att genomföra kommer förtroendet för företaget i varje fall inte att öka.

¹³⁰ Prop. 2008/09:61, s. 19.

¹³¹ Prop. 2008/09:61, s. 19.

¹³² Prop. 2008/09:61, s. 19.

”Krisen” i Sverige

Hur krisen sedan spridit sig till Sverige förklarar Finansdepartementet på följande sätt. I Sverige finns inga banker med solvensproblem. Dock gör de svenska bankerna affärer med utländska banker som i sin tur har gjort affärer med de amerikanska bankerna och till och med kanske har ett innehav av ABS:er och CDO:er. När dessa utländska banker börjar få problem kan osäkerheten öka kring huruvida även den svenska banken kommer att lida förluster som en följd av den utländska bankens förluster. Enligt Finansdepartementet kan räntorna på den svenska finansiella marknaden då öka, trots att ingen på den marknaden är vare sig i dåligt skick eller har gjort några verkliga förluster. När räntorna på interbanklån stiger måste bankerna ta ut högre räntor på alla icke-finansiella låntagare. Detta påverkar den svenska reala ekonomin.¹³³

I mitten av oktober bedömde FI att de svenska storbankerna¹³⁴ hade klarat sig bättre än sina utländska motsvarigheter. Förlusterna var så långt små och utgjorde inget hot mot den finansiella stabiliteten. Bankerna hade under de goda åren som föregick krisen byggt upp ordentliga kapitalbuffertar. Den största risken för de svenska bankerna kommer istället från den stundande lågkonjunkturen och de ökande kreditförlusterna i Baltikum, där de svenska bankerna har stora marknadsandelar. Dock fortsätter FI i sin bedömning med att säga att ”[ä]ven om storbankernas största motpart i form av en utländsk bank skulle fallera och hela exponeringen gå förlorad, klarar bankerna som regel de lagstadgade kraven”.¹³⁵ Man gör även en liknande bedömning när det gäller de mindre bankerna med det tillägget att deras risk ökar när konjunkturen svänger.¹³⁶

Motåtgärdernas effektivitet

De inledande åtgärderna

FI identifierar finansieringsriskerna som det största hotet mot det svenska finansiella systemet. Vidare säger man: ”[m]ed de åtgärder som Riksgälden och Riksbanken vidtagit är de riskerna till stor del hanterade till dess att finansieringsmarknaderna åter börjar fungera normalt”. Man pekar här på att Riksbanken accepterar de värdepapper och säkerställda obligationer som bankerna har i reserv som säkerhet för lån. Den utökade insättningsgarantin ökar också förtroendet för bankerna, eller

¹³³ Prop. 2008/09:61, s. 20.

¹³⁴ Med storbanker avses *Handelsbanken, Nordea, SEB* och *Swedbank* och företag i dessas koncerner.

¹³⁵ Finansinspektionen, *Finanssektorns stabilitet*, 2008-10-15, s. 4-5.

¹³⁶ Finansinspektionen, s. 10.

rättare sagt den minskar risken för att småspararna ska ta ut sina pengar ur bankerna och därmed sätta press på bankernas solvens.¹³⁷ FI ger således åtgärderna som dess myndighetskollegor genomfört ett mycket gott betyg. Det ska dock påpekas att dessa uttalanden gjordes i mitten av oktober och att det efter det genomfördes ytterligare åtgärder, om än i mindre skala.

Det inledande beslutet att lätta på kraven för säkerheter i RIX beskriver Riksbanken som en förebyggande åtgärd. Man tyckte sig då se en påverkan på de svenska finansiella marknaderna från den globala oron. För att öka effektiviteten och underlätta för bankerna att sköta sina betalningar ändrade man då säkerhetskraven. Man ansåg inte att det var någon fara med den finansiella stabiliteten. När Riksbanken sedan inrättade en ny lånefacilitet som gick ut på att lån skulle auktioneras ut var det för att man ansåg att det fanns en risk att brist på långsiktiga lån för svenska banker skulle skada den reala ekonomin. Det var alltså inga akuta problem som föranledde åtgärden, men man kunde se risker med den utveckling som pågick.¹³⁸

Ganska snabbt efter inrättandet av auktionerna ökade man beloppet som auktioneras ut; faktiskt skedde detta redan före den första auktionen hållits. Man höll dock fast vid samma motivering; att inga problem fanns, men att en potentiellt farlig utveckling hade inletts. Den första sänkningen av reporäntan i anknytning till krisen kom 8 oktober och Riksbanken säger följande om den. ”Syftet med räntesänkningen är främst att mildra de realekonomiska konsekvenserna [...] av den finansiella krisen, inte att lösa krisen på de ekonomiska marknaderna. För detta har vi vidtagit andra åtgärder.”¹³⁹

Fortsättningen

Några av dessa andra åtgärder vidtogs samma dag som sänkningen av reporäntan och bestod i ytterligare ändrade säkerhetskrav i RIX och likviditetsstöd till en mindre bank. Stödet till banken Kaupthing Bank Sverige AB var, enligt Riksbanken, nödvändigt eftersom banken är ett dotterbolag till en isländsk bank. Problemen på Island gjorde därför att det svenska dotterbolaget skulle få svårare att låna, vilket i sin tur skulle påverka stabiliteten på den svenska finansiella marknaden negativt.

¹³⁷ Finansinspektionen, s. 5.

¹³⁸ Sveriges riksbank, 2008-12-17. Viktigt att påpeka är att Riksbankens auktioner skiljde från det av Fed inrättade TAF i det att TAF var öppet för alla banker i USA, medan Riksbanken endast auktionerade ut lån till sina vanliga motparter.

¹³⁹ Sveriges riksbank, 2008-12-17.

Kaupthing hade dock en ganska liten marknadsandel i Sverige och bedömdes av Riksbanken som att vara solvent men ha tillfälliga likviditetsproblem.¹⁴⁰

Även i aktionen för Carnegie var det den finansiella stabiliteten som fick Riksbanken att agera.¹⁴¹ Man gjorde också ett försök att öka icke-finansiella företags tillgång till lån genom att öronmärka lån från Riksbanken till bankerna till att gå enbart till företag. Man ville på så sätt mildra de realekonomiska effekterna krisen hade.¹⁴² I början av december kom en kraftig sänkning av reporäntan; i själva verket halverades den nästan. Man ville då minska effekterna av krisen på den reala ekonomin och ansåg att räntesänkningar hade ett generellt sett mindre genomslag nu än tidigare.¹⁴³

Stabilitetspaketet

Det stabilitetspaket som Finansdepartementet införde hade två huvudingredienser. Dels ett garantiprogram som skulle säkerställa den medellånga finansieringen och dels en stabilitetsfond som skulle möjliggöra likviditetsstöd till företag utan att belasta skattebetalarna. Det övergripande målet för paketet var att värna om systemets stabilitet. Finansdepartementet påpekar speciellt att det inte handlar om att rädda de enskilda företagen.¹⁴⁴ Garantiprogrammet förändrades sedan i slutet av januari för att underlätta för företagen att gå med.¹⁴⁵

Önskade förändringar

Förändrat regelverk

Från Riksbankens sida vill man se ett "utvecklat ramverk för att hantera insolventa" banker. Det stabilitetsstärkande paketet låter Riksgälden ta över insolventa företag vars konkurs hotar den finansiella stabiliteten. Paketet låter också staten ge garantier till enskilda banker. Det man från Riksbankens sida vill se är att detta tillåts göras även för banker vars konkurs inte hotar den

¹⁴⁰ Sveriges riksbank, 2008-12-17.

¹⁴¹ Sveriges riksbank, 2008-10-27.

¹⁴² Sveriges riksbank, 2008-10-29.

¹⁴³ Sveriges riksbank, 2008-12-04.

¹⁴⁴ Prop. 2008/09:61, s. 28.

¹⁴⁵ Finansdepartementet, 2009-01-29.

finansiella stabiliteten. På så sätt kommer man att öka förtroendet för hela det finansiella systemet.¹⁴⁶

Även om Riksbanken vill ha ett förändrat regelverk poängterar man att det inte är fler regler som behövs, bara bättre regler. Man ska utgå från de regler som redan finns och förbättra dessa. Att införa en helt ny finansiell världsordning vore att ta i för hårt. Det är då istället bättre att identifiera de marknadsmisslyckanden som förekommit och arbeta för att förhindra att dessa uppkommer igen. Till exempel bör man se över kapitalkraven.¹⁴⁷

Ökad transparens

Riksbanken önskar också se en ökad transparens på bankernas balansräkningar. De komplexa strukturerade produkterna bör utsättas för en ökad genomlysning. Den sista delen där transparensen bör öka är på marknaden för kreditderivat. All denna ökade transparens ska underlätta för aktörerna på en marknad att värdera sina motparter och de produkter som handlas med på marknaden. Det kommer också att bli lättare för myndigheter att utöva tillsyn om informationen ökas som här föreslås.¹⁴⁸

¹⁴⁶ Stefan Ingves, *Penningpolitik och finansiell stabilitet*, 2008-11-13, s. 5.

¹⁴⁷ Lars Nyberg, *Nyberg: Krisen, Riksbanken och penningpolitiken*, 2008-11-28.

¹⁴⁸ Nyberg, 2008-11-28.

Avslutning

I detta kapitel sammanfattas resultatet av undersökningen. Här finns också de slutsatser som undersökningen har lett till. Det är bland slutsatserna som uppsatsens syfte uppfylls; det är alltså där som förutsägelse om framtiden görs. En diskussion angående undersökningens metodik och källor förs också.

Resultatet i sammanfattning

Detta avsnitt är en sammanfattning av samtliga aktörers svar på uppsatsens frågor. Ingen uppdelning görs efter vilken aktör som presenterat vilken åsikt, däremot lyfts åsikter som inte alla är överens om fram och diskuteras särskilt. Det kan vara på sin plats att återigen upprepa uppsatsens frågor. Den första frågan i uppsatsen delades upp i två delfrågor: vilka orsaker som anses vara drivande bakom krisen samt vilken effekt vidtagna motåtgärder har haft. Den andra frågan handlar om vilka förändringar aktörerna vill se i framtiden. Avsnittet delas upp i tre delar; första frågan får två delar, en per delfråga, och den andra frågan får en del.

Krisens orsaker

Till stor del råder enighet bland de undersökta aktörerna angående krisens orsaker. En bubbla på den amerikanska fastighetsmarknaden sprack. Det visade sig då att många lån getts ut baserade på ett antagande om stigande fastighetspriser. Dessa låntagare kunde, när fastighetspriserna slutade stiga, inte längre betala sina lån. Lånen hade även legat som grund för flertalet komplexa finansiella produkter som spritts över hela världen; produkter som nu tappade i värde och orsakade ägarna förluster. Många banker hade som inkomstkälla att paketera om och sälja dessa finansiella produkter, något som inte längre gick att göra. Den förlorade inkomstkällan och förlusterna från de obetalda lånen satte tryck på bankernas kapital. Trycket på bankernas kapital gjorde att många ville låna, men färre ville låna ut. Det blev då dyrare att låna. En hög belåningsgrad hos många banker gjorde att de var sårbara för förluster och det blev ännu svårare för bankerna att låna. Förtroendet på den finansiella marknaden hade minskat. Många banker förlitade sig på kortsiktig inlåning för att finansiera sina långsiktiga tillgångar och när det blev svårt för bankerna att låna blev deras överlevnad osäker. Förtroendet minskade ytterligare. Med det minskade förtroendet ökade bankernas förluster och en kapprustning efter kapital inleddes. Alla banker försökte sälja tillgångar som hade lån i botten; dock ville ingen köpa dessa tillgångar och de fortsatte att belasta bankernas balansräkningar. En process av deleveraging hade inletts och förlusterna fortsatte att öka vilket intensifierade processen vilket ökade förlusterna etc. Om ett företag hamnade i denna onda spiral

åts dess kapitalreserver snabbt upp, även om de hade bedömts som tillräckliga av tillsynsmyndigheten. Genom olika "försäkrings"-avtal spreds problemen från den finansiella sektorn till andra delar av ekonomin. När bankerna fick problem blev de ovilliga att låna ut och detta påverkade den reala ekonomin negativt.

Krisen spred sig över världen via den globaliseringsprocess som skett de senaste åren. Krisen drabbade således även Sverige, även om de svenska bankerna inte hade någon exponering alls mot den amerikanska fastighetsmarknaden. Det var istället det faktum att svenska banker gjorde affärer med utländska banker som i sin tur eventuellt skulle göra förluster som berodde på den spruckna amerikanska fastighetsbubblan. Förtroendet för de svenska bankerna minskade då som en del i ett globalt minskat förtroende. När de svenska bankerna fick svårare att låna påverkade detta deras utlåningsränta vilket påverkade den reala ekonomin.

Ovanstående utveckling är alla överens om. Sedan finns det också delar där de undersökta aktörerna är oense. En sådan är anledningen till att fastighetsbubblan uppstod. Forskarna i uppsatsen lägger skulden på Fed som de anser höll en alldeles för låg räntenivå alldeles för länge. Enligt forskarna blev man på Fed lurade av den låga inflationen och den stabila utvecklingen. Denna berodde dock på ett medvetet agerande från andra länder, inte på den låga räntan. För att skydda sin export till USA höll vissa länder sina valutor undervärderade i förhållande till den amerikanska. Från de amerikanska myndigheterna anser man istället att det var ett kraftigt inflöde av kapital från andra länder som skapade fastighetsbubblan. Det var länder som upplevde kraftig tillväxt och ville bygga upp sina reserver för att klara en eventuell kris som använde USA som förvaringsplats för sitt kapital.

Ett par orsaker förtjänar här att lyftas fram och förtydligas; saker som alla undersökta aktörer lyfter fram som bidragande till krisen. Dessa var saker som byggdes upp under lång tid och utan vilka krisen aldrig hade varit möjlig.

- Den affärsmodell som användes, originate-to-distribute, gav ekonomiska incitament för långivarna att försämma kreditkvaliteten på de lån som gavs ut.
- Komplexa finansiella instrument gjorde att bankerna hade svårt att värdera produkterna de handlade med.
- Bankerna hade en hög belåningsgrad som gjorde dem sårbara för förluster.
- Även privatpersoner hade en högre belåningsgrad vilket gjorde dem sårbara för naturliga svängningar i ekonomin.

- Bankerna misslyckades i sina försök att sprida sina risker, och det uppdagades först efter att krisen brutit ut och det var för sent att göra något åt saken.

Motåtgärdernas effektivitet

En viss oenighet finns mellan forskarna och myndigheterna i USA angående de motåtgärder som vidtagits. Myndigheterna anser att åtgärderna har förhindrat en mycket värre utveckling, även om de inte kunnat vända den negativa utvecklingen. Forskarna å andra sidan anser att alla insatser, utom stimulanspaketen, har varit ganska verkningslösa. Även på ett teoretiskt plan är forskarna kritiska till Feds åtgärder. Bankerna kunde inte lockas till att låna ut kapital eftersom de själva var i extremt behov av detta. Bankerna kunde inte heller låna pengar av Fed eftersom det skulle skada förtroendet, något som de också var i extremt behov av. Angående räddandet av storföretagen har forskare också kritik mot att man minskar marknadsdisciplinen och inför moral hazard. På detta svarar Fed att minskad marknadsdisciplin och moral hazard är pris som är värda att betala om man samtidigt räddar det finansiella systemet från kollaps. Stimulanspaketen ses av forskarna som en bra väg framåt, så länge de utformas på rätt sätt. Denna åsikt delas också av Fed.

De svenska myndigheterna bedömer inte sina egna motåtgärder så mycket, men eftersom krisen aldrig riktigt kom till Sverige var det uppenbarligen någon som gjorde något rätt. Mycket av äran går till bankerna själva som varit väl rustade, men även myndigheterna bör rimligtvis känna sig nöjda med sitt arbete. Skillnaden mellan svenska och amerikanska myndigheters arbete har varit att de svenska arbetat proaktivt medan de amerikanska reaktivt.

Önskade förändringar

Anmärkningsvärt under denna rubrik är att de amerikanska och svenska myndigheterna föreslår nästan exakt samma förändringar. Bägge vill göra marknaden för kreditderivat mer transparent och förändra regelverket för tillsyn. De amerikanska myndigheterna vill dock göra mer omfattande förändringar, medan de svenska endast vill förändra redan befintliga regler och endast om det är kostnadseffektivt att göra detta. De svenska myndigheterna vill också skärpa kapitalkraven på bankerna, vilket är något förvånande eftersom bankerna klarade sig bra genom krisen. Ännu mer förvånande är att de amerikanska myndigheterna inte vill skärpa kapitalkraven. Det faktum att myndigheterna inte kommer med så många och långtgående förslag bör tolkas som ett resultat av att de just är myndigheter. En myndighet måste vara försiktig med sina uttalanden eftersom de lätt kan tolkas som löften eller planerade förändringar, även om man bara ger uttryck för en tanke.

Forskarna däremot är desto gladare i att föreslå förändringar. Även de vill se ett förändrat regelverk för tillsyn, som i sin tur ska leda till att bankerna ändrar sin affärsmodell bort från originate-to-

distribute med sina skadliga incitament. Det nya tillsynssystemet bör vara mer flexibelt för att kunna klara av den ständiga utvecklingen på marknaderna. Skärpta krav på både kapital och reserver är också beståndsdelar i det nya systemet. Man vill även förändra marknaden för rating genom att öppna upp den för konkurrens. Detta förefaller dock för mig som att vara en riskabel åtgärd eftersom marknaden för rating uppvisar tecken på att vara ett naturligt monopol. Det kan dessutom vara riskabelt att ha för många ratingföretag eftersom man då kan välja att gå till det företag som erbjuder högst rating och på så sätt kommer värdet av en hög rating att urholkas. Den sista åtgärden forskarna föreslår är att en mekanism inrättas som ska garantera att anslutna banker som går i konkurs ändå ska kunna fullgöra sina betalningar. Detta är tänkt att mildra de realekonomiska konsekvenserna av en framtida kris, inte att förhindra krisen i sig.

Slutsatser

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur den gångna fastighetskrisen kommer att påverka framtidens ekonomiska system. I detta avsnitt presenteras mina tankar om hur detta kommer att ske, baserade på resultatet av undersökningen. Jag drar alltså slutsatser **utifrån** aktörernas slutsatser, inte **om** dessa. Avsnittet delas upp i två delar: de förändringar som är att vänta och de lärdomar som är värda att ta med sig. Den kanske viktigaste delen av krisens påverkan är den ökade erfarenheten hos alla aktörerna. Denna kan inte alltid institutionaliseras och presenteras därför för sig.

Förändringar

Det enklaste sättet att svara på frågan om vad som kommer att förändras när det ekonomiska systemet ska byggas om är att direkt ta myndigheternas önskemål om förändringar och referera dessa. I så fall kan vi förvänta oss förändrade regler kring, och möjligheter för, tillsyn och dessutom skärpta kapitalkrav på bankerna. En del i de ändrade reglerna för tillsyn bör också vara en ny definition på vad som utgör en bank. Detta får betydelse för vilka företag som myndigheterna får utöva tillsyn på. Det troliga är att den nya definitionen på bank ligger nära den som används i denna uppsats. I källmaterialet, framför allt det som är från centralbanker och myndigheter, används nämligen redan denna "nya" definition.

Tanken bakom de skärpta kapitalkraven är att banker inte ska få så hög belåningsgrad att de inte klarar av några direkta förluster. Detta är en bra väg att vandra, förutsatt att man räknar belåningsgraden på **hela** bankens tillgångar. I den gångna krisen hade många banker företag som de sponsrade som inte syntes på deras balansräkning och därmed inte heller ingick i beräkningen av belåningsgraden. Detta måste ändras så att den belåningsgrad som framgår av balansräkningen verkligen är den som gäller företaget. Även om det kan tyckas vara en teknikalitet blir korrekt

information viktig när det gäller att förhindra plötsliga fall i förtroendet för en bank. Det finansiella systemet blir då stabilare och därmed minskar risken för en frysning på marknaderna.

Nya motåtgärder

Det är även troligt att vi kommer få se förändringar i de motåtgärder som är tillgängliga för centralbanken. Även om Fed anser att deras åtgärder gjort nytta säger de samtidigt att effekten inte blev så stor som man trott. Detta antyder alltså att kraftfullare motåtgärder kommer att skapas. Med tanke på att centralbankerna under denna kris i stort sett satt ett likhetstecken mellan likviditet och förtroende är det troligt att det kommer att röra sig om åtgärder för att tillföra likviditet i första hand.

I Sverige hjälpte likviditetsförsörjning till att undvika en fullskalig kris, men i USA misslyckades liknande åtgärder. Det blir således viktigt att de utförs i rätt tid om man beslutar sig för att göra dem till en permanent del av centralbankens arsenal.

Viktiga lärdomar

Även om jag inte avser att skuldbelägga någon enskild för krisen är det ändå viktigt att utreda vem som hade vilket ansvar. Detta eftersom en tydlig ansvarsfördelning bidrar till ett bättre agerande i nästa krissituation. Det ger även aktörerna på marknaden mer myndighet att agera om alla vet exakt vad de är ansvariga för. Resonemanget är speciellt tillämpligt på tillsynsmyndigheterna. Jag tänkte därför inleda avsnittet med en genomgång av hela kedjan för att se hur aktörerna skötte sina ansvarsområden.

Vi börjar från början med de låntagare som inte kunde betala sina mortgages; det var där som alla problem uppstod. Viktigt är dock att påpeka att det inte på något sätt är deras fel, de agerade precis som de borde ha gjort. De såg en möjlighet att få något de ville ha och tog helt enkelt chansen och de gjorde det på ett helt lagenligt och etiskt korrekt sätt. En enskild låntagare är på intet sätt ansvarig för systemets väl och ve, och bör så inte vara heller. Så till långivarna som godkände lån till människor som inte borde ha fått lån. Detta var uppenbart felaktigt; fast det är svårt att skylla på långivarna också, eftersom de bara följde de ekonomiska incitament som fanns. Ett företags ansvar är att tjäna pengar och det var det som långivarna gjorde. Kedjan leder då vidare till större företag som köpte på sig strukturerade produkter. Det var dessa företag som handlade med produkter de inte visste vad det var. De skötte sina affärer på ett dåligt sätt och har fått betala dyrt för detta genom de förluster som lidits. Dessa företag ursäktas dock genom att de litade på vad andra företag, ratingföretagen, sade om kvalitén på produkterna. De amerikanska ratingföretagen är väldigt anrika och har (hade) ett väldigt gott rykte för att göra kloka bedömningar. Det går således inte heller att

skuldbelägga de stora bankerna fullt ut. Detta för oss vidare till ratingföretagen. Precis som andra företag är deras ansvar att tjäna pengar, vilket de gjorde. Precis som de stora bankerna har ratingföretagen nu fått lida för de dåliga produkterna de producerade. Därmed är det svårt att säga att ratingföretagen inte skötte sitt ansvar. Det kan knappast vara rimligt att från myndighetshåll straffa företag som producerar dåliga produkter, det borde marknaden själv göra. Myndigheterna får kliva in när brott mot lagen begås, men inte annars.

Vi stöter nu på ett problem: det finns ingen som inte skött sitt ansvarsområde. Det finns inte heller någon som brutit mot lagen. Detta innebär att det är myndigheten som inte skött sitt ansvar. Myndigheternas ansvar är nämligen att skapa möjligheter för stabil ekonomisk utveckling. Det var alltså myndigheternas ansvar att identifiera den skadliga utvecklingen och stoppa den. Myndigheterna är de som ska se till helhetsbilden, inte de enskilda företagen. Det kan dock vara svårt för en politiker att säga att man måste minska sin ekonomiska tillväxt; den politikern lär inte bli omvald. Därför blir det extra viktigt att en politisk oberoende centralbank har möjligheten och modet att ta det beslutet. Annars blir det helt onödigt med en sådan. I mitt tycke är det alltså centralbankerna som mest har misskött sitt ansvar.

Centralbankens agerande

Därmed blir det lämpligt att närmare gå in i detalj på vilka lärdomar centralbankerna troligen kommer att ta med sig. Ett tankeexperiment kan förtydliga. Om vi tänker oss en rationell amerikansk bankir i augusti 2007, bör han ha resonerat enligt följande. En centralbank agerar inte utan anledning; för att de ska göra något måste de uppfatta att ett fel finns. När de dessutom börjar agera på nyskapande sätt och därtill närmar sig gränsen för vad de är tillåtna att göra måste något vara allvarligt fel. Bankiren, som redan var orolig för de andra bankernas solvens, måste ha blivit ännu mer orolig av att Fed skapade möjligheter för bankerna att ta nödlån. Detta måste innebära att flera banker än hans är i verkligt allvarliga problem. Bankiren bör därmed ha blivit försäkrad om att han hade rätt i sina ursprungliga farhågor. Tidigare **visste** bankiren att hans egna tillgångar var dåliga och han **misstänkte** att andra bankers tillgångar var lika dåliga. Efter Feds aktioner **visste** han att andra banker också hade lika värdelösa tillgångar. Som dessutom har visats var Feds åtgärder även i teorin inte effektiva vilket gör det ännu dummare att införa dem.

Läxan vi tar från detta resonemang är att man ska vara försiktig i en krissituation så att man inte genomför åtgärder som inte har någon effekt, eftersom det faktum att man agerar påverkar hur marknadens aktörer uppfattar verkligheten.

Om vi nu tittar på tidpunkten för centralbankernas aktioner. Feds aktioner kom hela tiden som svar på utvecklingar på marknaden. Riksbanken däremot agerade för att förhindra nästa steg i utvecklingen. Feds agerande var **reaktivt** medan Riksbankens var **proaktivt**. Ett reaktivt agerande tyder på att man inte har kontroll på situationen. Detta ökar osäkerheten. Ett proaktivt agerande tyder istället på att det är man själv som har initiativet vilket minskar osäkerheten.

Nästa steg är hur centralbanken kommunicerar de åtgärder som man genomför. De signaler centralbanken bör skicka ut vid en förtroendekris är trygghet och stabilitet. Detta gjorde Riksbanken, men Fed gjorde det inte. Tonen i de amerikanska myndigheternas uttalanden ger en känsla av godtycklighet och bristande kontroll på situationen. Till exempel upprepar Riksbanken gång på gång att de har kontroll och att inga allvarliga problem finns. Dock säger Riksbanken samtidigt att det kan uppstå allvarliga problem om de inte agerar. Detta minskar osäkerheten. Två citat får exemplifiera.

Fed sade i anslutning till Lehman Brothers konkurs och AIG:s problem:

In the case of Lehman Brothers, a major investment bank, the Federal Reserve and the Treasury declined to commit public funds to support the institution. The failure of Lehman posed risks. But the troubles at Lehman had been well known for some time, and investors clearly recognized [...] that the failure of the firm was a significant possibility. Thus, we judged that investors and counterparties had had time to take precautionary measures.

While perhaps manageable in itself, Lehman's default was combined with the unexpectedly rapid collapse of AIG, which contributed to the development last week of extraordinarily turbulent conditions in global financial markets.¹⁴⁹

Vad man säger är att man struntade i att hjälpa Lehman, trots att man sett problemen komma. Även om man inte måste hjälpa företag i kris kunde myndigheterna i varje fall ha underlättat för marknaden att klara konkursen. Vidare erkänner man att man inte hade kontroll på AIG:s problem. Detta är två typexempel på signaler som en centralbank inte ska skicka ut i en förtroendekris.

Riksbanken sade följande angående sitt likviditetsstöd:

Riksbanken har under hösten även lämnat särskilt likviditetsstöd till Kaupthing Bank Sverige AB och Carnegie Investment Bank AB. Likviditetsstödet erbjöds i form av lån mot säkerhet och med en högre ränta än vid normal utlåning. Det oroliga marknadsläget och den stora osäkerheten motiverade likviditetsstödet för att säkerställa den finansiella stabiliteten, även om dessa institut var relativt små aktörer på den svenska finansmarknaden. Förtroendet för det svenska finansiella systemet skulle ha kunnat skadats allvarligt om ett fallissemang liknande det i Lehman Brothers tillåtit ske. Riksbanken bedömde att de två bankerna hade tillfälliga likviditetsproblem men att deras solvens inte var hotad.

¹⁴⁹ Ben S. Bernanke, *Economic outlook*, 2008-09-24.

Finansinspektionen drog senare in Carnegies tillstånd att bedriva bankverksamhet på grund av allvarliga brister i bolagets riskhantering samt lagbrott kopplat till fondförvaltningen. Återkallandet av tillståndet hade alltså inget med Carnegies likviditetsproblem eller Riksbankens lån att göra.¹⁵⁰

Här ser vi att Riksbanken tydligt pekar på att aktörerna som räddades var små och solventa. Man förminskar sedan att Carnegie tagits över av myndigheterna och säger att det beror på andra faktorer som är orelaterade till krisen. Den nyfikne undrar kanske om inte brister i riskhanteringen egentligen har väldigt mycket med krisen att göra. Poängen är i varje fall att Riksbankens uttalande har en helt annan pondus och självklar säkerhet än Feds. Skillnader som denna påverkade också osäkerheten på de finansiella marknaderna.

Om vi nu ska lista de viktiga lärdomar centralbankerna troligen kommer att dra blir det dessa:

- Våga agera, även om det är impopulärt
- Underbygg effektiviteten av åtgärden teoretiskt innan den genomförs och tänk på att marknadens aktörer tolkar åtgärden och ändrar sitt beteende beroende på den tolkningen
- Agera proaktivt
- Sänd ut signaler som visar att man har kontroll på situationen, ända tills det är uppenbart för alla att man inte har det

Förstatliga ratingbolagen?

Jag tänkte nu lyfta fram en möjlig förändring av de finansiella marknaderna till diskussion. Förändringen är att ratingbolagen förstatligas och placeras i centralbankens regi. Som visats i denna kris har centralbanken tagit på sig ett ansvar för att rädda bankerna. Med ett statligt ratingföretag skulle istället centralbanken få ett uttryckligt ansvar att rädda företag som litat på ratingen. Andra företag kan man med gott samvete låta gå under. Skattebetalarna skulle då också få ett inflytande över finansmarknaden som mer motsvarar deras ansvar. Det har nämligen visat sig att det är skattebetalarna som till syvende og sidst får stå för risken när banker gör dåliga affärer i syfte att tjäna kortsiktiga pengar. De förtjänar därför inflytande över dessa affärer. Om vi tittar tillbaka på de orsaker som identifierats i uppsatsen som drivande bakom krisen¹⁵¹ kan vi konstatera att fyra av fem

¹⁵⁰ Nyberg, 2008-11-28.

¹⁵¹ Se ovan, s. 54-55.

av dessa åtgärdas genom ett sådant förstatligande. Den första orsaken var att affärsmodellen originate-to-distribute gjorde att incitament fanns för att ge ut lån till människor med låg kreditvärdighet. Som diskuterats ovan var ratingföretagen jäviga när de gjorde sina värderingar. Med statliga ratingföretag skulle inget vinstintresse längre finnas och därmed skulle strukturerade produkter som byggde på dåliga lån också få en dålig rating. Incitamenten för att försämra kvalitén på utgivna lån skulle således försvinna.

Nästa orsak var att bankerna inte kunde värdera produkterna de handlade med. Ett förstatligande av ratingföretagen skulle innebära att bankerna fortsatt inte skulle behöva värdera sina produkter, men att de ändå skulle få tillgång till tillförlitlig värdering och sålunda skulle transaktionskostnaderna på marknaden kunna hållas fortsatt låga.

Orsak tre och fyra handlade om den höga belåningsgraden. Eftersom lån med dålig kreditvärdighet skulle ges ut i mindre utsträckning om ratingföretagen förstatligades skulle vi få färre låntagare med en hög belåningsgrad. Inte nog med att ratingföretagen värderade finansiella produkter, de värderade också företag. Ett statligt ratingbolag skulle därmed sätta betyg på bankerna också och banker med en hög belåningsgrad skulle få ett sämre betyg. Detta skulle skapa incitament för bankerna att hålla en långsiktigt hållbar belåningsgrad.

Det finns naturligtvis nackdelar med att förstatliga ratingföretagen också. Den främsta är att effektiviteten på marknaden försämras vilket innebär att tillväxten i ekonomin hämmas. Detta kan motverkas genom att ett internationellt samordningsorgan inrättas, kanske i IMF:s regi. Det internationella organets funktion blir att se till så att en rating som sätts i ett land har samma betydelse över hela världen. Detta blir betydligt enklare att göra om det endast finns ett ratingföretag eller en ratingnorm per land. Således kan effektivitetsvinster göras på den internationella marknaden och dessa kan då uppväga den effektivitet som går förlorad på den nationella marknaden.

Den andra nackdelen är mer av en principiell natur. Ett statligt ratingföretag kommer få extremt stor makt. Det kommer i stort sett att bestämma vilka företag som ska leva och vilka som ska gå under. Frågan är då om det verkligen går att lägga sådan makt hos ett företag. Mitt svar är att det i princip är dåligt, men i den här situationen är det ändå nödvändigt. I dagens system har ratingföretagen ändå denna makt och jag ser hellre att någon med sådan makt inte drivs av egenintresse. Hellre då att det är någon som är en del av staten än att det är en eller ett fåtal privata direktörer som inte kan ställas till svars för sina handlingar på samma sätt som myndighetsutövare kan.

Ett alternativ vore att släppa ratingmarknaden fri, men detta tror jag bara skulle leda till att det går inflation i hög rating. Jävsituationen skulle nämligen inte lösas och ratingföretagen skulle fortfarande behöva få in pengar. Ett företag som sätter låg rating kommer då att förlora kunder. Det var detta som hände i upptakten till denna kris och det kommer att hända igen om inte ratingföretagen görs oberoende av betalningar från kunderna.

Ytterligare ett alternativ vore att istället för som nu när säljaren av en strukturerad produkt betalar för ratingen låta köparen betala för ratingen. Detta skulle medföra till stor del samma fördelar som ett förstatligande och dessutom vara mycket lättare att genomföra. Knäckfrågan blir, som jag ser det, att väldigt mycket makt hamnar hos väldigt få personer. Har man inga problem med det är det bättre att låta köparen betala för ratingen, annars är ett förstatligande att föredra.

Diskussion

Det går alltid att diskutera hur en undersökning har genomförts, vilka källor som valts, hur tolkningar har gjorts etc. Problemet med en uppsats av det här slaget är att tiden sätter gränser. Den största inverkan tidsbristen hade på denna undersökning var att den globala aspekten av krisen fick uteslutas. Detta är en nackdel eftersom det är den första verkligt globala finanskrisen vi har upplevt. Å andra sidan tillåts jag, eftersom jag fokuserar lite smalare, att både göra en översikt och gå in i detalj på vissa speciellt intressanta områden.

Många av källorna kommer från företrädare för myndigheter och politiker. Politikens uttalanden kan, och blir, ofta avfärdade som retorik för att vinna väljarnas sympatier. En viktig fråga för uppsatsens legitimitet blir då hur mycket vikt som egentligen kan läggas vid sådana uttalanden. Mitt svar är: mycket. Det är fortfarande politikerna som fattar besluten och de kan inte lova för mycket som de sedan inte håller. På ett sätt blir politiker bundna av sin egen retorik genom att väljarna förväntar sig att politikerna tänker genomföra det de lovat. Om en politiker inte lever upp till väljarnas förväntningar tappar han röster i nästa val. Därmed kan man fästa mycket vikt vid olika uttalanden som görs, även om de genomsyras av retoriska knep. Detsamma gäller för myndighetspersoner som riskerar att drabbas av opinionsbildning som tvingar fram deras avgång.

Vad har då denna uppsats tillfört forskningen? Jag har sammanställt information från tre olika typer av källor (myndigheter i USA och Sverige samt forskare) och ställt dessa mot varandra och därefter gjort en analys. Jag har dessutom hämtat information från två olika länder (USA och Sverige) som har drabbats väldigt olika av krisen. I de källor jag har undersökt har just sammanställandet och jämförandet lyst med sin frånvaro. Denna uppsats kan således användas som en introduktion till vad som har hänt och som en språngbräda för vidare forskning. Jag har dessutom identifierat vissa

orsaker till krisen och lyft fram viktiga potentiella förändringar i centralbankernas sätt att arbeta. Dessa kan sedan undersökas mer i detalj och diskuteras vidare.

Vidare forskning kan fokusera på ett flertal områden, men kanske framför allt den globala aspekten av krisen. I synnerhet då hur u-länderna bidrog till krisen, men också hur de nu drabbas av den. Ytterligare ett intressant område som är möjligt att forska på är u-ländernas roll i världsekonomin återhämtning.

Käll- och litteratur-förteckning

Acemoglu, Daron, "The crisis of 2008: structural lessons for and from economics", *CEPR Policy Insight*, nummer 28, januari 2009, <http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight28.pdf>, hämtad 2009-02-03

Bernanke, Ben S., *Economic outlook*, tal hållet 2008-09-24, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20080924a.htm>, hämtad 2009-02-09

Bernanke, Ben S., *Economic outlook and financial markets*, tal hållet 2008-10-20, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20081020a.htm>, hämtad 2009-02-09

Bernanke, Ben S., *Federal Reserve Policies in the Financial Crisis*, tal hållet 2008-12-01, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081201a.htm>, hämtad 2009-02-09

Bernanke, Ben S., *Financial Markets, the Economic Outlook, and Monetary Policy*, tal hållet 2008-01-10, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080110a.htm>, hämtad 2009-02-09

Bernanke, Ben S., *Reducing Preventable Mortgage Foreclosures*, tal hållet 2008-03-04, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080304a.htm>, hämtad 2009-02-09

Bernanke, Ben S., *The Crisis and the Policy Response*, tal hållet 2009-01-13, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>, hämtad 2009-02-09

Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Federal Reserve System – Purposes and Functions*, publicerad i juni 2005, www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_1.pdf, hämtad 2009-03-14

Case, Karl, "The Central Role of House Prices in the Financial Crisis: How Will the Market Clear?", *Brookings Papers on Economic Activity*, hösten 2008, http://www.brookings.edu/economics/bpea/bpea_conferencepapers_fall2008.aspx, hämtad 2009-02-10

Cecchetti, Stephen G., "Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008", *CEPR Policy Insight*, nummer 21, april 2008, <http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight21.pdf>, hämtad 2009-02-03

Department of Housing and Urban Development, *Urban Policy Brief Number 2*, publicerad i augusti 1995, <http://www.huduser.org/publications/txt/hdbrf2.txt>, hämtad 2009-04-09

Economic Report of the President, publicerad i januari 2009, http://www.gpoaccess.gov/eop/2009/2009_erp.pdf, hämtad 2009-02-09

Felton, Andrew & Reinhart, Carmen (red.), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, publicerad i juni 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, hämtad 2009-02-01

Finansdepartementet, *Regeringen beslutar om vissa justeringar i garantiprogrammet*, pressmeddelande 2009-01-29, <http://www.regeringen.se/sb/d/119/a/119562>, hämtad 2009-02-09

Finansdepartementet, *Regeringen vidtar åtgärder för att stärka den finansiella stabiliteten*, pressmeddelande 2008-10-29, <http://www.regeringen.se/sb/d/119/a/114438>, hämtad 2009-02-09

Finansinspektionen, *Finanssektorns stabilitet*, publicerad 2008-10-15, http://www.fi.se/Templates/Page____10814.aspx, hämtad 2009-02-09

Ingves, Stefan, *Penningpolitik och finansiell stabilitet*, tal hållet 2008-11-13, <http://www.riksbank.se/pagefolders/37600/081113.pdf>, hämtad 2009-02-09

International Monetary Fund, "Financial Stress and Deleveraging – Macrofinancial Implications and Policy", *Global Financial Stability Report*, publicerad i oktober 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/index.htm>, hämtad 2009-02-06

Kohn, Donald L., *Money Markets and Financial Stability*, tal hållet 2008-05-29, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20080529a.htm>, hämtad 2009-02-09

Kohn, Donald L., *The Changing Business of Banking: Implications for Financial Stability and Lessons from Recent Market Turmoil*, tal hållet 2008-04-17, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20080417a.htm>, hämtad 2009-02-09

Kohn, Donald L., *Troubled Asset Relief Program*, tal hållet 2009-01-13, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/kohn20090113a.htm>, hämtad 2009-02-09

Leijonhufvud, Axel, "Two systemic problems", *CEPR Policy Insight*, nummer 29, januari 2009, <http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight29.pdf>, hämtad 2009-02-03

Mishkin, Frederic S., *On "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Meltdown"*, tal hållet 2008-02-29, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080229a.htm>, hämtad 2009-02-09

Mishkin, Frederic S., *The Federal Reserve's Tools for Responding to Financial Disruptions*, tal hållet 2008-02-15, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080215a.htm>, hämtad 2009-02-09

Nyberg, Lars, *Nyberg: Krisen, Riksbanken och penningpolitiken*, tal hållet 2008-11-28, <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=29787>, hämtad 2009-02-09

Persaud, Avinash, "The inappropriateness of financial regulation", i Felton & Reinhart (red.), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, publicerad i juni 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, hämtad 2009-02-01

Portes, Richard, "Ratings agency reform", i Felton & Reinhart (red.), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, publicerad i juni 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, hämtad 2009-02-01

Prop. 2008/09:61, *Stabilitetsstärkande åtgärder för det svenska finansiella systemet*, <http://www.regeringen.se/content/1/c6/11/41/22/c32d75e2.pdf>, hämtad 2009-02-09

Spaventa, Luigi, "Avoiding Disorderly Deleveraging", *CEPR Policy Insight*, nummer 22, maj 2008, <http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight22.pdf>, hämtad 2009-02-03

Sveriges riksbank, *Betalningssystemet – RIX*, publicerad 2009-02-06, <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=26466>, hämtad 2009-03-23

Sveriges riksbank, *Centralbanker tillkännager swapfaciliteter med den amerikanska centralbanken Federal Reserve*, pressmeddelande 2008-09-24, <http://www.riksbank.se/pagefolders/36717/nr35.pdf>, hämtad 2009-02-09

Sveriges riksbank, *Frågor och svar kring den finansiella oron – uppdaterad den 17 december 2008*, publicerad 2008-12-17, <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=29043>, hämtad 2009-02-09

Sveriges riksbank, *Likviditetsstöd till Carnegie Investment Bank*, pressmeddelande 2008-20-27, <http://www.riksbank.se/pagefolders/37314/nr52.pdf>, hämtad 2009-02-09

Sveriges riksbank, *Reporäntan sänks till 2 procent*, pressmeddelande 2008-12-04, <http://www.riksbank.se/pagefolders/37994/nr67.pdf>, hämtad 2009-02-09

Sveriges riksbank, *Reporäntan sänks till 3,75 procent*, pressmeddelande 2008-10-23, <http://www.riksbank.se/pagefolders/37227/nr49.pdf>, hämtad 2009-02-09

Sveriges riksbank, *Reporäntan sänks till 4,25 procent*, pressmeddelande 2008-10-08a, <http://www.riksbank.se/pagefolders/37012/nr44.pdf>, hämtad 2009-02-09

Sveriges riksbank, *Riksbanken ger likviditetsstöd till Kaupthing Bank Sverige AB*, pressmeddelande 2008-10-08b, <http://www.riksbank.se/pagefolders/37000/nr43.pdf>, hämtad 2009-02-09

Sveriges riksbank, *Riksbanken underlättar företagens finansiering*, pressmeddelande 2008-10-29, <http://www.riksbank.se/pagefolders/37387/nr54.pdf>, hämtad 2009-02-09

Sveriges riksbank, *Ändrade säkerhetskrav för krediter i RIX*, pressmeddelande 2008-09-22, <http://www.riksbank.se/pagefolders/36685/nr34.pdf>, hämtad 2009-02-09

Sveriges riksbank, *Ändrade säkerhetskrav för krediter i RIX*, pressmeddelande 2008-10-08c, <http://www.riksbank.se/pagefolders/36996/nr42.pdf>, hämtad 2009-02-09

Sveriges riksbank, *Ökade lån och längre löptid*, pressmeddelande 2008-10-06, <http://www.riksbank.se/pagefolders/36955/nr41.pdf>, hämtad 2009-02-09

Suarez, Javier, "The need for an Emergency Bank Debt Insurance Mechanism", *CEPR Policy Insight*, nummer 19, mars 2008, <http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight19.pdf>, hämtad 2009-02-03

The Brookings Institution, *Brookings Research*, publicerad 2003-06-25, www.brookings.edu/about/Research.aspx, hämtad 2009-03-14

United States Department of the Treasury, *Duties & Functions of the U.S. Department of the Treasury*, publicerad 2008-10-23, www.ustreas.gov/education/duties, hämtad 2009-03-14

Vives, Xavier, "Bagehot, central banking and the financial crisis" i Felton & Reinhart (red.), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, publicerad i juni 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, hämtad 2009-02-01

Bilagor

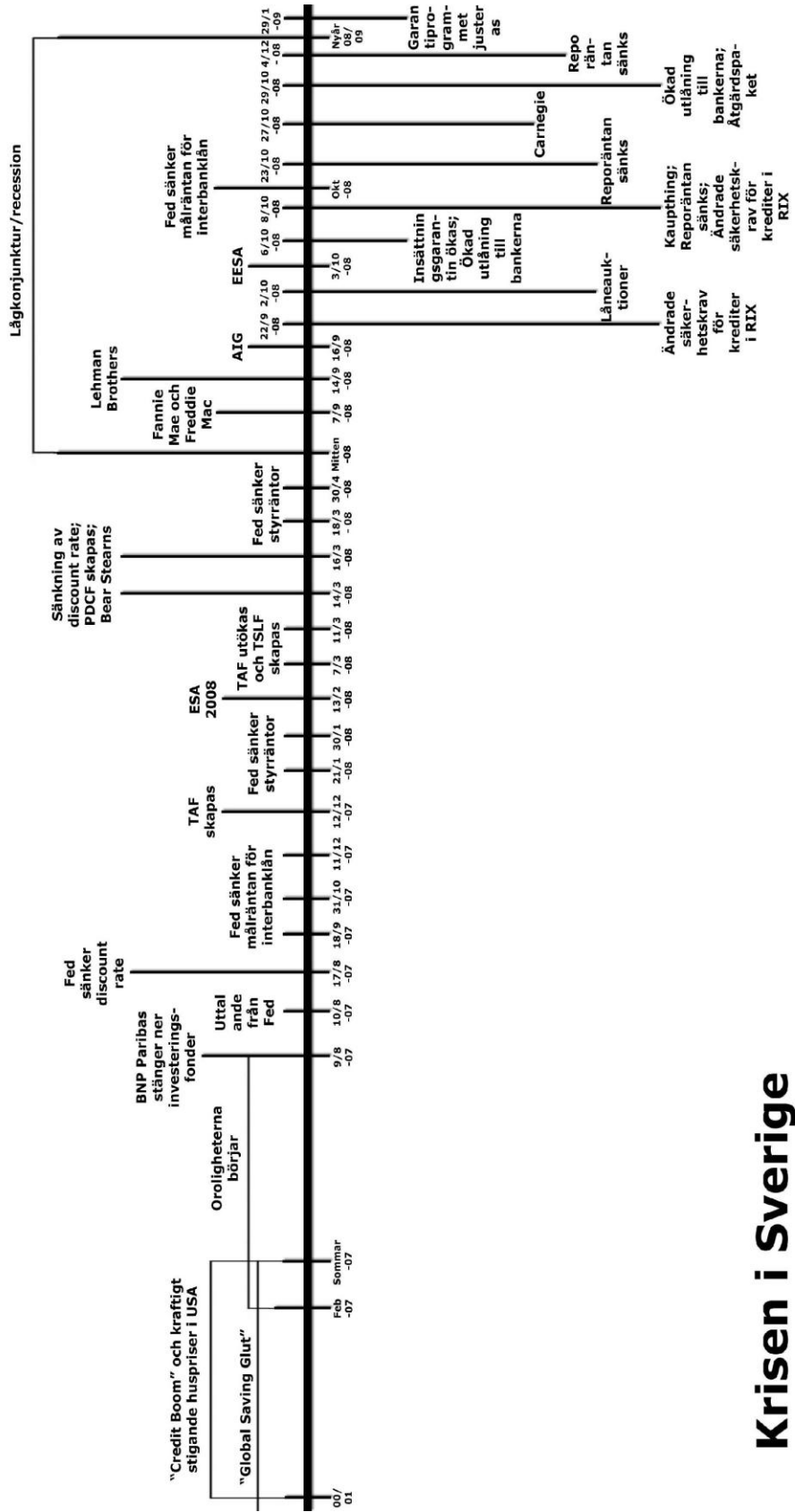
Bilaga 1, Ordlista

ABS	Asset-backed security
Adjustable-rate mortgage	Mortgage vars ränta ökar efter en förutbestämd tid
ARM	Adjustable-rate mortgage
Asset-backed security	Värdepapper med finansiella tillgångar, t.ex. lån som säkerhet
CDO	Collateral debt obligation
CDS	Credit default swap
Centre for Economic Policy Research	Politiskt neutralt nätverk av forskare
CEPR	Centre for Economic Policy Research
Collateral debt obligation	Värdepapper med ABS:er som säkerhet
Credit default swap	Värdepapper vars värde bestäms av ett annat värdepapper. Ett sorts försäkringsavtal ifall en finansiell tillgång inte genererar de inkomster den ska
Department of the Treasury	Amerikanska finansdepartementet
EBDIM	Emergency Bank Debt Insurance Mechanism
Economic Stimulus Act of 2008	Stimulanspaket omfattande 150 miljarder US-dollar
EESA	Emergency Economic Stabilization Act
Emergency Economic Stabilization Act	Stimulanspaket omfattande 700 miljarder US-dollar
ESA	Economic Stimulus Act of 2008
Fed	Federal Reserve
Federal Reserve	Amerikanska centralbanken
FI	Finansinspektionen

Interbankränta	Den ränta bankerna använder när de lånar inbördes
MBS	Mortgage-backed security
Mortgage-backed security	Variant av ABS med enbart mortgages som säkerhet
Mortgage	Lån med pantbrev som säkerhet
Originate-to-distribute	Affärsmodell där företag gav ut lån med avsikt att paketera om dem och sälja dem vidare
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
Primary Dealers	Feds penningpolitiska motparter
Primary Dealer Credit Facility	Instrument för Fed att låna ut till primary dealers
Strukturerade produkter	Samlingsnamn för ABS:er och CDO:er
Subprime-lån	Lån till person som inte bedöms som kreditvärdig
Swap line	Avtal om att centralbanker ska låna till varandra
TAF	Term Auction Facility
TARP	Troubled Asset Relief Program
Term Auction Facility	Instrument för Fed att låna till primary dealers via auktioner
Term Securities Lending Facility	Instrument för Fed att köpa upp värdepapper baserade på mortgages
Troubled Asset Relief Program	Instrument för Dept. of the Treasury att köpa upp tillgångar som inte kunde säljas på marknaden
TSLF	Term Securities Lending Facility

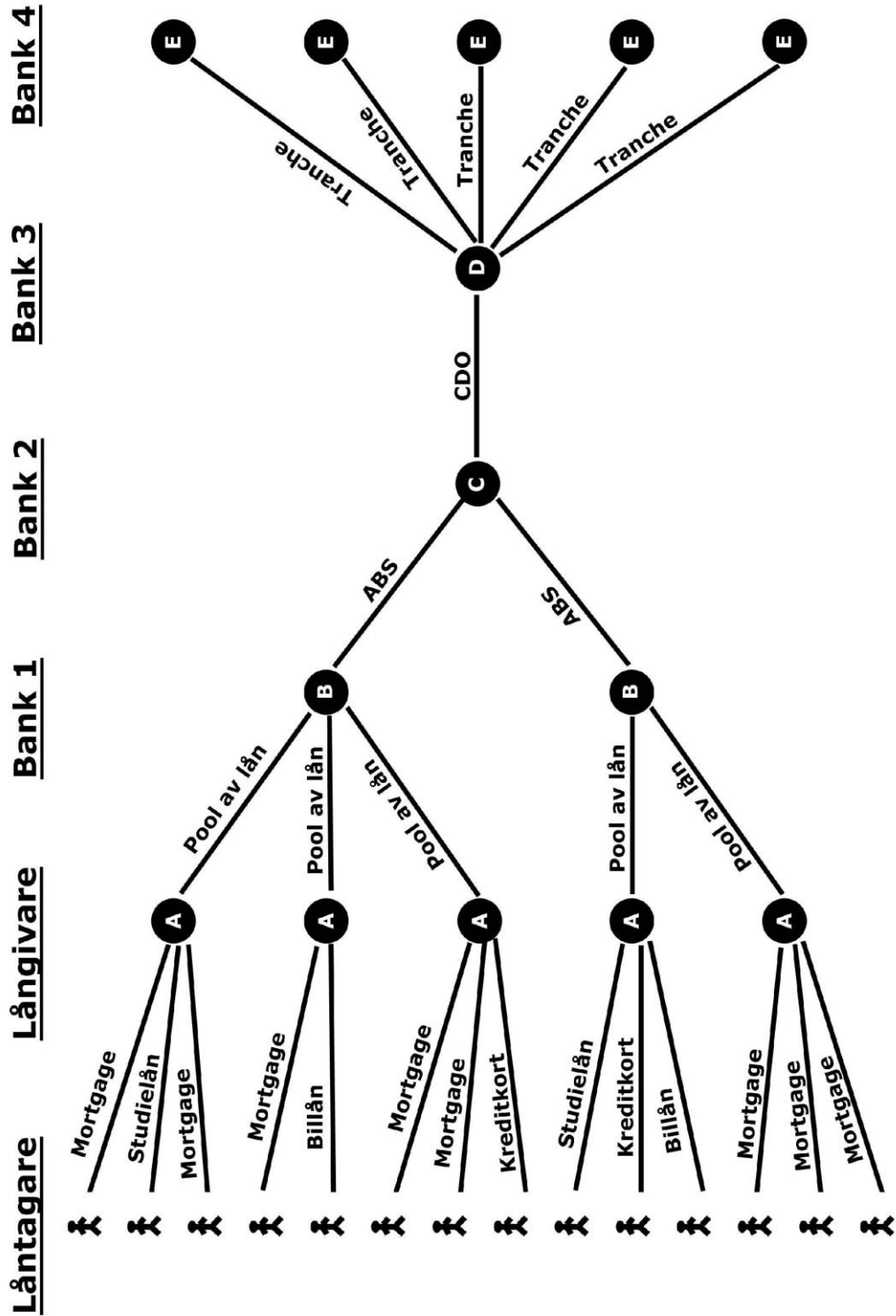
Bilaga 2, Tidslinje

Krisen i USA



Bilaga 3, Originate-to-distribute

Originate-to-distribute



Bilaga 4, Personer som har refererats i uppsatsen

Daron Acemoglu	Professor of Applied Economics vid MIT
Ben S. Bernanke	Ordförande för Federal Reserve
Stephen G. Cecchetti	Professor of Global Finance vid Brandeis universitet och före detta konsult åt flera centralbanker
Donald L. Kohn	Vice ordförande i Federal Reserve
Axel Leijonhufvud	Professor of Monetary Theory and Policy vid universitetet i Trento
Frederic S. Mishkin	Styrelsemedlem i Federal Reserve
Avinash Persaud	Governor and Member of the Council vid London School of Economics och gästforskare vid universitetet i Cambridge, England
Richard Portes	Professor of Economics vid London Business School
Luigi Spaventa	Professor of Economics vid universitet i Rom och före detta gästforskare vid IMF
Javier Suarez	Professor of Finance vid CEMFI i Madrid och forskare vid London School of Economics
Xavier Vives	Forskare vid IESE i Barcelona