

# Lärdomar av finanskrisen

*En viktig uppgift för makroekonomiskt orienterad finansiell analys är att klargöra hur normala finansiella regimer övergår till finansiella krisregimer och hur effekterna sprids till den reala ekonomin. Därvid är teorin om effektiva finansiella marknader och sk ny klassisk makroteori av ringa värde. Ökade krav på finansiell stabilitet betyder dessutom att penningpolitiken får tre målvariabler i stället för två: inflation, kapacitetsutnyttjande och finansiell stabilitet. Men det betyder också att centralbanken behöver få tillgång till nya medel med relativt stor effekt på aggregerad kreditvolym och tillgångspriser. Tänkbara exempel är likviditetskvoter och högsta tillåtna belåningsgrad för vissa tillgångar, såsom fast egendom och aktier.*

Jag kommer att diskutera två slags lärdomar av den senaste internationella finanskrisen. Den ena gäller ekonomisk analys, den andra ekonomisk politik.

## 1. Ekonomisk analys

En vanlig, och rimlig, slutsats bland akademiska ekonomer av den senaste recessionen är att dominerande analysmodeller för finansiella marknader, och deras kopplingar till den reala ekonomin, behöver förbättras. En viktig utgångspunkt för en sådan revision bör, enligt min mening, vara att finansiella marknader fungerar mycket olika under normala förhållanden och i krissituationer. Under normala förhållanden – vad jag kommer att kalla ”normal finansiell regim” – fungerar finansiella marknader som smörjmedel för den reala ekonomin. Det är välkänt varför. Finansiella institutioner kanaliserar resurser från aktörer med finansiella sparandeöverskott till aktörer med finansiella sparandeunderskott, samtidigt som de underlättar omfördelningar av risker från aktörer som har svårt att bära dem till aktörer som anser sig ha större möjligheter att göra detta. Vid finansiella kriser – vad jag kommer att kalla ”finansiella krisregimer” – klarar de finansiella marknaderna inte av denna smörjmedelsfunktion. I stället störs den reala sektorn av utvecklingen på finansiella marknader.

### *Finansiella krisregimer*

Historiskt sett har finansiella kriser sett något olika ut genom åren. Men de uppvisar ett antal likartade drag, om än i olika proportioner vid olika tillfällen: drastiska fall i tillgångspriser (i vissa fall prisbubblor som brister), kraftigt höjda riskpremier, solvensproblem och därmed sammanhängande

### **ASSAR LINDBECK**

är professor vid Institutet för internationell ekonomi och forskare vid Institutet för Näringslivsforskning. Under de senaste decennierna har han främst studerat välfärdsstatens möjligheter och problem. I denna artikel återvänder han till ett tidigare forskningsområde, nämligen finansiell ekonomi och penningpolitik.

Jag är tacksam för synpunkter på ett utkast till denna artikel från Magnus Henrekson, Niklas Kaunitz, Mats Persson och Pehr Wissén.

konkursrisker, skärpt kreditprövning ("credit standards") eller rent av kreditstopp ("credit crunch"), akuta likviditetsproblem för både finansiella institutioner och aktörer på reala marknader och i vissa fall också tendenser bland aktörer att säga upp lån till finansiella institutioner, exempelvis genom rusning till banker ("runs on banks").

Nu kommer finansiella kriser inte från yttre rymden. De brukar föregås av ett antal karakteristiska drag: en exceptionellt stor expansion av kreditgivning, hög belåning ("high leverage") bland ekonomiska aktörer, stor andel högrisktillgångar och galopperande tillgångspriser, dvs prisbubblor. Med en prisbubbla menar jag då tillgångspriser som inte på lång väg kan räknas hem med rimliga antaganden om framtida avkastning. Det råder med andra ord en stor avvikelse mellan marknadspris och rimligt bedömda förväntade fundamentala faktorer ("fundamenta").<sup>1</sup>

Våra kunskaper är fortfarande ganska begränsade både om de faktorer som driver fram finansiella kriser och om de mekanismer genom vilka sådana kriser påverkar den reala ekonomin. Jag kommer särskilt att peka på tre önskvärda förbättringar av gängse analys på dessa områden.

(i) *För det första* är det viktigt att ta finansiella bubblor på allvar och att integrera dem i realistiska makromodeller. Nu är detta naturligtvis lättare sagt än gjort, eftersom mekanismerna bakom bubblor i tillgångspriser är omstridda – kanske t o m bubblors existens. Men jag vill fästa uppmärksamheten på två mekanismer som kan bidra till bubblor. Den ena innebär att höga tillgångspriser drivs fram av systematiskt överoptimistiska förväntningar om fundamenta, dvs överoptimism, bland ett antal aktörer på finansiella marknader. Återkommande fastighetsprisbubblor och den famösa IT-bubblan kring det senaste sekelskiftet är uppenbara exempel. Det traditionella motargumentet mot detta resonemang är att aktörer med mer realistiska förväntningar kan väntas neutralisera priseffekterna av de överoptimistiska aktörernas beteende genom att för egen vinning utnyttja tendenser till felprissättning. Möjligheterna till arbitrage, i ordets vida betydelse, skulle enligt detta resonemang förhindra bubblor. Men som bl a betonats av Shleifer och Vishny (1997) kan arbitragörernas finansiella resurser i många fall vara alltför små för att eliminera priseffekter, och därmed bubblor, som emanerar från överoptimistiska aktörer.

Den andra mekanismen baseras på antagandet att (nästan) alla aktörer på finansiella marknader anser att en prisbubbla faktiskt har uppkommit, men att de räknar med att bubblan kommer att växa ytterligare under en tid framåt. Därför behåller de sina placeringar i bubbeltillgångar och de kanske t o m utökar sådana placeringar – i hopp om att de ska komma ur sina positioner snabbare än andra den dag bubblan börjar brista. Charles Kindleberger (1976) har använt en brutalare formulering av denna tanke: "(some people) persuade themselves that there will always be someone, a greater fool, who will be willing to take a larger risk and buy their shares" (s 112).

<sup>1</sup> En strid ström av böcker om den senaste internationella finanskrisen väller redan fram. Det har också kommit ut tre böcker på området av svenska författare: Lybeck (2009), Norberg (2009) och de Vylder (2009).

Kortsiktiga prestige- och befordringshänsyn bland anställda i finansiella institutioner kan förstärka denna typ av beteende. De kan tro att de förlorar mer i anseende om de ”ensamma” missar en fortsatt prisuppgång än om de, tillsammans med många andra, inte hinner ut i tid när prisbubblan brister.

Flockbeteende (”herding”), baserat på ryktesspridning (”information cascades”) eller imitation av andra, är troligen ett vanligt inslag i båda dessa mikroekonomiska mekanismer bakom prisbubblor på tillgångsmarknader.

Båda dessa mikroekonomiska mekanismer står i uppenbar konflikt med teorin om effektiva finansiella marknader, tolkad så att tillgångspriser återspeglar all tillgänglig information om fundamenta – och inte något annat. Men en sådan konflikt är inte något att oroa sig för. Teorin om effektiva marknader har tagits på alldeles för stort allvar bland många ekonomer, och därmed grovt överexploaterats, när den har uppfattats som en under alla förhållanden (approximativt) realistisk teori. Det är, enligt min mening, bättre att se denna teori som en tänkbar jämförelsenorm när man analyserar konsekvenserna av andra, och i vissa fall mer realistiska, beteendeantaganden.

Nu säger inte de mikroekonomiska mekanismer jag skisserat mycket om varför bubblor över huvud taget uppkommer. Inte heller i modeller där bubblor faktiskt modelleras ges några övertygande förklaringar på den punkten. Jag syftar exempelvis på uppmärksammade modeller av Bernanke och Gertler (1999), Shiller (2003) och Ratto m fl (2009). Man kan nog säga att bubblor i dessa studier behandlas som exogent givna fenomen. Att exempelvis förklara bubblor som ett resultat av s k ”animal spirits” leder inte långt. Det är troligt att vi under lång tid kommer att tvingas nöja oss med *ad hoc*-förklaringar. Ett exempel är hypotesen att låga räntor stimulerar aktörer på jakt efter hög avkastning att välja hög belåningsgrad och att öka sin efterfrågan på högriskstillgångar. När det gäller bakgrunden till den senaste finanskrisen ligger det närmast till hands att förklara de låga realräntorna med de stora internationella finansiella sparandeöverskotten, främst i Kina, de oljeexporterande länderna och Tyskland. Hyman Minsky (1996) har i stället försökt förklara finansiella bubblor som ett resultat av långa perioder av ekonomisk och finansiell stabilitet, vilket antas skapa en föreställning hos placerare att riskerna på finansiella marknader har minskat, med fallande riskpremier som resultat. Också i detta fall kan man vänta sig att aktörer på finansiella marknader ökar sin belåningsgrad och sin efterfrågan på tillgångar med relativt hög risk. Långvarig stabilitet skulle alltså leda till senare instabilitet.

Framtiden får utvisa hur stora framsteg ekonomer, inklusive företrädare för området ”behavioral finance”, kan göra när det gäller att förklara uppkomsten av bubblor. Men redan nu kan man konstatera att det är orealistiskt att, som ofta sker inom finansiell analys, representera avkastningen på tillgångar med en normalfördelning; en realistisk fördelning måste ha tjockare ”svansar” än så. Det är också uppenbart att tillämpningar av modern finansiell teori satsat alltför hårt på antagandet om konstanta kor-

relationer (kovarianser) för avkastningen hos olika tillgångar. Krisregimer karakteriseras bl a av att korrelationen av avkastningar på olika tillgångar plötsligt ändras – i många fall från negativ till positiv korrelation.

(ii) För det andra är det önskvärt med en mångfasetterad analys av de kanaler genom vilka utvecklingen på finansiella marknader påverkar den reala ekonomin, dvs en rik analys av *transmissionsmekanismer*. Redan under 1950-talet gjordes intressanta bidrag till en sådan analys. Jag syftar framför allt på den s k ”nya teori för kreditanalys”, även kallad *availability-teorin*, som under denna tid utvecklades av ett antal ekonomer vid Federal Reserve-banken i New York, framför allt Robert Rosa. I denna teori, som var verbalt och inte algebraiskt formulerad, diskuterades ett finmaskigt nät av kanaler, utöver räntekanaler, genom vilka penningpolitiska åtgärder påverkar aktörer både på finansiella och reala marknader: förmögenhetseffekter, makroekonomiska förväntningseffekter, förändrade riskpremier, förändrad tillgång på kredit (”availability of credit”), dvs långivares variationer i graden av kreditprövning och kreditransonering och därmed också förändrad tillgång på likvida medel.<sup>2</sup>

Men *availability*-teorin försvann snabbt från litteraturen i finansiell ekonomi, med undantag främst för en vidareutveckling av teorin för kreditransonering av ett antal ekonomer. Under de allra senaste åren har dock ett antal ekonomer börjat inkludera en rikare uppsättning transmissionsmekanismer i makromodeller än tidigare, vid sidan av traditionella ränteeffekter. Bernanke och Gertlers tidigare nämnda uppsats i slutet av 1990-talet är ett exempel. De betonade bl a att lånekostnaderna för företag tenderar att stiga när företagets förmögenhetsvärden faller i samband med högre räntor. Det finns i dag en snabbt växande litteratur kring olika transmissionsmekanismer. Men det är för tidigt att säga var denna litteratur slutligen landar.

(iii) För det tredje: eftersom finansiella kriser i stor utsträckning är kriser för finansiella institutioner är det viktigt att explicit modellera sådana institutioner inom ramen för makroekonomiska modeller. Under de senaste decennierna har det växt fram en begränsad teoretisk litteratur med denna inriktning, där man bl a analyserar hur likviditetsproblem och solvensproblem påverkar funktionssättet hos finansiella institutioner, dock utan att särskilt väl integrera analysen i makroekonomiska modeller.<sup>3</sup> Sedan några få år tillbaka finns en motsvarande modellutveckling inom ramen för *kvantitativa* makroekonomiska simuleringsmodeller, inklusive s k DSGE-modeller (”dynamic stochastic general equilibrium models”).<sup>4</sup> Men fortfarande befinner sig sådana modeller i en tidig utvecklingsfas. Man kan exempel-

<sup>2</sup> För en översikt och elaborering av denna teori, se exempelvis Lindbeck (1959). *Availability-teorin* var också en viktig inspiration för min doktorsavhandling (1963) där ett huvudtema var att precisera transmissionsmekanismer från finansiella till reala marknader.

<sup>3</sup> Se exempelvis Kiyotaki och Moore (1997), Allen och Gale (2004), Brunnermeier och Pedersen (2009) och Adrian och Shin (2008) – och litteraturhänvisningar i dessa artiklar.

<sup>4</sup> Se exempelvis Ratto m fl (2009) och Christiano m fl (2008).

Själv byggde jag in två olika slag av finansiella institutioner (”commercial banks” och ”non-monetary intermediaries”) i min makromodell i doktorsavhandlingen (Lindbeck 1963, kapitel VI). Men det visade sig att introduktionen av finansiella institutioner inte resulterade i någon

vis knappast säga att hittills presenterade modeller förklarar hur ”normala finansiella regimer” eventuellt utvecklas till ”krisregimer”. De förklarar ännu inte heller särskilt väl hur finansiella störningar sprids mellan olika finansiella institutioner via ett nätverk av fordringar och skulder, dvs hur risken på en viss aktörs tillgångar beror på de risker som motparter har på sina tillgångar (”counterpart risks”).

### *Orealistisk analys av arbetsmarknaden*

Dessutom finns det stora brister i de modeller som har använts under de senaste decennierna för att studera makroekonomiska effekter av finansiella störningar. Framför allt ger de inte rättvisa åt förekomsten av ”ofrivillig arbetslöshet” – i den mån man över huvud taget behandlar den frågan. Det räcker därför inte att revidera analysen av finansiella marknader. Det är också viktigt att revidera modelleringen av arbetsmarknaden i de makromodeller i vilka den finansiella analysen byggs in. Det är sant att man i vissa av dessa modeller redan nu inkluderar friktionsarbetslöshet (sökarbetslöshet) – dvs arbetslöshet som beror på att utbud och efterfrågan på arbetskraft av visst slag inte matchas perfekt på grund av informationsproblem. Men sök teori förklarar inte varför den totala arbetslösheten vid en viss tidpunkt kan vara exempelvis 4 procent och vid en annan tidpunkt exempelvis 10 eller 15 procent – och varför hög arbetslöshet ofta består under många år. För att förklara den saken räcker det inte att införa ”informationsfriktioner” på arbetsmarknaden. Det är nödvändigt att inkludera mekanismer som förklarar varför arbetslösa inte lyckas få jobb genom att underbjuda gällande löner och alltså varför den enskilda individen inte uppnår en optimal kombination av fritid och konsumtion.

Existerande DSGE-modeller följer i själva verket i stor utsträckning den (orealistiska) traditionen i den sk nya klassiska makroteorin att behandla fluktuationer i sysselsättning som ett resultat av optimal anpassning bland löntagare av fritid och konsumtion och mellan fritid i dag och fritid i morgon – möjligen med modifikationer just för sk friktionsarbetslöshet. Man skiljer alltså inte mellan ”frivillig fritid” och ”ofrivillig arbetslöshet”. Det finns två huvudvarianter av den nya klassiska makroteorins behandling av fluktuationer i aggregerad sysselsättning. I Robert Lucas variant beror kortsiktiga fluktuationer i sysselsättningen på att företag på grund av informationsbrister misstolkar minskad inflation som en sänkning i relativpriset på företagets egna produkter. Företaget minskar därför tillfälligt sin produktion och sin efterfrågan på arbetskraft – återspeglar i vad som i ekonomjarong kallas ”Lucas utbudskurva”. En liknande postulerad mekanism hos Lucas är att arbetare misstolkar ökad allmän inflation, dvs en parallell ökning av både priser och löner, som en tillfällig sänkning av reallönerna, och att de

---

*kvalitativ* förändring i analysen av den ekonomiska politikens effekter. Så här i efterhand inser jag att det berodde på att jag bara utsatte modellen för *marginella* chocker, vilket betydde att likviditetskriser, solvenskriser, kreditstopp och konkurser inte uppträdde. Man kan säga att jag begick misstaget att enbart använda modellen till att studera betydelsen av finansiella institutioner under ”normal finansiell regim”, men inte under ”krisregim”.

därför väljer mer fritid i dag på bekostnad av fritid i framtiden. I Kydland och Prescotts variant av den nya klassiska makroteorin leder i stället tillfälliga, negativa produktivitetsschocker till sänkta reallöner i dag, vilket antas förmå arbetare att ta ut mer fritid nu i förhållande till fritid i framtiden – och därmed till lägre aggregerad sysselsättning i dag och högre sysselsättning i framtiden. I båda varianterna av ny klassisk makroteori nonchalerar man problemet med ofrivillig arbetslöshet. Däremot är det rimligt att betrakta tillfällig arbetsdelning vid konjunkturedgångar som en optimal anpassning till minskad efterfrågan och tillfälligt minskad arbetsproduktivitet. Det är stor skillnad mellan en situation då alla i ett företag går ned i arbetstid med tio procent och då tio procent av de anställda helt förlorar sina jobb.

Allt detta betyder inte bara att ny klassisk makroteori bortser från väsentliga mekanismer bakom fluktuationer i sysselsättning. Man missar också den viktiga välfärdsförlusten för medborgarna i samband med ofrivillig arbetslöshet. Denna begränsning i analysen är egentligen helt onödig, eftersom det finns åtminstone tre (alternativa eller komplementära) teorier som förklarar svårigheterna för arbetslösa att få jobb genom att bjuda under existerande löner och som därmed förklarar ofrivillig arbetslöshet. Jag syftar på effektivitetslönomodellen, *insider-outsider* teorin och den variant av fackföreningsmodellen där fackföreningar väljer en avvägning ("trade-off") mellan reallön och sysselsättning och denna avvägning strider mot enskilda arbetares preferenser ("union-voluntary but worker-involuntary unemployment").

En viktig (negativ) slutsats av denna schematiska genomgång av "lärdomar" för ekonomisk analys av den senaste finanskrisen är att vi bör se på både teorin för effektiva finansiella marknader och den sk nya klassiska makroteorin med stor skepsis. När det gäller analys av fluktuationer i sysselsättning är den nya klassiska makroteorin, enligt min mening, i själva verket en intellektuell regress. Svagheter i dessa båda, nära relaterade, teorier är i och för sig ingenting nytt. Men kanske kan den senaste finans- och makroekonomiska krisen övertyga fler om de stora svagheter i dessa modellansatser. Man gör inte rättvisa åt de välfärdsförluster som uppkommer som ett resultat av finansiella kriser om analysen sker i modeller där man definierar bort ofrivillig arbetslöshet. Det finns i stället mycket att hämta och vidareutveckla från andra traditioner i makroteorin. Jag tänker inte bara på traditionell keynesiansk IS-LM analys, utan också på analys i termer av aggregerat utbud och efterfrågan på produktmarknaden med icke-marknadsklarande reallöner och på modeller där aggregerad sysselsättning bestäms i skärningspunkten mellan en traditionell efterfrågekurva på arbetskraft och en lönesättningskurva.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Det finns naturligtvis ett antal bestående metodologiska bidrag i den sk nya klassiska makroteorin. Ett exempel är den sk "lucaskritiken" av traditionella metoder att estimer ekonomiska beteendefunktioner. Ett annat exempel är betoningen av vikten att se hushåll och företag som, åtminstone delvis, framåtblickande aktörer. Ett tredje exempel är den simuleringsteknik som utvecklats av företrädare för den nya klassiska makroteorin – med Kydland och Prescott som pionjärer.

Däremot tror jag inte att man i någon större utsträckning kan skylla misslyckanden inom den ekonomiska politiken i olika länder på den nya klassiska makroteorin. Den har fått större genomslag hos en grupp akademiska nationalekonomer än hos politiker och ekonomisk-politiska rådgivare. Ett tecken på detta är att regeringar i många länder svarade på den senaste (kraftiga) konjunkturnedgången med typiskt keynesianska motåtgärder, dvs med åtgärder för att stimulera den totala efterfrågan på varor, tjänster och arbetskraft. Men man kan kanske hävda att en överdriven tro på teorin om effektiva finansiella marknader hindrat en del politiska beslutsfattare, och deras rådgivare, att se behovet av nya regelsystem när de gamla blivit obsoleta och delvis avvecklats.

## 2. Finansiella regelsystem

Den senaste finanskrisen ger naturligtvis också viktiga lärdomar för den ekonomiska politiken. Jag begränsar mig till lärdomar beträffande finansiella regelsystem och penningpolitik. När det gäller finansiella regelsystem är ett omfattande reformarbete redan på gång – nationellt och internationellt. Jag begränsar mig till fem problemområden: (i) information och tillsyn, (ii) solvens- och likviditet, (iii) finansiell gränsupplösning, (iv) värdepapperisering och (v) incitamentproblem. Medan det är någorlunda enkelt att identifiera problemen på dessa olika områden så är det svårare att ta ställning till hur nya regelsystem lämpligen bör utformas. Den svåra frågan är hur ökad finansiell stabilitet ska uppnås med minsta möjliga skada på de finansiella institutionernas normala funktioner. Det gäller både när man diskuterar marginella reformer och när man överväger mer radikala reformer, såsom en institutionell separation av högrisk- och lågriskaktiviteter.

### *Information och tillsyn*

En viktig förklaring till att den senaste finanskrisen blev så djup är helt enkelt att praktiskt tagit ingen hade information om det höga risktagandet bland aktörer på finansiella marknader runt om i världen – och därmed inte heller om de systemriskerna som var förknippade med risktagande av enskilda finansiella aktörer. En slutsats som redan dragits av politiker i världens länder är att finansinspektioner måste få mycket större resurser, och ges högre kompetens, än tidigare. Det råder också stor enighet om att det behövs internationella organisationer med uppgift att kontrollera att de nationella finansinspektionerna sköter sina uppgifter. Inom EMU-området är man redan på väg mot övernationella administrativa nätverk med just dessa uppgifter. Det råder också stor enighet om att mycket står att vinna på större transparens än tidigare när det gäller både finansiella institutioner och finansiella instrument, såsom olika typer av derivatinstrument. Ett steg i den riktningen vore ett krav på att sådana instrument handlas på formella och öppna marknader.

Det är också uppenbart att både offentliga myndigheter och privata revisions- och ratinginstitut måste ta på sig ett större ansvar än tidigare för att förhindra att finansiella institutioner tänjer på gällande bestämmelser, exempelvis genom trick som flyttar bort poster från balansräkningarna ("off-balance-sheet transactions"). Men när det gäller konkurrerande revisionsfirmor och ratinginstitut finns det ett allvarligt *moral-hazard* problem, eftersom de frestats att se mellan fingrarna för att få fortsatta uppdrag från den institution som anlitar dem. Man kan kanske tänka sig att skapa en pool av krediterade granskningsinstitut, från vilken ett institut väljs ut slumpmässigt för att granska en viss finansiell institution (under ett begränsat antal år).

Men i praktiken är det omöjligt för lagstiftare, myndigheter och privata granskningsinstitut att i tid upptäcka alla fall av brott mot, och manipulationer av, gällande regler. Som ett komplement till administrativ granskning är det därför viktigt att aktörer på finansiella marknader själva utvecklar och följer vissa etiska normsystem – ungefär som i dag bland vissa professionella grupper såsom advokater, läkare, forskare och journalister. Icke-statliga etiska nämnder kan också fungera som viktiga bevakare av sådana normer. Behovet av sådana nämnder är knappast mindre inom finansbranschen än på andra områden.

### *Solvens- och likviditet*

Eftersom finansiella institutioner i huvudsak lånar ut pengar som de själva har lånat upp är det lätt att förstå att de i vissa situationer tenderar att bli insolventa, exempelvis vid kraftigt fallande tillgångspriser. Detta är naturligtvis bakgrunden till att det finns både statliga och övernationella *kapitaltäckningskrav*, som dock hittills i huvudsak gällt affärsbanker. Det är också väl känt att gällande kapitaltäckningskrav är förknippade med allvarliga problem. Ett problem är att kraven hittills varit utformade på så sätt att de tenderar att förstärka konjunktursvängarna, framför allt genom att de underlättar för banker att öka sin kreditgivning i samband med stigande tillgångspriser under konjunkturuppgångar och dessutom tvingar bankerna att minska kreditgivningen vid fallande tillgångspriser under konjunkturedgångar. Dessa procykliska effekter av gällande regelsystem är en viktig bakgrund till aktuella förslag att göra kapitaltäckningskraven variabla genom att sätta dem högre under högkonjunkturer än under lågkonjunkturer.

Under de första decennierna efter andra världskriget – i stor utsträckning som ett arv från trettiotalsdepressionen och kriget – kompletterades kapitaltäckningskraven med mängder av andra regleringar som inte bara var avsedda att bidra till finansiell stabilitet, utan också blev reguljära inslag i den penningpolitiska arsenalen. Viktiga exempel var kassavoter, likviditetskvoter, ränteregleringar, utlåningstak för enskilda banker, tillståndskrav för emittering av obligationer, valutareglering osv. En anledningen till att de flesta av dessa regleringar småningom avvecklades, särskilt under



1980-talet, var att de ansågs begränsa flexibilitet, effektivitet och innovationer på finansiella marknader – och därmed indirekt också resultera i minskad effektivitet i den reala samhällsekonomin. En annan förklaring är att reglerna blev ineffektiva allteftersom nya finansiella institutioner och finansiella instrument växte fram och finansiella aktörer lärde sig att kringgå gällande regler, inte minst sedan valutaregleringen avvecklats. Reglerna inbjöd också till godtycklig behandling av enskilda näringsutövare från myndigheternas sida.

Det är möjligt att avregleringarna i praktiken fick förväntade positiva effekter på flexibilitet och effektivitet i samhällsekonomin. Men så här i efterhand kan vi också notera att riskerna för instabilitet på finansiella marknader har ökat. Det råder stor enighet i dag om att det var ett stort misstag att avvecklingen av gamla och otidsenliga regleringar inte kompletterats med ett nytt regelverk, bättre anpassat till de nya institutionella förhållanden som växte fram efter avregleringen.

### *Finansiell gränsupplösning*

En av de mest slående förändringarna på de finansiella marknaderna under de två senaste decennierna, också i detta fall delvis som ett resultat av avregleringar, är att högrisk- och lågriskaktiviteter i allt större utsträckning vävts samman. Affärsbanker har i allt större utsträckning börjat ägna sig åt högriskverksamhet, vilket tidigare var mer typiskt för investmentbanker och andra finansiella institutioner som arbetar med högriskprodukter. Samtidigt har de senare i ökad utsträckning övergått till att finansiera sin utlåning på liknande sätt som affärsbanker, dvs genom upplåning, också kort sådan. Samtidigt har det skett en enorm ökning i volymen av kreditgivning *mellan* finansiella institutioner. Alla dessa förändringar har bidragit till att finansiella störningar sprids starkare och snabbare än tidigare mellan olika finansiella aktörer över i stort sett hela världen. Det stora skuldberg, och därmed sammanhängande motpartsrisiker, som växte fram *inom* den finansiella sektorn visade sig i själva verket vara en vulkan, vars utbrott har spritts genom finmaskiga nätverk mellan finansiella institutioner.

Mot bakgrund av denna finansiella gränsupplösning tycks det i dag råda stor enighet om att bankliknande institutioner bör följa ungefär samma regelverk som traditionella affärsbanker när det gäller kapitaltäckningskrav och likviditetskrav. Det gäller framför allt det system av sk skuggbanker (*shadow banking*) som växt fram och som i USA före den senaste krisen var större än hela det traditionella banksystemet. Jag syftar naturligtvis på investeringsbanker, hedgefonder, penningmarknadsfonder och liknande marknadsbaserade finansiella institutioner. Men gränsupplösningen ställer än större frågor. Vore det möjligen önskvärt att ingripa direkt mot gränsutplåningen mellan olika slag av finansiella aktiviteter genom att staten reser ”brandväggar” mellan låg- och högriskaktiviteter på finansiella marknader? En möjlighet vore att försöka resa sådana väggar mellan olika

avdelningar *inom* enskilda finansiella institutioner. En annan möjlighet vore att begränsa möjligheterna för finansiella institutioner av olika typ att ackumulera fordringar på varandra. En tredje, mer radikal, reform vore att tvinga affärsbanker att begränsa sig till att vara så kallade ”smala banker” i den meningen att de enbart har rätt att hålla lågriskstillgångar, såsom statspapper emitterade av länder med stabila statsfinanser, bottenlån i fast egendom och korta handelskrediter. Däremot skulle de förhindras att hålla derivatinstrument. Fördelen med en sådan drastisk reform vore att man skulle minska hoten mot insolvens och illikviditet i traditionella affärsbanker. Men högrisklån och andra högriskplaceringar skulle då naturligtvis skiftas över till andra typer av finansiella institutioner. Eftersom dessa institutioner skulle kunna betala högre räntor på sin upplåning än affärsbanker så skulle de möjligen öka sin andel av hushållens och företagens finansiella sparande, även om de inte skulle ha rätt till statsgaranterade inlåningsräkningar.

Nu finns det naturligtvis en risk att en sådan tvångsvis uppdelning av institutioner på finansmarknader skulle leda till minskad flexibilitet och innovationsförmåga hos dessa marknader. Det blir i så fall nödvändigt att göra en avvägning mellan önskemål om effektivitet och finansiell stabilitet. Trots att den så kallade Lindbeckkommissionen 1993 (SOU:1993:16) uttryckte viss sympati för en reform av detta slag är jag därför inte helt övertygad om att man bör satsa på en så radikal reform, som dock förordats av både högsta chefen för Bank of England, Mervin King, och av President Obamas ”seniorrådgivare” Paul Volker (centralbankschef före Greenspan).

### *Värdepapperiseringen*

Omvandlingen av lån till värdepapper (”securitization”) är en annan institutionell förändring som radikalt påverkat de finansiella marknadernas stabilitet. Den stora fördelen med denna utveckling är naturligtvis att den möjliggör en mer spridd fördelning av risk mellan aktörer. Men det förutsätter att köpare har möjlighet att bedöma riskerna på dessa värdepapper. Om dessa möjligheter är små, vilket var fallet exempelvis när det gäller subprimelånen i USA, hotar i stället allvarliga *moral hazard*-problem. Incitamenten bland långgivare att granska låntagarnas kreditvärdighet minskar när de kan skifta riskerna till andra aktörer, med liten förmåga att bedöma dessa risker. Problemet kan delvis lösas genom att införa regler som tvingar fram större transparens för sådana värdepapper, bl a genom större krav på ratinginstituten och krav på att derivatinstrument köps och säljs på öppna marknadsplatser.<sup>6</sup> En annan reform, som möjligen redan är på väg i Europa, är att kräva att institutioner som omvandlar lån till värdepapper har skyldighet att själva behålla  $x$  procent av dessa under ett antal år. Nu är inte heller en sådan regel någon mirakelmedicin. Det har nämligen visat sig att

<sup>6</sup> 70–80 procent av subprimelånen i USA under första delen av 2000-talet tycks ha blivit åsatt till lägsta möjliga risk, dvs riskklass AAA, av ratinginstituten.

banker i USA som konstruerade sådana värdepapper i många fall själva köpt lika icke-transparenta värdepapper själva.<sup>7</sup>

### *Incitamentproblem*

Det råder också allmän enighet bland bedömare om att rådande incitament-system i anslutning till finansiella institutioner ofta favoriserar högt risktagande – bland anställda tjänstemän, ägare och kreditgivare. När det gäller belöningssystem för *anställda* är det troligen speciellt viktigt att avlägsna den uppenbara kortsiktigheten och asymmetrin i belöningssystemen. En uppenbar reform vore att gå över till system där tjänstemän i finansiella institutioner får positiva respektive negativa bonuspoäng beroende på om företaget har gått bättre eller sämre än normalt. Efter ett antal år skulle den individuella tjänstemannen få en finansiell belöning på basis av det ackumulerade nettovärdet av positiva och negativa poäng under årens lopp. Ett sådant system påminner om den sk ortogonen vid Svenska Handelsbanken.<sup>8</sup>

Nu är det är svårt för enskilda finansiella institutioner att på egen hand genomföra sådana system på grund av att anställda experter, dvs de finansiella institutionernas ”humankapitalister”, kan ha blivit mäktigare (i denna fråga) än institutionernas ägare (”finanskapitalisterna”). Humankapitalisterna kan hota att allvarligt skada den institution där de verkar genom att (kanske i grupp) hota att lämna organisationen. Här föreligger ett kollektivt dilemma för finansiella institutioner – ett dilemma som är svårt att ensamt lösa av en viss institution. Det reser frågan om staten möjligen bör införa bestämmelser som stärker makten hos ägarna i förhållande till företagets tjänstemän. En möjlighet vore att kräva kvalificerad majoritet vid bolagsstämman för bonusprogram.

Men nu har i själva verket också *ägarna* av finansiella institutioner starka incitament att acceptera högt risktagande hos dessa institutioner. På grund av ägarnas begränsade personliga ansvar i aktiebolag (”limited liability”) riskerar de inte att förlora mer än sitt insatta aktiekapital, samtidigt som avkastningen på ägarkapitalet drivs upp av hävstångseffekten av de finansiella institutionernas höga belöningsgrad. Problemet har skärpts av att det växt fram ett antal mycket stora, centrala spelare i det finmaskiga nätverket av finansiella institutioner, vilket är bakgrunden till det sk för-stor-för-att-falla-problemet. Detta är naturligtvis i grunden ett *moral-hazard*-problem, eftersom förväntningar om att staten kommer att förhindra konkurs tenderar att göra både tjänstemän och aktieägare mindre försiktiga.

Nu är det svårt för staten att ge trovärdiga löften om att inte rädda finansiella institutioner från konkurs. Men det borde vara möjligt för staten att förklara att den förbehåller sig rätten att tillfälligt ta över ägandet av kon-

<sup>7</sup> Det tycks som om värdepapper som är baserade på fastighetskrediter misslyckats på marknaden i ungefär samma utsträckning oavsett om de är baserade på prime- eller subprimelån. Den viktigaste förklaringen till att stora mängder värdepapper baserade på bostadslån haverat tycks i själva verket vara att räntorna på dessa varit rörliga. Prime- och subprimelån med fasta räntor har inte alls råkat lika illa ut.

<sup>8</sup> Eventuellt tvingas man av praktiska skäl att behandla ett negativt netto som noll. I detta speciella fall skulle i så fall en (troligen låg-frekvent) asymmetri finnas kvar.

kursmässiga finansiella institutioner utan kompensation för tidigare ägare och utan sysselsättningsgarantier för ledande tjänstemän – ”buyout” till nollpris i stället för ”bailout”.

Det är också svårt för staten att ge trovärdiga löften att aldrig införa garantier för *kreditgivarnas lån* till finansiella institutioner. Men det borde vara möjligt att göra kreditgivare mindre benägna att ställa medel till förfogande för finansiella institutioner som eftersträvar hög belåningsgrad. En reform enligt vilken lån till finansiella institutioner i vissa situationer automatiskt omvandlas till aktiekapital skulle minska långivarnas benägenhet att ställa upp med krediter till finansiella institutioner. Kostnaderna för lån till finansiella institutioner skulle därmed öka jämfört med kostnaderna för aktiekapital, och finansiella institutioner skulle få incitament att välja högre kapitaliseringsgrad. Denna förskjutning i de relativa kapitalkostnaderna skulle ytterligare kunna skärpas om favoriseringen av lånefinansiering i förhållande till aktiefinansiering i skattesystemet skulle avskaffas.

Genom reformer av dessa olika slag borde man kunna räkna med att tjänstemän, ägare och kreditgivare i anslutning till finansiella institutioner skulle minska risktagandet i sin verksamhet.

Givetvis kan man också tänka sig att staten i förväg samlar på sig finansiella resurser, exempelvis via beskattning av finansiella institutioner, för att finansiera tillfälliga övertaganden av institutioner som fallerat. Däremot är förslag om särskilda försäkringssystem för finansiella institutioner, med utbetalning av kapitalstillskott vid solvensproblem, mindre välbetänkt, eftersom man då riskerar att förvärra i stället för att lösa *moral hazard*-problemet. Inte heller vore en transaktionsskatt, en sk tobinskatt, ett effektivt instrument för att uppnå större stabilitet på finansiella marknader. En transaktionsskatt med en skattesats på ca 0,1 procent, som föreslagits, kan inte i någon större utsträckning motverka spekulativa transaktioner där aktörer nu räknar med troliga förändringar i tillgångspriser eller växelkurser med kanske 10 eller 20 procent inom ramen för några månader.

Nu ska man inte överdriva möjligheterna för politiker och offentliga administratörer att utforma och sköta regelsystem för finansiella marknader. I själva verket bidrog båda dessa grupper i hög grad själva till den senast finanskrisen. Jag tänker då inte bara på att politiker och reglerare missbedömde behovet av nya regelsystem när de gamla systemen antingen avvecklats eller blivit obsoleta mot bakgrund av drastiska institutionella förändringar på finansiella marknader. Jag syftar också på att politiker, inte minst i USA, både uppmuntrade och tvingade finansiella institutioner att ge bostadslån till stora grupper hushåll som saknade förmåga att amortera och betala räntor på lånen, särskilt sedan räntorna ökade i mitten av 2000-talet från extremet låga nivåer.<sup>9</sup> Ett annat exempel är att den amerikanska finansinspektionen (Security and Exchange Commission) i början av 2000-talet gav efter för investeringsbankernas krav att tillåta

<sup>9</sup> Jag syftar exempelvis på påtryckningar från politiker på de stora bostadslåneinstitutioner Fanny Mae och Freddy Mac i USA att låna ut till fattiga hushåll och den av den amerikanska kongressen beslutade Community Reinvestment Act, som hade ett liknande syfte.

utlåning på 30–40 gånger det egna kapitalet jämfört med ca 12 gånger tidigare.

### 3. Penningpolitiken

Den viktigaste penningpolitiska lärdomen av den finansiella krisen är naturligtvis att kraven på finansiell stabilitet måste skärpas. Frågan är då vilka medel som ska användas och vilka myndigheter som ska ha ansvar för detta. Jag har redan diskuterat ett antal medel som kan användas i just det syftet: mer resurser till nationella och internationella finansinspektioner; öppna marknader för derivatinstrument; skärpta och konjunkturvariabla kapitaltäckningskrav och likviditetskrav både för banker och bankliknande finansinstitut; regler för högsta tillåtna belåningsgrad för fast egendom och värdepapper; något slags ”brandväggar” mellan högriskverksamhet och lågriskverksamhet; automatisk omvandling av skulder för finansiella institutioner till ägarkapital vid allvarliga solvensproblem; nya regler för omvandling av lån till värdepapper; krav på mer symmetriska bonussystem; slumpmässiga val av revisionsinstitut och ratinginstitut, etc.

Administrationn av de flesta av dessa regelsystem kan mycket väl ligga hos nationella och internationella finansinspektioner, dvs utanför centralbankerna, nämligen då reglerna är *fixa* snarare än variabla, och alltså inte används för att bedriva diskretionär konjunkturpolitik. Situationen är annorlunda om sådana regler används som inslag i konjunkturpolitiken, exempelvis konjunkturvariabla kapitaltäckningsregler, kassakvoter, likviditetskvoter och högsta tillåtna belåningsgrad (”loan-to-value ratios” och ”margin requirements”). Eftersom variationer i sådana regler påverkar utbudet av kredit till privata aktörer, och därmed också räntekostnaderna, blir de automatiskt en del av penningpolitiken. Men man kan knappast tänka sig att ha två olika icke-politiska myndigheter som bedriver penningpolitik. Eftersom centralbanken har ansvar för penningpolitiken i stort passar sådana variabla regler bäst i centralbankens medelarsenal. (Däremot är det inte något som hindrar att en finansinspektion kontrollerar att reglerna *efterlevs* av enskilda finansiella institutioner, s k ”micro-prudence”).

Men om centralbanken får ett ökat ansvar för finansiell stabilitet kan man säga att centralbanken i själva verket får tre mål i stället för två: kapacitetsutnyttjande, inflation *och* finansiell stabilitet. Men just därför är det viktigt att centralbanken också får tillgång till fler medel för att nå dessa mål. Redan att ha ansvar för två mål – inflation och kapacitetsutnyttjande (eller arbetslöshet) – ställer egentligen krav på mer än ett medel (räntevapnet). Att penningpolitik med två mål under många år fungerat ganska bra har delvis berott på att regeringar i stor utsträckning har tagit ansvar för arbetslösheten, inte bara genom automatiska stabilisatorer i statsbudgeten utan också genom diskretionära åtgärder inklusive arbetsmarknadspolitik. Det är också troligt att ekonomierna i utvecklade länder inte utsatts för särskilt stora störningar under det decennium som föregick den senaste reces-

sionen. Men för att centralbanken i framtiden också ska kunna ta ett större ansvar för finansiell stabilitet fordras medel som har relativt starka effekter just på kreditvolym och tillgångspriser. Det är naturligtvis just därför som det är viktigt att centralbanken får tillgång till variabla medel med relativt stora effekter på just dessa storheter.

Nu kan man kanske hävda att avsikten med målet finansiell stabilitet, djupare sett, är att motverka lågt kapacitetsutnyttjandet i framtiden, exempelvis i samband med brustna bubblor på tillgångsmarknader. Men jag ser målet finansiell stabilitet som bredare än så. Finansiella bubblor – både när de utvecklas och när de brister – påverkar också storlek och fördelning av realinvesteringarna mellan olika sektorer, liksom inkomst- och förmögensfördelningen. Det är sant att finansiell stabilitet inte är något ”slutmål”. Men det är inte heller inflation och kapacitetsutnyttjande. Att dessa variabler betraktas som legitima mål för penningpolitiken beror just på att de påverkar andra variabler, exempelvis arbetslöshet, realinvesteringar och fördelning av inkomster och förmögenhet. Därför menar jag att det är fullt rimligt att jämställa mål beträffande finansiell stabilitet med mål beträffande inflation och kapacitetsutnyttjande. Det är, enligt min bedömning, artificiellt att göra en skarp distinktion mellan traditionell penningpolitik och politiska åtgärder som syftar till att behålla eller åstadkomma finansiell stabilitet. Traditionell penningpolitik påverkar den finansiella stabiliteten, samtidigt som finansiell stabilitet har avgörande effekter på hur penningpolitiken fungerar.

Med denna utgångspunkt är det fullt rimligt att säga att centralbankens *målfunktion* bör innehålla tre variabler (inflation, kapacitetsutnyttjande och finansiell stabilitet). På motsvarande sätt kan man hävda att de variabler som centralbanken reagerar på, och som alltså ingår i centralbankens *s k reaktionsfunktion*, inte bara innehåller variabler såsom inflationsförväntningar och indikatorer på faktiska och förväntade flaskhalsar i produktionen utan också variabler som tyder på att tillgångsbubblor håller på att byggas upp, såsom exceptionellt snabb kreditexpansion och galopperande tillgångspriser.<sup>10</sup>

Lars E O Svensson har i ett penetrerande föredrag i stället föreslagit att centralbankens målfunktion enbart bör innehålla inflation och kapacitetsutnyttjande, vad han kallar *flexible inflation targeting*, medan kravet på finansiell stabilitet skulle behandlas som en *restriktion* på penningpolitiken. Tanken är att finansiella förhållanden bör få påverka penningpolitiken bara i den utsträckning sådana förhållanden påverkar prognoser om framtida inflation och kapacitetsutnyttjande.<sup>11</sup> Så kan man naturligtvis också se saken, även om jag personligen föredrar att behandla de tre målen inflation, arbetslöshet och finansiell stabilitet symmetriskt. Nu är jag inte övertygad om att valet av det ena eller det andra av dessa två betraktelsesätt har någon stor praktisk betydelse för politikens utformning. Det avgörande är troligen

<sup>10</sup> Särskilt Lars E O Svensson (2003) har betonat vikten av att skilja mellan målfunktion och reaktionsfunktion i penningpolitiken.

<sup>11</sup> Se Svensson (2009), särskilt s 2.

vilken vikt myndigheterna faktiskt lägger vid att värna den finansiella stabiliteten, vilka medel som används och hur användningen av dessa medel fördelas mellan olika myndigheter.

En vanlig invändning mot förslag om att centralbanken ska punktera tillgångsbubblor – vare sig detta sker genom höjda räntor eller kvantitativa metoder (såsom höjda likviditetskvoter) – är att det är svårt att avgöra vad som faktiskt är en bubbla. Det finns därför risk att en centralbank punkterar höga tillgångspriser alldeles i onödan. Men konsekvenserna av detta är enligt min mening i regel mindre förödande för samhällsekonomin än att låta en bubbla växa och brista. Vi vet i dag att det senare kan ha mycket allvarliga konsekvenser för den reala ekonomin.

Om centralbanken i framtiden, genom en större vikt vid finansiell stabilitet, skulle ta ett bredare samhällsekonomiskt ansvar än tidigare blir det då svårare att utkräva ansvar av centralbanken? Det är möjligt, men jag kan inte se att det blir omöjligt. Riksdag eller regeringen skulle kunna utkräva politiskt ansvar inte bara för att inflationen överskridit det uppställda inflationsmålet eller att kapacitetsutnyttjandet blivit för lågt. Det borde inte vara svårare att utkräva ansvar för tillgångsbubblor, särskilt sedan de brustit.

Adrian T och H S Shin (2008), "Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of New York Staff Report 346, New York.

Allen, F och D Gale (2004), "Financial Intermediaries and Markets", *Econometrica*, vol 72, s 1023-1061.

Bernanke, B och M Gertler (1999), "Monetary Policy and Asset Price Volatility", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 1999:4.

Brunnermeier, M och L Pedersen (2009), "Market Liquidity and Funding Liquidity", *Review of Financial Studies*, vol 22, s 2201-2238.

Christiano, L, R Motto och M Rostagno (2008), "Shocks, Structures and Monetary Policies. The Euro Area and US after 2001", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol 32, s 2476-2506.

Kindleberger, C (1976), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, MacMillan, New York.

Kiyotaki, N och J Moore (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, vol 105, s 211-248.

Lindbeck, A (1959), *The "New" Theory of Credit Control in the United States*, Stockholm Economic Studies, Almqvist och Wiksell, Stockholm.

Lindbeck, A (1963), *A Study in Monetary Analysis*, Almqvist och Wiksell, Stockholm.

Lybeck, J (2009), *Finanskrisen*, SNS Förlag, Stockholm.

Minsky, H (1996), "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies", Working Paper 155, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.

Norberg, J (2009), *En Perfekt Storm*, Hydra Förlag, Stocksund.

Ratto, M, W Roeger och J in't Veld (2009), "Using a DSGE Model to Look at the Recent Boom-burst Cycle in the US", ECFIN's Annual Research Conference, 15-16 oktober 2009.

Shiller, R J (2007), *The Subprime Solution*, Princeton University Press, Princeton.

Shleifer, A och R Vishny (1997), "The Limits of Arbitrage", *Journal of Finance*, vol 52, s 35-55.

SOU 1993:16, *Nya Villkor för Ekonomi och Politik*, Ekonomikommisionens Förlag, Finansdepartementet, Stockholm.

Svensson, L E O (2003), "What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy through Targeting Rules", *Journal of Economic Literature*, vol 41, s 426-477.

Svensson, L E O (2009), "Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis", Speech at De Nederlandsche Bank, Amsterdam, www.riksbank.se

de Vylder, S (2009), *Världens Springnota – Finanskrisen och vägen framåt*, Ordfront, Stockholm.

## REFERENSER