

RAPPORT

Finanskrisen

April 2008

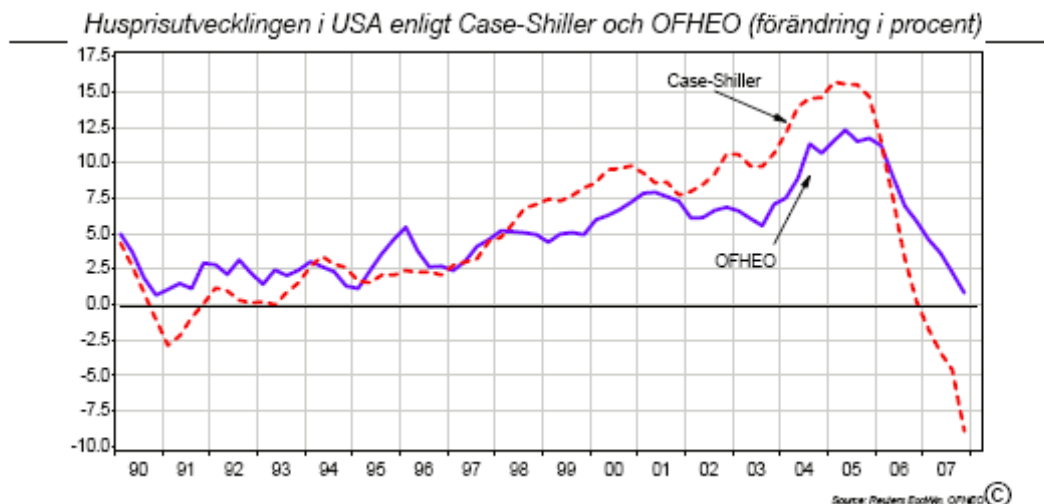


Innehåll

1. Bokrisen i USA	3
2. Nya instrument och nya förpackningar	3
3. Osäkerhet om risken	4
4. Osäkerheten om risk ger stramare kreditmarknad.....	4
5. Att stärka likviditeten på finansmarknaderna.....	5
6. Sänkt ränta hjälper?	5
7. Kan en bank gå omkull?	6
8. Behovet av tydliga regler	7
9. Slutsatser för Sverige	7
10. Att göra	9

Bokrisen i USA

Ursprunget till krisen är utvecklingen på bostadsmarknaden i USA. Även om bostadsmarknaden är en liten del av den finansiella marknaden har spridningseffekterna blivit stora.



Källa: Swedbank

Som framgår av diagrammet ovan började problemen på bostadsmarknaden i USA redan under 2006 men det är först under hösten 2007 som problemen på allvar spridit sig till andra sektorer, och internationellt.

Till en början fanns förhoppningar och övertygelser om att även om bostadskrisen skulle få negativa verkningar på den amerikanska ekonomin skulle återverkningar på övriga länder bli begränsade. Det gick att peka på god tillväxt inom euroområdet och att tillväxtekonomier som Kina och Indien hade en stark tillväxt i sina inhemska ekonomier och därför inte borde påverkas så mycket av det som skedde i USA. Eftersom Kina brottas med överhettningstendenser skulle en avkylning kanske rentav vara välkommen. Men efterhand har insikten om att osäkerheten inte bara gäller USA utan även många andra länder spritt sig och lett till en allmänt mera avvaktande hållning både hos hushåll och hos företag.

Under ett antal år har bostäder i USA sålts till hushåll med en ekonomi som inte klarar av räntor och amorteringar vid ett högre ränteläge. Detta har i sig lett till en diskussion om etiken hos en del försäljare och långgivare. Det har t.ex. handlat om mycket låga räntor i början av husinnehavet men där husköparen efter hand skulle möta en ”uppförbacke” av högre räntor och amorteringskrav. Man kan konstatera att ett betydande antal hushåll inte skulle långsiktigt klara sådana krav. När räntorna började stiga, huspriserna sjönk och villkoren framstod klarare måste en del göra sig av med det inköpta huset. Bostadsmarknaden försvagades kraftigt.

Nya instrument och nya förpackningar

Dessa dåliga lån, subprime-lån, fick återverkningar på andra sektorer. Det har skett en utveckling på finansmarknaderna som just här fick oanade konsekvenser. Det har utvecklats en finansiell teknik som går ut på att flera beviljade lån samlas ihop i nya konstellationer, en värdepapperisering. Dessa sätts i ett särskilt bolag som finansieras genom att nya värdepapper ges ut. Man säljer kreditrisken mot rätten till betalningsflödena från lånen. Detta kunde göras i olika konstellationer som såldes till riskvilliga placerare. Detta för med sig två problem. Dels

finansieras långa åtaganden genom upplåning på den korta marknaden, dels förloras överblicken över risken i de sammansatta produkterna. När upplåning på den korta marknaden blir dyrare vid räntehöjningar blir dessa produkter förlustbringande och illikvida. Har man då inte heller överblicken över sammansättningen av och risken i sådana kombinationsprodukter vill ingen ta i dem med tång. Värdepapperiseringen är i sig en intressant utveckling, problemet har varit att placerarna inte fått en samlad bild av risknivån.

Ett problem är att denna typ av risktaganden tagits vid sidan av bankerna. Dessa har försökt lägga sådana produkter vid sidan av den egna balansräkningen men när det uppstår problem kan inte bankerna undgå ansvar. Det liknar, som riksbankschefen Stefan Ingves påpekat, vad som hände vid den svenska bankkrisen i början av 90-talet. Bankerna hade lagt en del utlåning som inte var förenliga med bankens normala verksamhet enligt då gällande reglering i särskilda finansbolag. När dessa fick problem när fastighetsboomen kom av sig kunde inte bankerna undgå problemen. Något liknande tycks nu ske.

Osäkerhet om risken

Eftersom värdepapperiseringen lett till blandningar av subprime-lån och andra mera ordinära lån har det blivit svårt för placerarna att veta hur stora risker de kan vara utsatta för. Denna osäkerhet har spridit sig internationellt eftersom många placerare har papper av detta slag. Det råder osäkerhet om hur stora nedskrivningar som behöver göras för att täcka förluster som hör ihop med sub-primelånen. En del sådana förluster har kommit i dagen genom stora nedskrivningar av internationella banker men det är svårt att veta när en mera fullständig bild av detta finns. Det har funnits förhoppningar om att boksluten för 2007 skulle ge svar på frågan om förlusterna hos viktiga finansiella aktörer. Men det har visat sig att det krävs redovisningar under en stor del av 2008 för att få en mera fullständig bild av de förluster som subprime-krisen fört med sig. Osäkerheten kan därför kvarstå ännu en tid.

En särskild roll tycks de s.k. ratinginstituten ha spelat. Dessa institut svarar för graderingar av lån och värdepapper och därmed av dessas räntenivå. Detta görs på uppdrag av utfärdaren. Härigenom blir ratinginstitutens roll kluven. Kritik har riktats mot dem, kritik som går ut på att de är ekonomiskt beroende av utfärdaren av de kreditinstrument som de ska ge en oberoende och neutral värdering av. Under alla omständigheter har inte heller ratinginstituten klarat att skåda genom den osäkerhet och brist på klarhet ifråga om riskbilden som präglat många lån.

Osäkerheten om risknivån i olika värdepapper har lett till att dessa har prissatts fel. ”Priset på risk har blivit fel.” Därmed menas att prisskillnaden – ränteskillnaden - mellan säkra och mera osäkra papper blivit för liten. Detta har skett under den period av räntesänkningar som pågått en tid. Osäkerheten om den faktiska risknivån har säkert spelat en stor roll för ”felprissättningen”.

Osäkerheten om risk ger stramare kreditmarknad

Osäkerheten har lett till att banker och finansinstitut blivit mycket restriktiva med ny utlåning. Detta lägger en död hand över mycket av den reala ekonomiska aktiviteten. Ett företag som behöver finansiering till en utbyggnad eller andra nya åtaganden kan hindras av finansieringsproblem. Ett hushåll som inte kan låna till en ny bostad eller nya kapitalvaror håller igen på sina utgifter. Allt detta dämpar den ekonomiska aktiviteten.

Osäkerheten har lett till en mera restriktiv attityd från bankerna till att låna ut. Detta kan illustreras med följande diagram från Konjunkturinstitutets marsrapport.

Diagram 64 Kreditundersökning, USA
Andel banker som har stramat åt kreditvillkoren
Procent, kvartalsvärden



Källor: Federal Reserve Board

Källa: Konjunkturinstitutet

Med en starkt restriktiv utlåningspolitik i de utvecklade länderna kommer det att lägga en död hand över ekonomierna. Centralbankerna som ytterst ansvarar för att de finansiella marknaderna fungerar har därför agerat för att hålla uppe marknadsfunktionerna.

Att stärka likviditeten på finansmarknaderna

Det har skett genom likviditetsinjektioner i finansmarknaderna. Det är främst den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, som agerat. Man har lånat ut pengar till finansmarknadsaktörerna där villkoren varit gynnsamma och där Fed accepterat sämre säkerheter än vad som tidigare varit normalt, allt för att upprätthålla likviditeten. Det är en insats i storleksordningen 150 miljarder US-dollar.

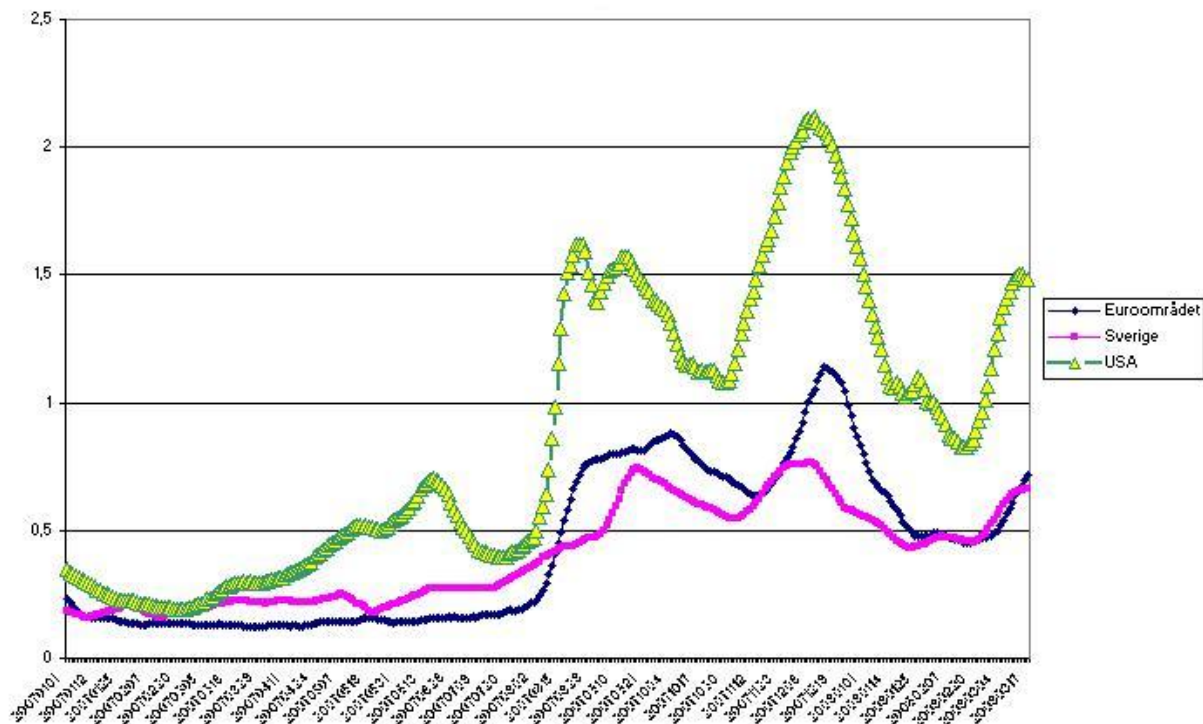
Även andra centralbanker som ECB och Bank of England har agerat på samma sätt men självfallet i mer blygsam skala. Den svenska Riksbanken har inte sett behov av detta på den svenska marknaden.

Sänkt ränta hjälper?

Fed:s huvudsakliga försvarslinje har varit, och är, att kraftfullt sänka räntan. Fed har sänkt räntan från 5,25 % i september 2007 till för närvarande 2,25 %. Konjunkturinstitutet räknar i sin marsprognos med att den amerikanska räntan ska sänkas under 2 %.

Fed räknar med att den kraftiga räntesänkningen ska stimulera ekonomin och rädda finanssektorn från frysning. Den stora diskussionen gäller om detta kommer att vara effektivt eller inte och om det kan få negativa följder i framtiden. Det är klart att den kraftiga räntesänkningen innebär en stark stimulans i ekonomin. Men en hake är att den s.k. räntespreaden har ökat, se diagram nedan. Det innebär att mera riskfyllda objekt ska drabbas av en högre kostnadsränta än en säker placering, som en statsobligation. Det innebär att det tidigare låga priset på risk justerats men innebär samtidigt att med en ökande räntespread får inte en styrräntesänkning effekt fullt ut.

Diagram. Räntespridning 2006-2008



Anm. Skillnaden mellan tre månaders interbankränta och räntan på en statsskuldväxel med motsvarande löptid. Procentenheter, dagsvärden, 10-dagars glidande medelvärde.
Källor: Reuters och Konjunkturinstitutet.

För det andra har varnats för att med den kraftiga räntesänkningen ökar inflationsrisken. En mycket kraftfull stimulans kan sätta sådan fart i ekonomin att Fed snart kan tvingas till räntehöjningar för att minska risken för att inflationen tar fart.

Det är därmed ett vågsamt spel Fed givit sig in i. Osäkerheten om den vidare utvecklingen är stor. Härtill kommer att centralbankens ansvar för att den finansiella marknaden ska fungera också tvingar fram andra åtgärder.

Kan en bank gå omkull?

När investmentbanken Bear Sterns helt plötsligt kom på fallrepet måste Fed ingripa. Ett fallissemang för Bear Sterns skulle ha kunnat få mycket vida återverkningar. Om Bear Sterns tvingats i konkurs kunde många andra banker ha kommit i ett svårt läge. Om inte banken JP Morgan tagit över Bear Sterns och dess åtaganden kunde detta ha fått svåra återverkningar på andra banker.

Genom ett snabbt ingripande från Fed övertog JP Morgan ägandet av Bear Sterns till en bråkdel av dess värde bara några dagar innan.

Ett liknande fall utgör Northern Rock i Storbritannien. När denna bank inte kunde klara sina åtaganden tvingades den brittiska staten åtminstone tillfälligt komma in som ägare. Detta visar på ett aktuellt problem. Staten kan inte låta processen omkring en nödlidande finansiell aktör bli utdragen. Med normala konkursprocedurer skulle det bli en utdragen process som är svår att ha gående på finansmarknaderna. Där sker allting sekundsnabbt, en utdragen process omkring en bank skulle bara leda till en "bank run", uttagen skulle snabbt göra slut på banken. Därför är det i allmänhet oundvikligt att staten ingriper. Men staten behöver därför ett kraftfullt regelverk

för att kunna agera. Detta tycks nu vara på väg i Storbritannien som följd av Northern Rock-fallet.

Behovet av tydliga regler

I bankkrisen i början av 90-talet var detta aktuellt för Sveriges del. Då tillskapades ett tillfälligt regelverk för sådana situationer, något som dock upphörde gälla vid mitten av 90-talet när de omedelbara problemen var över. En utredning tillsattes som lämnade sina förslag år 2000. Sedan har inget skett. Det är först under Alliansregeringen som detta arbete förts vidare och ett förslag om en permanent krisorganisation läggs fram. Northern Rock-fallet har lett till tydligare regler i Storbritannien om vad som ska ske i liknande situationer. Vidare har den amerikanske finansministern aviserat nya och strängare regler för finansmarknaden. Reglerna för och organisationen av marknadsövervakningen kommer troligen att skärpas.

Det som startade som ett amerikanskt problem har visat sig ha stora internationella konsekvenser. Osäkerheten om hur spridda inslagen av dåliga subprime-lån är i olika kreditkombinationer har lett till motvilja att ta nya risker och låna ut till osäkra projekt.

Detta har påverkat möjligheten att köpa företag och göra omstruktureringar.

Även om de reella återverkningarna av den amerikanska avmattningen är ganska liten i omvärlden är de indirekta effekterna via de finansiella marknaderna större. Det tar tid innan det står klart hur omfattande subprime-krisen är och vilka nedskrivningar som behöver göras. Många företag på de internationella finansmarknaderna gjorde under 2007 stora nedskrivningar som följd av förluster. Men denna process är inte över, det kommer att ta ytterligare en tid innan förlusternas hela omfattning framgår.

Innan denna process är färdig kommer det att finnas en tvekan hos hushåll och företag i många länder att göra investeringar och ta nya risker.

Slutsatser för Sverige

Därför kommer det här året att präglas av denna osäkerhet. Detta gäller också Sverige även om problemen här är mindre än i många andra länder. Ett skäl till detta är att den direkta inblandningen i subprime-problematiken ser ut att vara liten från svensk sida. Det som gör bedömningen svår är att om de amerikanska problemen allmänt sett gör de internationella finansmarknaderna osäkra kommer detta även att prägla den svenska finansmarknaden. Benägenheten att bevilja nya lån blir lägre och man kan också tänka sig en stramare attityd mot redan befintliga låntagare. Villkoren vid omsättning av lån kan bli sämre.

Här har dock än inte kunnat konstateras någon sådan åtstramning. Utlåningen i Sverige ökade enligt senaste statistik med ca 11-15 % sett på en 12-månadersperiod. Det talar knappast för att det skulle vara fråga om en åtstramning.

Konjunkturinstitutet räknar i sin marsprognos med att BNP-tillväxten i år ska uppgå till 2,5 %. Korrigerar man för antalet arbetsdagar är ökningen 2,2 %. Om detta kommer att stämma blir effekterna av krisen blygsamma för Sveriges del. KI räknar också med att utvecklingen under nästa år kommer att präglas av räntesänkningen med en halv procentenhet i höst och en mera stimulerande finanspolitik. KI räknar med att det ska vara möjligt att då genomföra reformer i form av skattesänkningar/utgiftsökningar om 30 miljarder kronor utan att överskottsmålet äventyras eller att det leder till överhettning.

Därigenom kan aktiviteten i ekonomin hållas uppe. Det är anmärkningsvärt att IMF, som brukar ställa krav på finanspolitisk återhållsamhet, nu rekommenderat de länder som har

möjlighet att lätta finanspolitiken att göra så. Sverige befinner sig i en sådan situation med ett överskott i det offentliga finansiella sparande som ligger ordentligt över det finansiella målet på ett överskott om 1 % av BNP.

Finansinspektionen har nyligen bedömt tillståndet i bostads- respektive banksektorn. Vad gäller bostadssektorn konstaterar finansinspektionen att hushållens kostnad per lånad krona sjunkit och amorteringstiderna förlängts. Det låga ränteläget och konkurrensen mellan bankerna har bidraget till detta. Belåningsgraden i nyutlåningen har ökat. Sammantaget bedömer inte finansinspektionen att situationen på bolånemarknaden isolerat sett innebär ett hot mot stabiliteten på finansmarknaden även om enskilda hushåll skulle kunna drabbas. Finansinspektionen kommer dock att bevaka utvecklingen noga.

I genomgången av läget för bankerna konstaterar finansinspektionen att förlusterna som kan kopplas till finanskrisen är små. Storbankerna har betryggande buffertar. Även förluster i verksamheten i Baltikum rubbar inte denna bedömning. Interbankmarknaden i Sverige har fungerat väl. Riksbanken har inte känt något behov att stötta likviditeten på finansmarknaden som varit fallet i andra länder.

Det som skulle kunna orsaka problem enligt finansinspektionen är om de internationella marknaderna för kortfristig och långfristig upplåning skulle fungera sämre. ECB har ingripit med likviditetsstöd då utlåningen mellan bankerna i euroområdet inte fungerat väl. Man kan inte utesluta att ökad oro på de internationella finansmarknaderna skulle påverka den svenska banksektorn negativt. Bankerna kan inte vara bundna till finansiering på den svenska marknaden.

Det finns ett antal mindre banker samt kreditmarknadsbolag och värdepappersföretag. Finansinspektionens bedömning är att dessa totalt sett inte är tillräckligt stora för att åstadkomma någon egentlig oro på finansmarknaden.

Tidigare har nämnts att ett långsiktigt system för hantering av finanskriser är på väg. Samtidigt är det viktigt att vara medveten om att med de internationellt inflätade marknaderna är det inte tillräckligt med en bra svensk reglering. Det är utomordentligt viktigt att man på EU-nivå når fram till gemensamma system för hur finanskriser ska hanteras.

Sammantaget står den svenska ekonomin stark inför de påfrestningar som den internationella finanskrisen innebär. Tillväxten är god, sysselsättningsökningen har varit stark och de offentliga finanserna är mycket starka. Visserligen vet vi att de svenska statsfinanserna är konjunktur känsliga men detta har väsentligt ändrats genom sänkningen av skattetrycket och de nya reglerna för t.ex. arbetslöshetsförsäkringen. Alla bedömningar pekar på att det offentliga överskottet kommer att ligga väsentligt över målet även om ekonomin försvagas.

Statsskulden sjunker ordentligt och skulden ligger väsentligt under de s.k. Maastrichtkriterierna på 60 % av BNP. Rörelsefriheten för den ekonomiska politiken är därmed stor. Ett fortsatt reformarbete inom socialförsäkringen, t.ex. efter modell av pensionsöverenskommelsen, ökar rörelsefriheten ytterligare.

Finansmarknaderna har klarat den internationella krisen bra och syns stabila inför eventuella kommande påfrestningar.

Att göra:

- ett system för hantering av finanskriser
- överenskommelser på EU-nivå
- stöd till den ekonomiska utvecklingen genom en något mera expansiv finanspolitik 2009 enligt de riktlinjer som KI pekat på. (Peningpolitiken är som bekant Riksbankens, inte regeringens ansvar.) Det handlar om strategiska skattesänkningar och satsningar på forskning, utbildning, infrastruktur och socialt angelägna ändamål.
- fortsatt förbättring av företagens villkor
- fortsatta åtgärder mot utanförskapet.