

LARS OXELHEIM, LARS PEHRSON  
& THOMAS PERSSON (REDAKTÖRER)

# EU OCH DEN GLOBALA KRISEN

EUROPAPERSPEKTIV 2010

ÅRSBOK FÖR EUROPAFORSKNING INOM  
EKONOMI, JURIDIK OCH STATSKUNSKAP

SANTÉRUS  
FÖRLAG

# Innehåll

Förord • 7

Inledning • 11

*Thomas Ordeberg* • 23

Hantering av finanskrisen i EU – rättsliga  
och institutionella aspekter

*Helena Svaleryd och Jonas Vlachos* • 53

Finansiell integration för tillväxt och stabilitet

*Tony Johansson och Jonas Ljungberg* • 85

Euron – frälsarkrans eller kvarnsten i krisens Europa?

*Göran von Sydow* • 113

Krisen och EU:s grundkonstruktion

*Rikard Bengtsson* • 143

EU, krisen och den nya globala ordningen

*Eleonor Kristoffersson* • 171

Statsstöd i ekonomisk kris

*Sophie Nachemson-Ekwall* • 197

EU och bolagsstyrning – blir det bättre efter den  
världsekonomiska krisen?

*Annina H. Persson* • 229

Multinationella bolags insolvens

*Maria Oskarson* • 255

Krisen under ytan – betydelsen av sociala skiljelinjer i  
attityder till europeisk integration och krishantering

Presentation av författare och redaktörer • 285

# Finansiell integration för tillväxt och stabilitet

av Helena Svaleryd och Jonas Vlachos

Finanskrisen som drog in över det världsomspännande finansiella systemet under 2008 har medfört att världen nu befinner sig i en global lågkonjunktur. Innan krisen upplevde världsekonomin en lång period av hög tillväxt och stigande efterfrågan, samtidigt som inflationen var låg. Under denna gynnsamma period expanderade finanssektorn kraftigt och den finansiella innovationstakten var hög. Även om finansiell utveckling säkerligen bidrog till tillväxten ägde en mer oroande utveckling rum under ytan: Riskexponering och skuldsättningsgrad ökade – framförallt hos de finansiella institutionerna – kreditbedömningarna försämrades och komplexitet i det finansiella systemet ökade kraftigt. När sedan bolånemarknaden i USA kraschade spred sig problemen snabbt över världen.

De nationella finansiella systemen är idag betydligt mer integrerade än för bara 15–20 år sedan. Det betyder att nationella eller regionala störningar som tidigare endast haft begränsad inverkan på andra delar av världen nu kan sprida sig och orsaka globala problem. Samtidigt har EU möjligheten att bygga upp ett betydligt mer verksamt regelverk för finansiell stabilitet än vad ett enskilt land skulle kunna skapa. I det här kapitlet diskuterar vi konsekvenserna av europeisk finansiell integration på tillväxt och stabilitet. De frågor vi ställer oss är om finansiell integration är viktigt för tillväxt och om det finns en konflikt mellan finansiell integration och finansiell stabilitet.

Forskningen visar tydligt att ett välfungerande finansiellt system kan höja tillväxten genom att mobilisera och kanalisera sparande till de mest lovande investeringarna, övervaka dessa investeringar, spri-

da risker i ekonomin och tillhandahålla ett fungerande betalningssystem. Även finansiell integration gynnar ekonomisk tillväxt, inte minst då integration mellan länder tenderar att öka effektiviteten i den inhemska finansiella sektorn. Dagens kris visar dock att spridningseffekterna kan bli stora i ett system där marknaderna är tätt sammanlänkade.

Vår analys av finanskrisen visar emellertid att bristen på harmonisering av regler och övervakning sannolikt både hämmat den finansiella integrationen och varit en bidragande orsak till krisen. Även den akuta krishantering har lidit av bristen på internationell samordning. Därför blir vår slutsats att det inte nödvändigtvis finns någon målkonflikt mellan finansiell integration och stabilitet. Istället kan harmonisering av regelsystem och övervakning på europeisk nivå bidra både till ökad integration och till ökad stabilitet i det finansiella systemet. För att så ska ske räcker dock inte att regelverket harmoniseras – det måste även fyllas med rätt innehåll.

Kapitlet är disponerat enligt följande. Först går vi igenom forskningslitteraturen som undersöker effekterna av finansiell utveckling på företagens tillväxt och den samlade tillväxten i ekonomin. Därefter diskuterar vi vilken inverkan finansiell integration har på effektiviteten i systemet, samt i vilken mån de finansiella systemen i Europa är integrerade. I den följande sektionen försöker vi beskriva dagens finanskris – dess orsaker och förlopp. Avslutningsvis diskuterar vi vilka lärdomar som kan dras från finanskrisen och ger våra rekommendationer för hur det finansiella systemet i Europa kan förbättras.

## Finansiell utveckling ger tillväxt

Det finansiella systemet består av marknader för handel med värdepapper och av finansiella mellanhänder som banker och andra finansinstitut. Systemets grundläggande uppgift är att föra resurser från den som vill spara till den som behöver kapital till investeringar och konsumtion. Fungerar denna process bra kan stora värden skapas; entreprenörer med idéer blir inte begränsade till det kapital de själva lyckas spara ihop och unga människor på jakt efter bostad behöver

inte förlita sig på att föräldrarna ska köpa dessa åt dem. Att sammanföra sparare och låntagare är däremot ingen enkel uppgift och kortfattat kan den finansiella sektorns bidrag till ökat välstånd sägas bero på systemets förmåga att:

- Skapa information om investeringsmöjligheter och fördela kapitalet till de mest lovande projekten.
- Övervaka investeringarna och utöva effektiv bolagsstyrning.
- Hantera och sprida risker.
- Mobilisera sparande.
- Underlätta handel med varor och tjänster.

Eftersom långgivare och låntagare har delvis motstridiga intressen är processen som sammanför dem inte utan problem. Låntagare föredrar i allmänhet långfristiga lån medan långgivarna gärna vill ha tillgång till likvida medel. Långgivarna har svårt att avgöra vilka idéer och låntagare som är värda att satsa på och även efter att en investering är gjord måste långgivaren se till att låntagaren faktiskt gör vad som utlovats. Även om båda parter har de bästa intentioner finns stora osäkerhetsmoment och informationsproblem, framförallt vad gäller långsiktiga investeringar. Risken för intressekonflikter är stor och att hantera dessa konflikter med hjälp av på förhand skrivna kontrakt är i de flesta fall ogörligt. I den mån utvecklingen av finansiella institutioner och marknader minskar dessa friktioner kommer detta att påverka både nivån på sparandet och – framförallt – hur sparandet används.

Till detta kommer den finansiella sektorns roll i att hantera risk-spridning och fånga upp sparkapital. Högavkastande investeringar är i allmänhet riskfyllda, långsiktiga och kräver stora mängder kapital. Det är därför på många sätt självklart att ett system som kan sprida risker och effektivt mobilisera sparande från flera olika källor kan påverka den ekonomiska tillväxten positivt. Den finansiella sektorn hanterar dessutom betalningarna i en ekonomi. Genom att sänka transaktionskostnaderna kan ett effektivt betalningssystem öka möjligheterna till specialisering vilket i sin tur kan höja produktiviteten i ekonomin.

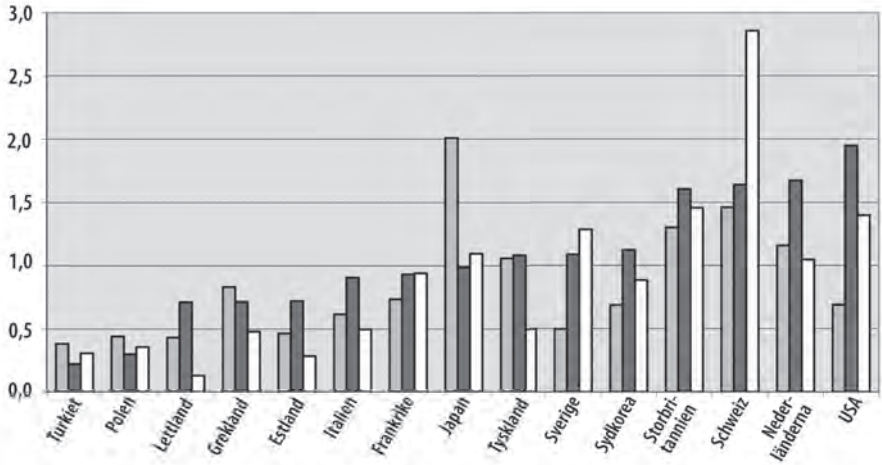
Det är viktigt att notera att den finansiella sektorn inte främst kan bidra till ökad tillväxt genom att öka sparandet i ekonomin. I stället är det huvudsakliga bidraget att möjliggöra en mer effektiv allokering av kapital. Anledningen till detta är helt enkelt att huvuddelen av den ekonomiska tillväxten – åtminstone i utvecklade ekonomier – beror på produktivitetsökningar, snarare än på en höjd investeringsnivå.

Att det teoretiskt sett är uppenbart att ett välfungerande finansiellt system kan ha positiva effekter på välbefinnande och tillväxt innebär inte att det är självklart hur sambanden mellan den reala och finansiella delen av ekonomin ser ut. En möjlighet är att finansiella tjänster helt enkelt skapas när efterfrågan på dem är stor. Huruvida själva utbudet av finansiella tjänster har en effekt på tillväxt är därför en empirisk fråga som det lagts stor forskarmöda på att försöka besvara.

Robert King och Ross Levine publicerade 1993 en artikel som kan sägas vara startskottet för den nya empiriska litteratur som studerar det finansiella systemets inverkan på ekonomisk tillväxt. Deras ansats är att relatera olika mått på den finansiella sektorns storlek till efterföljande ekonomisk tillväxt. I figur 1 visas tre ofta använda mått på finansiell utveckling för ett urval av länder. *Likvida medel* mäter storleken på finansiella intermediärer som banker, *krediter till privat sektor* mäter den totala kreditgivningen i ekonomin medan *aktiemarknad* mäter värdet på bolag noterade på ett lands aktiemarknad (alla mått är i förhållande till BNP).

Det är tydligt att den finansiella sektorn är mer utvecklad i rikare länder. USA som brukar betraktas som det land med de mest utvecklade finansiella marknaderna ligger i topp när det gäller kreditgivningen i ekonomin. De olika måtten visar också på skillnader mellan olika länder; exempelvis har Tyskland och Japan relativt stora banksektorer, medan USA och Sverige har förhållandevis stora aktiemarknader. En av de mest utvecklade finansiella sektorerna finner vi i Schweiz som en relativt liten ekonomi med en stor finansiell sektor.

De metodologiska problem som alltid finns när det gäller att klargöra orsakssamband har forskningen hanterat genom att med olika tekniker försöka isolera den del av finansiell utveckling som beror av utbudet från den del som styrs av efterfrågan på finansiella tjänster.



FIGUR 1. MÅTT PÅ FINANSIELL UTVECKLING (ÅR 2006)

Källa: World Bank Financial Structure Database.

De flesta studier ger ganska entydiga belägg för att finansiell utveckling – eller åtminstone storleken på den finansiella sektorn – har en positiv inverkan på ekonomisk tillväxt.

## Finansiell utveckling påverkar produktions- och företagsstruktur

Eftersom måtten som används för att mäta finansiell utveckling är grova är det svårt att säga något om de exakta mekanismerna bakom sambandet mellan tillväxt och finansiell utveckling. För att komma åt dessa mekanismer har olika forskningsstrategier använts. I en välciterad artikel tar Raghuram Rajan och Luigi Zingales fram mått på hur beroende olika industrier är av extern finansiering. Detta beroende påverkas av faktorer som hur stora de initiala investeringarna är och hur lång tid det tar innan en investering ger avkastning. Tillväxten i olika branscher relateras sedan till graden av finansiell utveckling.

I linje med vad som kan förväntas finner de att branscher med stora externa finansieringsbehov gynnas särskilt mycket av ett välutvecklat finansiellt system.

För att få en uppfattning om vilka sektorer som är beroende av extern finansiering visar vi i tabell 1 Rajan och Zingales mått på beroende av extern finansiering för några olika industrisektorer i USA under 1980-talet. I den första kolumnen visas vilken ranking sektorn har bland de sektorer Rajan och Zingales använde i sin studie. Mest beroende av extern finansiering är läkemedelssektorn, längre ner befinner sig branscher som motorfordon och metallprodukter, medan tobak och porslins- och keramikproduktion återfinns i botten på listan.

TABELL 1. EXTERN FINANSIERING I NÅGRA OLIKA INDUSTRIER I USA UNDER 1980-TALET

<i>Ranking</i>	<i>Sektor</i>	<i>Alla Företag</i>	<i>Mogna företag</i>	<i>Unga företag</i>
1	Läkemedel	1,49	0,03	2,06
2	Plastprodukter	1,14	–	1,14
3	Kontor och data	1,06	0,26	1,16
12	Motorfordon	0,39	0,11	0,76
17	Metallprodukter	0,24	0,04	0,87
24	Pappersmassa och papper	0,15	–0,05	0,22
34	Läder	–0,14	–1,33	–1,53
35	Porslin och keramik	–0,15	0,16	–0,41
36	Tobak	–0,45	–0,38	–

Anmärkning: Extern finansiering är andelen av kapitalutgifterna som inte finansieras med inkomster från egna verksamheten (medianvärdet i industrin). Mogna (unga) företag är företag som introducerades på börsen för mer (mindre) än 10 år sedan.

Källa: Rajan och Zingales (1998).

Givet att vissa industrier gynnas mer än andra av ett välfungerande finansiellt system är det rimligt att förvänta sig att finansiella system även påverkar handels- och specialiseringsmönster. Vi har studerat denna fråga genom att undersöka huruvida olika dimensioner



av finansiell utveckling kan relateras till i vilka sektorer OECD-länderna specialiserar sin produktion. Mycket riktigt fann vi att länder med välfungerande finansiella system i högre grad specialiserar sig i industrier som är beroende av extern finansiering. Ett välfungerande finansiellt system kan alltså ses som en produktionsfaktor som ger upphov till komparativa fördelar i produktion som är beroende av extern finansiering.

Dessa resultat blir än viktigare om man betänker att de industrier som är beroende av extern finansiering i allmänhet är framtidsbranscher med stor tillväxtpotential. Den bilden bekräftas av tabell 1 där vi ju högst upp återfinner läkemedelsbranschen och i botten tobaksindustrin. Framtidsbranscher kännetecknas ofta av många nya och mindre företag. Som visas i de två sista kolumnerna skiljer sig också beroendet av extern finansiering mellan mogna (äldre än 10 år) och unga företag; det är framförallt de yngre företagen som är beroende av extern finansiering. Att det verkar vara mindre och nystartade företag – vilka i allmänhet har lägre kreditvärdighet och därmed har svårare än storföretag att få extern finansiering – som gynnas av finansiell utveckling tyder även det på att tillväxthämmande kreditrestriktioner är lägre i länder med stora finansiella sektorer.

Den finansiella sektorn kan även bidra till ekonomisk tillväxt genom att omfördela kapital från krympande till växande sektorer i ekonomin. Om denna omallokering går smidigt kommer både tillväxten att öka och omställningskostnaderna att minska. Den empiriska forskningen bekräftar i stort att den finansiella sektorn fungerar på just detta sätt. Dels verkar omallokeringen gå snabbare i länder med stora finansiella sektorer, dels verkar den gå snabbare efter det att kapitalmarknaderna avreglerats.

Frågan om effekten av avregleringar är intressant eftersom den finansiella sektorn traditionellt varit hårt reglerad i de flesta länder. Regleringarna har ofta begränsat både var banker och andra finansiella institut får vara verksamma och hur deras verksamhet får bedrivas. Detta har tenderat att begränsa konkurrensen och gynnat uppkomsten av lokala finansiella monopol. Teoretiskt kan denna typ av konkurrensbegränsningar bidra till ökad finansiell stabilitet eftersom banker som har monopolvinster att slå vakt om har större an-

ledning att undvika konkurs än banker med små vinstmarginaler. Att försöka skapa finansiell stabilitet på detta sätt är emellertid tveksamt eftersom det samtidigt hindrar banker som är bra på att skilja bra krediter från dåliga från att konkurrera med mindre effektiva banker. Då dålig kreditgivning kan leda till kreditförluster är det kanske inte överraskande att de flesta studier tyder på att begränsningar i konkurrensen faktiskt minskar den finansiella stabiliteten. I praktiken har dessutom konkurrensbegränsningarna ofta uppkommit efter finansiella kriser. Idag, till exempel, tillåts mindre banker gå i konkurs medan större banker räddas. Delvis har skälet varit att undvika framtida kriser men det har även varit ett sätt att återkapitalisera bankerna; genom att ge dem monopolvinster har mindre kapital från andra källor (i praktiken ofta skattemedel) behövt skjutas till (se även Eleonor Kristofferssons bidrag i denna volym angående återkapitalisering av banker).

Avregleringar som syftar till att öka konkurrensen i det finansiella systemet har mycket riktigt visat sig leda till en mer effektiv finansiell sektor. Detta har dels yttrat sig i lägre kostnader för låntagarna men även i att långivningen ändrat karaktär. I likhet med forskningsresultaten som undersöker effekten av storleken på den finansiella sektorn så verkar ett mer konkurrensutsatt finansiellt system gynna tillväxt och nyföretagande. Företag som går dåligt får däremot i en avreglerad miljö se sina krediter bli dyrare eller helt utebli. Näringslivets omstruktureringstakt ökar, liksom graden av konkurrens i de flesta branscher. Bristande konkurrens i den finansiella sektorn gynnar alltså etablerade industrier och företag, liksom branscher som inte är så beroende av extern finansiering.

## Varför finansiell integration?

Att det finns stora skillnader i finansiell utveckling mellan olika länder visas tydligt i figur 1. Dessa finns även mellan länder på samma allmänna ekonomiska utvecklingsnivå och mellan länder inom EU. Eftersom kapitalrörelserna inom EU sedan 1990-talets början är fria behöver skillnader i finansiell utveckling emellertid inte betyda att

tillgången till extern finansiering skiljer sig mellan olika länder. På grund av den fria rörligheten finns det ju formellt sett inga hinder för ett företag i Polen att söka finansiering i Storbritannien. I praktiken är det däremot inte självklart att fria kapitalflöden automatiskt leder fram till faktiskt finansiell integration.

Eftersom den finansiella sektorn är olika utvecklad i olika länder finns potentiellt stora vinster att göra genom att de finansiella marknaderna integreras. Genom ökad integration kan kapitalet komma till användning där det behövs bättre. Vinsterna av integrationen kan uppstå genom att företag och privatpersoner får möjligheten att använda sig av finansiella tjänster i andra länder men – kanske minst lika viktigt – genom att integrationen i sig driver på den lokala finansiella utvecklingen.

Finansiell integration driver på den lokala finansiella utvecklingen via ett par olika kanaler. Först och främst kan finansiell integration öka konkurrensen på den lokala finansiella marknaden vilket kan öka dess effektivitet. Philip Strahan slår fast att det är precis vad som hände i USA när delstaterna öppnade upp sina bankväsenden för konkurrens och det finns enligt oss ingen uppenbar anledning till att det skulle förhålla sig annorlunda i Europa. Mer effektiva och sofistikerade finansiella aktörer kan sänka priset på finansiella tjänster antingen genom att själva ge sig in på nya marknader eller genom att tvinga lokala aktörer att anpassa sig eller upphöra med verksamheten. I förlängningen betyder det bättre allokering av kapital och vinster i form av lägre kapitalkostnader.

Förutom via ökad konkurrens är det dessutom möjligt att finansiell integration kan öka effektiviteten genom att tillåta bankerna att bättre utnyttja sina stordriftsfördelar. Avregleringsvågen av bankmarknaden i USA gav prov även på detta och i avregleringens spår skedde en våg av uppköp och banksammanslagningar. Både detta och den ökade konkurrensen kan förbättra kreditförsörjningen, framförallt i länder med mindre utvecklade finansiella system.

En delvis annorlunda kanal genom vilken finansiell integration kan driva på den finansiella utvecklingen går via regelverket som styr den finansiella sektorn. Integrationsprocessen i sig kan leda fram till harmonisering och anpassning av de nationella reglerna vad gäller

redovisning, konkursförfaranden, ägarstyrning, värdepapperslagstiftning och banköversyn. Även om det inte är självklart att en sådan harmoniseringsprocess leder fram till en förbättrad lagstiftning överallt så är det rimligt att tro att så sker i mindre finansiellt utvecklade länder. Förbättrad lagstiftning och reglering inom dessa områden kan i sin tur bidra till att minska de informationsproblem som präglar finansiella relationer. Det är därför troligt att utbudet av krediter kommer att öka även genom att integrationen bidrar till att dessa informationsproblem kan hanteras effektivare.

Att hushåll och företag kan kringgå lokala finansiella restriktioner genom att söka finansiering i andra länder är ytterligare ett sätt på vilket finansiell integration kan förbättra den finansiella utvecklingen. Integration av denna typ visar på ett problem med de mått på finansiell utveckling som brukar användas. Om ett företag har tillgång till krediter från ett annat land spelar volymen på den lokala utlåningen mindre roll när det gäller att bedöma den faktiska tillgången på krediter och andra finansiella tjänster. Krediter som ges över nationsgränserna kommer dessutom att registreras i det långivande landet trots att det *de facto* är förknippat med de finansiella villkoren i det låntagarens hemland. På samma sätt kan företag ha tillgång till internationella obligationsmarknader och kan notera sina aktier på flera olika börser för att på så sätt förbättra sin kreditförsörjning.

På en väl integrerad kapitalmarknad är det därför den totala graden av finansiell utveckling som är avgörande, inte utvecklingsnivån i varje enskild region eller nation. I takt med att den finansiella integrationen fortgår blir alltså aggregerade och volymbaserade mått på finansiell utveckling allt mindre informativa om den faktiska graden av finansiell utveckling. Ett flertal andra ansatser, oftast baserade på prissättningen av finansiella tillgångar och tjänster, har därför använts för att mäta den finansiella integrationen i Europa. Det mesta tyder på att penningmarknaderna och marknaderna för statsobligationer är väl integrerade. Inte minst tyder mycket på att införandet av euron – som ju undanröjde växelkursrisken – kraftigt bidragit till integrationen av dessa marknader.

De europeiska bank- och aktiemarknaderna förefaller däremot

fortfarande vara kraftigt geografiskt segmenterade vilket hämmat den ekonomiska utvecklingen i Europa. Hur värdefull en vidare integration av de finansiella marknaderna skulle vara är självfallet svårt att svara på, men en studie av bland andra Luigi Guiso och Marco Pagano tyder på att den ekonomiska tillväxten skulle stiga med några tiondels procent om marknaderna vore perfekt integrerade. Denna siffra är dock känslig för en mängd olika antaganden.

Ett första krav för att finansiell integration ska uppnås är att de finansiella marknaderna är öppna för utländska intressen. Erfarenheterna från EU tyder dock på att detta inte räcker för att uppnå faktisk finansiell integration. Flera studier visar att införandet av euron minskade marknadssegmenteringen men viktiga hinder verkar kvarstå trots införandet av en gemensam valuta. Inom EU har kommissionen lagt ner mycket energi på att försöka harmonisera den finansiella regleringen då de skilda regelsystemen setts som en bidragande orsak till bristen på finansiell integration. Ett par studier, varav en genomförd av en av författarna till det här kapitlet, Jonas Vlachos, tyder på att en ökad grad av harmonisering faktisk bidrar till att öka integrationen.

På harmoniseringsområdet återstår dock mycket att göra. Exempelvis hindras handeln med aktier och obligationer av att systemen för betalning och leverans av värdepapper inte är harmoniserade. Delvis beror detta på rena tekniska problem; länderna sitter helt enkelt fast i den tekniska lösning som en gång valts, men det finns även politiska hinder för en sådan harmonisering. Politiska hinder märks även vad gäller uppöppnandet av lokala bankmarknader för utländska etableringar. En studie av Reint Gropp och Anil Kashyap visar att en välfungerande marknad för uppköp är nödvändig för att uppnå integration på bankmarknaden. Nationella myndigheter sätter ofta käppar i hjulet för sådana uppköp vilket bidrar till att upprätthålla marknadssegmenteringen och till att minska konkurrensen. Överlag verkar det finnas hinder för ökad konkurrens i Europa då övervinster i banksektorn i flera länder inte minskar över tiden. Dessutom hindras finansiell integration inom EU inte bara av olikheter i de nationella finansiella regleringarna utan också av olikheter i skatteregler, pensionsregler och juridiska regler.

Att dessa hinder mot integration på de finansiella marknaderna kvarstår, trots de vinster minskad marknadssegmentering kan föra med sig, har troligen – åtminstone delvis – sin förklaring i att alla intressen inte har lika mycket att tjäna på ökad integration. Resultaten från vår egen forskning tyder som tidigare nämnts faktiskt på att starka intressen har mycket att förlora på finansiell integration. Detta beror på att ökad finansiell integration kan försämra tillgången till kapital för företag i länder med välutvecklade finansiella marknader – även om den finansiella verksamheten i dessa länder expanderar som svar på integrationsprocessen. Anledningen är att företag i sådana länder plötsligt tvingas konkurrera om det finansiella kapitalet med företag från mindre finansiellt utvecklade regioner.

Mekanismen är densamma som brukar nämnas i samband med ökad internationell handel av mer traditionellt slag; när gränserna är stängda för internationell handel gynnas de som drar stor nytta av de tjänster ett land har naturligt goda förutsättningar att producera. När handeln släpps fri kan priset på finansiella tjänster i sådana länder stiga eftersom efterfrågan ökar. Detta gynnar producenterna av finansiella tjänster men kan påverka de inhemska företag som är beroende av dessa tjänster negativt. I mindre finansiellt utvecklade länder är det på motsvarande sätt främst de som har ett behov av extern finansiering som gynnas av finansiell integration medan de lokala finansiella företagen kan missgynnas.

Av dessa anledningar är det knappast förvånande att det kan finnas politiskt starka intressen som motsätter sig ökad finansiell integration. Raghuram Rajan och Luigi Zingales har betonat att just åtgärder som håller tillbaka den finansiella utvecklingen kan vara mycket attraktiva för olika särintressen. Skälet är att de företag i finansiellt utvecklade ekonomier som har relativt mycket att vinna på förbättrad tillgång på extern finansiering tenderar att vara små och oetablerade, ofta utan kontakter till det nationella bankväsendet och det politiska systemet. De företag i sådana länder som har relativt lite att vinna på förbättrad tillgång till krediter är däremot i allmänhet stora, gamla, väletablerade och med goda kontakter i den finansiella och politiska eliten. Genom att begränsa de oetablerade företagens tillgång på krediter kan de etablerade företagens dominerande ställning upprätthållas.

Samtidigt är det väldigt svårt för väljare och andra intressen att se kopplingen mellan finansmarknadsreglering och storföretagens dominerande ställning.

Att detta inte bara är lösa teoretiska spekulationer visas exempelvis i en studie av Mariassunta Giannetti och Steven Ongena. De finner att etableringen av utländska banker på de östeuropeiska marknaderna främst gynnade yngre företag. Däremot visade sig företag med kopplingar till det inhemska bankväsendet och till statliga intressen förlora. Motsvarande har Philip Strahans forskning kring bankavregleringarna i USA visat att främst mindre företag gynnas och att produktmarknadskonkurrensen ökade i avregleringarnas spår. Även avregleringarna av det franska bankväsendet har visat sig ha likartade konsekvenser på företags- och industristruktur.

Att öppna upp det finansiella systemet för utländsk konkurrens och att harmonisera regelverken är emellertid inte tillräckligt för att uppnå faktisk finansiell integration. Förutom politiska hinder till integration finns det en mängd informella och kulturella faktorer som hindrar integrationen. Att dessa hinder kan vara stora visar Luigi Guiso och medförfattare i en studie av lokal finansiell utveckling inom olika italienska regioner. Trots att det finansiella regelverket är detsamma mellan regionerna, trots ett gemensamt rättväsende och gemensam valuta visar sig graden av lokal finansiell utveckling spela stor roll för både företag och hushåll.

Mycket talar för att bristande förtroende mellan invånare i olika länder och även bristande förtroende gentemot myndigheter i andra länder påverkar integrationen negativt. Eftersom detta bristande förtroende ofta har djupgående kulturella och historiska orsaker finns det gränser för hur det kan påverkas via politiska beslut. Detta sagt kan det finnas politiska vägar att öka förtroendet vilket i sin tur kan öka den finansiella integrationen. Det finns en uppsjö av evidens för att bristande rättstrygghet, korruption och svag bolags- och ägarstyrning utgör hinder för både finansiell och allmän ekonomisk integration. I den mån ökad harmonisering även bidrar till minskat godtycke i eventuella rättprocesser, till ökad transparens och till förbättrat informationsutbyte lär detta kunna bidra till att öka förtroendet mellan investerare i olika länder.

Att viss reglering och övervakning lyfts upp på en EU-nivå snarare än att förbli på nationell nivå kan även det bidra till ökad integration då det kan minska oron för särbehandling bland utländska investerare. Att sådan oro kan ha faktiska ekonomiska konsekvenser visar exempelvis en studie av Luc Laeven och Fabian Valencia. De finner att allmänna lånegarantier som utfärdats under finansiella kriser verkar vara effektiva åtgärder för att motverka panik bland inhemska investerare. Däremot finns inga tecken på att de minskar oron bland utländska investerare. Eftersom de studerade garantierna formellt gäller lika för inhemska och utländska intressen kan skillnaderna i beteende bero på att de utländska investerarna inte litar på myndigheterna i samma utsträckning som landets egna medborgare. Eftersom förväntningar kring agerandet under krissituationer påverkar hur investerare betar sig även under normala tider kan tydliga riktlinjer för hanteringen av finansiella kriser öka förtroendet och därmed den finansiella integrationen.

Sammanfattningsvis finns det mycket som tyder på att ökad harmonisering av det finansiella regelverket driver fram ökad finansiell integration. Att enbart harmonisera reglerna är dock inte nog för att skapa det förtroende som utländska investerare behöver för att korsa nationsgränserna. Att ansvaret för den finansiella regleringen lyfts från nationell till europeisk nivå kan därför ha gynnsamma effekter på integrationen, vilket även ökat informationsutbyte och förbättrad transparens kan bidra till. Samtidigt har det visat sig svårt att uppnå integration på bankmarknaden utan en välfungerande marknad för företagsuppköp. Att den faktiska integrationen av finansmarknader verkar gå långsamt beror säkert till viss del på att politiskt starka intressen kan ha mycket att förlora på en sådan utveckling.

## Finansiell integration och dagens finansiella kris

Sensommaren 2007 steg oron på den amerikanska penningmarknaden; räntan för lån mellan banker höjdes kraftigt. Problemen spred sig sedan över världen och orsakade stora störningar i det finansiella

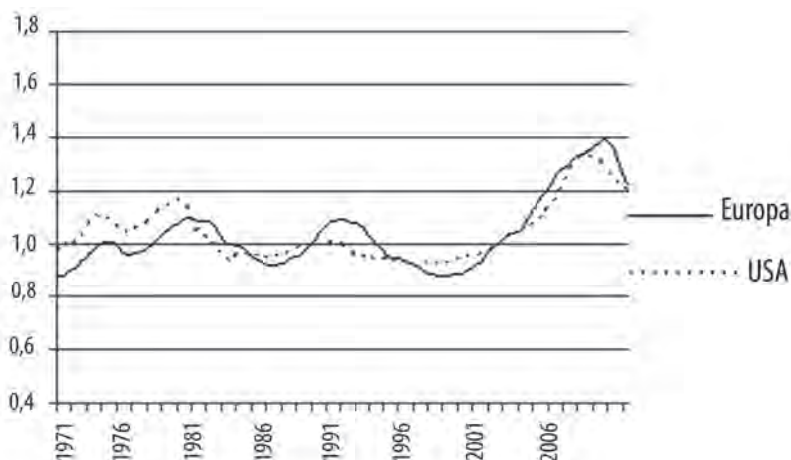


systemet. Även om det ännu är för tidigt att bedöma den fulla effekten av krisen på den reala ekonomin är det uppenbart att många länder i Europa drabbats av en djup recession.

I likhet med flertalet tidigare finansiella kriser karaktäriserades det globala finansiella systemet innan krisen av överdriven skuldsättning samtidigt som risk prissattes för lågt. Även om krisförloppet är känt kommer det sannolikt att ta lång tid innan forskningen enas om de bakomliggande orsakerna (krisförloppet beskrivs även i Thomas Ordebergs kapitel i denna volym). Vår bild är att orsakerna bakom krisen är flera: En alltför slapphänt penningpolitik och expansiv finanspolitik, framförallt i USA, samt globala obalanser i kapitalflödena tryckte ner räntenivåerna, drev upp tillgångspriserna och satte igång en jakt på avkastning. Tillgången på riskvilligt kapital framkallade en explosion av finansiella innovationer vars syfte var att sprida risker och hitta avsättningsmöjligheter för kapitalet.

Flera av dessa innovationer ledde till snedvridna incitament hos de finansiella institutionerna genom att de skapade en illusion av att minska institutionernas riskexponering och skuldsättningsgrad. Ett exempel är bankernas användande av specialbolag för värdepapperisering av bankernas lån (så kallade *Collateralized Debt Obligations*, CDO:s). För att sprida riskerna med utlåning paketerade bankerna om lånen till obligationer som såldes vidare till investerare. Försäljningen av obligationerna skedde genom specialbolag och därmed tilläts risken flytta utanför bankernas balansräkningar – trots att banken i själva verket stod med risken i det fall när specialbolagen inte kunde återfinansiera sig på marknaden. Genom att lånen inte fanns på bankens balansräkning behövde bankerna inte hålla kapital för att täcka risken. På så sätt kunde bankerna låna ut än mer pengar, vilket i sin tur ledde till ökade tillgångspriser.

Kreditgivningen bidrog till att huspriserna steg dramatiskt i både USA och Europa. Uppgången ledde till priser högt över deras verkliga värde. Figur 2 illustrerar detta genom att visa hur kvoten mellan priser för bostäder och hyror utvecklades från 1970 och framåt för USA och några europeiska länder. Bilden visar tydligt att det före krisen byggts upp en bubbla på både den amerikanska och europeiska bostadsmarknaden.



FIGUR 2. PRISET FÖR BOSTÄDER SOM ANDEL AV HYRESKOSTNADER.

Anmärkning: Indexet för euroområdet är definierad som det viktade BNP-genomsnittet för Tyskland, Frankrike, Storbritannien, Spanien, Finland, Danmark, Sverige, Irland och Nederländerna.

Källa: OECD.

En annan utveckling som bidrog till för låg kapitaltäckningsgrad och överbelåning hos de finansiella institutionerna var den ökande användningen av kreditförsäkringar. Försäkringsbolag som specialiserar sig på att försäkra obligationslån expanderade sin verksamhet genom att även erbjuda försäkringar mot diverse tillgångsuppbäckade obligationer och CDO:s. I slutet av 1990-talet introducerades även möjligheten att köpa försäkringar mot kreditförluster utan att behöva äga den underliggande säkerheten (så kallade *Credit Default Swaps*, CDS:s). Eftersom man inte behöver äga den tillgång som försäkringen gäller har dessa i praktiken fungerat som instrument för vadslagning om huruvida ett företag kommer att gå i konkurs eller inte. Inget fel i det, men olika faktorer har sammantaget gjort att dessa kreditförsäkringar minskat den finansiella stabiliteten.

För det första har marknaden för kreditförsäkringarna varit i princip oreglerad. Till skillnad från vad som gäller för traditionella försäkringsbolag har det alltså inte funnits några krav på exempel-

vis kapitaltäckning och återförsäkringar för företagen som ställde ut försäkringarna. I stället har det varit upp till varje bank att själv avgöra hur många kreditförsäkringar de ville sälja och hur de skulle se till att det fanns kapital när försäkringarna föll ut. Eftersom banker och andra institut började sälja försäkringar mot kreditförluster på CDO:s blev även denna marknad exponerad för riskerna på bostadsmarknaden.

Den andra viktiga faktorn är att det kunnat handlas fritt med kreditförsäkringar samtidigt som det inte har funnits en öppen handelsplats eller clearinghus för dessa instrument. I stället har alla affärer gjorts upp mellan två parter. Detta skapade en komplex och svåröverskådlig härva av åtaganden mellan olika institutioner. Genom att företag A köper en försäkring mot att företag B ställer in betalningarna av företag C, kan finansiella problem för företag C snabbt sprida sig vidare till både företag A och B. Problemen blir än värre av att köparen A kunnat sälja vidare försäkringen till företag D, utan att D insett att den därmed indirekt köpt en försäkring av företag C. Om någon länk i kedjan kommer på obestånd – eller om aktörerna börjar oro sig för att någon annan riskerar att hamna på obestånd – sprider sig detta snabbt i systemet eftersom ingen vet exakt hur exponerad deras motpart egentligen är.

Sammantaget var bilden av de finansiella marknaderna i både USA och Europa innan krisen den att: i) de komplicerade finansiella instrumenten gjorde det svårt att dels bedöma risker, dels avgöra vilka aktörer som var exponerade för risk; ii) reglerarna hann inte med i den snabba produktutvecklingen, vilket bland annat mynnade ut i för låg kapitaltäckning och hög riskexponering hos bankerna; iii) den stora efterfrågan på placeringsmöjligheter tillsammans med förväntningarna om fortsatt prisuppgång på tillgångar ledde till bristfällig kreditprövning. Speciellt i USA expanderade marknaden för bolån till låntagare med lägre kreditvärdighet – den så kallade *subprime*-marknaden och även europeiska banker exponerades mot dessa.

När sedan bubblan brast och förväntningarna om tillgångarnas värde korrigerades ner, kunde aktörerna inte avgöra vilka som satt med de dåliga lånen. Bristen på transparens och förtroende i systemet ledde till en likviditetskris och bankerna kunde inte längre finansie-

ra sin utlåning på marknaden, även om bankerna i de flesta fall var kreditvärdiga. Det blev tydligt hur relativt små kreditförluster kan ha stora systemeffekter när det är oklart vilka som är exponerade för de dåliga lånen. För att säkra likviditeten i systemet har centralbanker världen över lånat ut stora belopp till bankerna på längre löptider och mot ett större urval av säkerheter än tidigare.

Finansiella kriser är inget ovanligt, sedan 1980 har över 100 finansiella kriser inträffat i olika delar av världen. Skillnaden från tidigare kriser är emellertid att de finansiella marknaderna idag är mer integrerade och globala. Vid nationella eller regionala kriser har de drabbade länderna ofta dragit fördel av konjunkturen i omvärlden för att få ekonomin på fötter. Ett exempel är Sverige som efter bankkrisen i början av 1990-talet gynnades av en stark konjunktur i omvärlden som tillsammans med en depreciering av kronan gav en rejäl skjuts till exporten och ekonomin.

Det råder ingen tvekan om att problem i delar av de finansiella marknaderna får större spridning i ett integrerat finansiellt system. Frågan är ändå hur problem i en liten del av systemet – subprime-marknaden i USA – kunde få återverkningar på de finansiella marknaderna världen över. Värdepapperna som var uppbackade av subprime-lån utgjorde uppskattningsvis endast tre procent av de samlade amerikanska finansiella tillgångarna och ändå har banker i både USA och Europa hamnat i svårigheter.

Bankerna i Europa och USA är sammanlänkade genom att de bedriver verksamhet över nationsgränserna och finansierar sig på samma marknader. De europeiska bankerna i euroområdet var också till en del exponerade mot den amerikanska subprime-marknaden genom att de investerat i värdepapper baserade på dessa lån. Vad som gjorde de europeiska bankerna känsliga för negativa chocker var den extremt höga skuldsättningsgraden. Tabell 2 visar skuldsättningsgraden mätt som totalutlåning som andel av BNP i olika privata sektorer i euro-området och USA. Det är omöjligt att säga något om vad som är en optimal skuldsättningsgrad eftersom olika system kan bära olika skuldsättningsnivåer, men snabba ökningar har emellertid visat sig kunna förebåda finansiella kriser. Mellan 1999 och 2007 ökade den totala skuldsättningsgraden i euroområdet med 100 procent av

BNP och i USA med 80 procent av BNP. Den finansiella sektorn i euro-området ökade skuldsättningen med hela 71 procent av BNP medan den i USA endast ökade med 38 procent av BNP.

TABELL 2. SKULDSÄTTNINGSGRAD SOM ANDEL AV BNP

	<i>Hela ekonomin</i>		<i>Icke-finansiella företagssektorn</i>	
	Euro-området	USA	Euro-området	USA
1999	3,51	2,66	0,67	0,46
2007	4,54	3,47	0,92	0,49
2008	4,73	3,46	0,97	0,49
Förändring 1999–2007	1,03	0,81	0,25	0,03
	<i>Finansiella sektorn</i>		<i>Hushåll och små företag</i>	
	Euro-området	USA	Euro-området	USA
1999	1,61	0,79	0,58	0,88
2007	2,32	1,17	0,61	1,28
2008	2,42	1,17	0,61	1,24
Förändring 1999–2007	0,71	0,38	0,13	0,4

Anmärkning: För euro-området är skulderna summan av alla skulder på balansräkningen enligt ECB.

Källa: Caramassi med flera (2010).

Island och de baltiska staterna har drabbats mycket hårt av den finansiella krisen. Innan krisen var ekonomierna i dessa länder kraftigt överhettade; huspriser, bytesbalansunderskotten och skuldsättningen steg snabbt. I Litauen, exempelvis, var utlåningen 2007 95 procent av BNP. Efter EU inträdet flödade stora mängder kapital in i de baltiska staterna. Investeringarna hamnade framförallt i sektorer skyddade från importkonkurrens som byggindustrin, handel och finansiella tjänster. Lönerna steg kraftigt i alla delar av ekonomierna och konkurrenskraften sjönk. När sedan kapitalinflödet ströps i och med krisen drabbades länderna av en djup lågkonjunktur. För att återfå konkurrenskraft försöker nu länderna interndevalvera, det vill

säga sänka kostnadsnivån gentemot utlandet utan att släppa valutornas koppling till euron.

Islands primära problem var istället den alltför stora banksektorn. Efter avregleringarna av banksektorn under början av 2000-talet växte sektorn dramatiskt: 2003 var banksektorns tillgångar lika stora som landets BNP och 2007 nästan 10 gånger större än ekonomin. Staten kunde därmed inte längre fungera som slutlig långgivare (Lender of Last Resort) när bankerna fick problem. När krisen slog till började utländska placerare sälja sina isländska tillgångar – kapitalflödet vände och den isländska kronan deprecierades. Eftersom bankernas skulder var i utländsk valuta blev bankernas åtagande ännu dyrare. När kunderna började tvivla på att staten kunde fullgöra sina åtagande som garant för insättningsgarantierna tog de ut pengarna från sina konton i de isländska bankerna. Bankerna fick det ännu svårare att finansiera sig på marknaden och det hela slutade med att bankerna togs över av isländska staten. Exemplet Island illustrerar problematiken med en stor finansiell sektor i ett litet valutaområde. Redan innan krisen varnade forskarna Willem Buiters och Anne Sibert för att den isländska modellen inte var hållbar. De nämner ytterligare tre länder som i viss mån har samma problem: Sverige, Danmark och Schweiz.

Historiskt sett är finansiella kriser segdragna processer. I en studie av ett flertal kriser finner Carmen Reinhart och Kenneth Rogoff att förutom att värdet på bostäder och aktier sjunker har finansiella kriser även stora negativa konsekvenser på produktion och sysselsättning. Produktionen brukar vända upp relativt snart medan arbetslösheten släpar efter. Dessutom visar det sig att finansiella kriser ofta leder till stora statsfinansiella budgetunderskott. Det beror dock främst inte på höga kostnader för att stödja bankerna utan istället på att fallet i produktionen leder till lägre skatteinkomster och ökade utgifter för att mildra konjunkturedgången.

## Vad har krisen lärt oss?

Även om själva krisförloppet är relativt klarlagt råder ingen enighet kring de bakomliggande orsakerna till den finansiella kollapsen. Att risker var felprissatta och att många aktörer drog på sig för stora risker förefaller klart men varför så skedde är inte uppenbart. En möjlighet är att det helt enkelt var ett misstag. Sådana kommer alltid att begås, framförallt när det gäller att hantera ovanliga chocker – vilket kraftiga fall i huspriser är ett exempel på. Dessutom var många finansiella instrument nya och hur stora de systematiska riskerna dessa orsakade kan ha felbedömts. Om detta är hela förklaringen utgör krisen en nyttig läxa för den framtida finansiella riskhanteringen. Nya kriser kommer att komma, men de kommer att bero på orsaker som vi idag har svårt att förutse. Det viktigaste blir då att vara bättre förberedd när dessa kriser kommer.

Det finns emellertid mycket som tyder på att det finns incitamentsproblem i den finansiella sektorn. Eftersom en bank inte drabbas fullt ut av sitt eget handlande kommer den att vara mindre försiktig med pengar som placeras i banken än den som äger pengarna. Denna typ av så kallade moral hazard-problem är vanligt förekommande i all verksamhet där vissa aktörer hanterar andras resurser samtidigt som det inte är möjligt att fullt ut övervaka hur resurserna används. I ljuset av finanskrisen verkar det huvudsakliga moral hazard-problemet funnits i relationen mellan de finansiella institutionerna och skattebetalarna. I och med att finansiella institut explicit eller implicit åtnjuter statliga garantier skyddar de sig inte tillräckligt mot risker. Bolånemäklare som fick betalt för att förmedla lån slarvade – helt rationellt ur deras synvinkel – med kreditprövningen, kreditvärderingsföretag gav sina kunder den kreditvärdighet de ville ha och bankernas bonussystem gav de anställda incitament att helt fokusera på kortsiktiga mål.

Ett annat misslyckande är att varje enskild finansiell institution reglerats individuellt, utan hänsyn till systemrisken. Eftersom enskilda institutioner påverkar hela systemet är det nödvändigt att via politiska åtgärder och regleringar hantera den påverkan banker och andra finansiella institutioner har på varandra. Till skillnad från

andra sektorer i ekonomin kan konkurser i den finansiella sektorn ha stora negativa konsekvenser på andra företag i sektorn. När ett stort finansiellt företag hamnar på obestånd råkar alla deras kontrakt i fara, vilket har som följd att andra finansiella företag hamnar i samma belägenhet för att deras kontrakt inte längre är säkrade. När många finansiella institutioner samtidigt försöker minska sin riskexponering genom att sälja av sina tillgångar kan tillgångsvärdena tryckas ner vilket sätter ytterligare press på det finansiella systemet. Fler företag blir då tvingade i konkurs och hela det finansiella systemet äventyras. Dessa spridningseffekter är grunden för de garantier som bankerna åtnjuter. Eftersom bankernas aktieägare inte bär kostnaderna som de orsakar för systemet i stort, är det fullständigt rationellt för en enskild banks ägare att inte fullt ut ta hänsyn till de kostnader som kan uppstå vid en finansiell kris. Moral hazard-problematiken i kombination med de spridningseffekter en bankkonkurs kan få är huvudskälen till att bankernas kreditgivning är hårt reglerad.

Regleringen av bankerna verkar däremot ha fungerat dåligt. De så kallade Basel II-reglerna anger lägstanivån för bankernas kapitaltäckningsgrad och är till för att skydda bankerna från konkurs. Kapitaltäckningskraven beror på hur riskabla bankernas investeringar är och det är ingen överdrift att säga att myndigheterna misslyckades med att göra denna riskbedömning. I praktiken delegerades riskbedömningen till kreditvärderingsinstitut som betalades av bankerna själva, vilket givetvis kan innebära att instituten har incitament att vara alltför efterlåten i sin bedömning. Denna typ av riskbedömningar är dock genuint svåra och det går inte att förlita sig på mekaniska modeller. Därför är det oroande att de reglerande myndigheterna som reaktion på den finansiella krisen i stor utsträckning fokuserar på högre kapitaltäckningskrav baserade på förbättrade riskanalyser. Det finns all anledning att vara skeptisk till uppfattningen att myndigheternas förmåga att bedöma risker skulle vara bättre i framtiden.

Det fanns även hål i regelverket som innebar att bankerna kunde sänka kapitaltäckningskraven genom att skenbart flytta risker utanför balansräkningen och försäkra sig mot kreditförluster. Man kan därför säga att kraven på eget kapital endast gällde bankspecifika risker medan bankerna inte hade någon kapitaltäckning mot systemrisk.



Ett sätt att undvika att detta sker igen är att begränsa bankernas möjligheter att använda sig av olika tekniker för att sänka kapitaltäckningskraven. Kapitaltäckningskraven bör därför även fortsättningsvis bero på bankens risktagande, men det bör finnas en gräns för maximal skuldsättningsgrad. Det förefaller i början av 2010 troligt att framtida regleringar kommer att innehålla regler för hur mycket eget kapital bankerna måste hålla mot sin totala utlåning, oavsett risk.

Varför tillät finansinspektioner världen över dessa generösa tolkningar av reglerna? Det skulle kunna bero på okunnighet men en mindre välvillig tolkning är att även myndigheterna agerade opportunistiskt för att gynna de egna finansföretagen. I USA är dessa stora politiska bidragsgivare och inom Europa är det möjligt att myndigheterna undvek strikta tolkningar av reglerna med rädsla för att missgynna de inhemska finansiella företagen gentemot utländska konkurrenter, eller för att undvika att företagen flyttade till länder med generösare tolkningar. Ett syfte med Basel II-reglerna rörande banker är just att begränsa den regelkonkurrens som kan uppstå när reglerarna är nationella men företagen är multinationella. Problemet var emellertid att reglerna lämnar utrymme för olika tolkningar. För att undvika skadlig regelkonkurrens i framtiden är en väg att minska utrymmet för flexibilitet i tolkningarna av regelverket. Samtidigt finns här en motsättning; eftersom riskbedömningarna alltid kommer att vara baserade på tveksamma modeller krävs omdöme och diskretion när de tolkas. En annan väg vore därför att införa ett övervakningsorgan för banker på europeisk nivå, vilken dock kan ha nackdelen att inte ha samma tillgång till lokal information som nationella myndigheter.

Det regelverk som håller på att ta form innebär en form av kompromiss. Övervakningsansvaret kommer att ligga kvar på nationell nivå, men det tillkommer en ny övervakande myndighet på EU-nivå som har rätt att ändra de nationella besluten om den inte håller med om de nationella tolkningarna. I praktiken innebär detta en ökad grad av regelharmonisering, vilket förutom att öka den finansiella stabiliteten även kan gynna den finansiella integrationen.

Reformarbetet efter krisen förefaller alltså i huvudsak vara fokuserat på att minska risken för att finansiella institutioner ska bli insolventa genom att öka kraven på eget kapital, förbättra riskbe-

dömningen och öka samordning mellan myndigheterna. Eftersom finansiella kriser knappast kommer att undvikas i framtiden saknas dock en diskussion om hur man ska hantera systemviktiga finansiella institutioner på obestånd. En sådan krismekanism bör även syfta till att minska de moral hazard-problem som uppstår då staten förväntas rädda bankernas långivare och aktieägare.

Det finns flera förslag om hur detta skulle kunna gå till. Exempelvis har Oliver Hart och Luigi Zingales lagt fram ett förslag som gör att bankens verksamhet kan drivas vidare samtidigt som marknadsdisciplinen upprätthålls. Om det finns en risk att en bank inte ska kunna betala sina skulder ska bankens aktieägare få chansen att skjuta till mer kapital. Om aktieägarna inte kan eller vill skjuta till mer medel förlorar de sitt insatta kapital, värdet på skulderna skrivs ner, ledningen sparkas och finansinspektionen tar över verksamheten. Konkursen blir på så sätt mer kontrollerad. En nyckelfråga är att veta när banken är i fara och aktieägarna ska tvingas skjuta till nytt kapital. Hart och Zingales lösning är att använda sig av en marknadsbaserad utlösningsmekanism. Genom att alla systemviktiga institutioner tvingas utfärda kreditförsäkringar som handlas på marknaden kommer det att finnas en marknadsbedömning av bankernas konkursrisk. När risken går över en viss nivå blir det en signal för finansinspektionen att agera. Den stora fördelen är att genom att använda sig av en marknadsbaserad utlösningsmekanism undviks problemet med att myndigheterna måste göra en administrativ bedömning av varje banks risknivå. Likartade idéer går ut på att vissa av bankernas lån ska omvandlas till aktiekapital när marknaden signalerar att en konkurs hotar. Grundförutsättningen för denna lösning är att marknaden kan prissätta bankernas konkursrisk på ett effektivt sätt.

Även om flera detaljer med detta och liknande förslag kan diskuteras visar dagens kris att det är ytterst svårt att hantera finansiella kriser med hjälp av improviserade lösningar, framförallt när de finansiella institutionerna är verksamma i flera länder. Eftersom enskilda nationer av naturliga skäl främst ser till sina egna intressen är risken stor att länder vidtar åtgärder som har negativa effekter på systemet i stort. Detta skulle minska osäkerheten för vilka regler som gäller

för internationellt verksamma banker i en krissituation och skulle därför både kunna öka den finansiella stabiliteten och den finansiella integrationen.

En annan grundläggande svaghet i det finansiella systemet är att likviditeten kan försvinna vilket beror på att bankernas inlåning har kortare löptid än deras utlåning. Traditionellt har problemet yttrat sig i bankpaniker som uppstår när många insättare samtidigt vill ta ut sina pengar ur en bank. Bankerna riskerar då konkurs på grund av likviditetsbrist, trots att de i grunden är solventa. För att undvika dessa paniker har insättningsgarantier visat sig relativt effektiva. Moderna banker finansierar sig dock även med kortfristiga krediter från andra källor och krisen visade hur snabbt likviditeten kan försvinna ur systemet. Som motmedel diskuteras nya regleringar av likviditetsreserver och reglering av förhållandet mellan löptiden på bankernas in- och utlåning. Även om förändringar av regelverket är önskvärda finns det återigen anledning att förhålla sig skeptisk till myndigheters förmåga att genom regler förhindra att likviditetskriser uppstår. Som komplement till förändrade regler borde därför även en obligatorisk likviditetsförsäkring övervägas. Utformningen av en sådan försäkring diskuteras bland annat av Enrico Perotti och Javier Suarez och förhoppningen är att en sådan ska minska risken för totala låsningar på kreditmarknaden.

Mer generellt gäller att förutsägbara regler och transparanta system begränsar spridningen av problem i det globala finansiella systemet. Förutom att verka för harmonisering av regelsystemet kan det göras betydligt mer för att underlätta värdepappershandeln över nationsgränserna. Dagens kris har pekat på behovet av clearinghus för handeln med kreditförsäkringar, men frågan är större än så. Trots många reformförsök så är exempelvis EU:s handelssystem för värdepapper långt ifrån integrerade, inte minst beroende på tekniska hinder. Förutom att en harmonisering och standardisering av dessa system skulle minska segmenteringen av den europeiska värdepappersmarknaden skulle det öka transparensen i det finansiella systemet. Detta skulle i sin tur kunna bidra till den finansiella stabiliteten.

Penningpolitiken de senaste åren har sannolikt varit mycket betydelsefull för utvecklingen. Som tidigare nämnts var det billigt att

låna pengar – realräntan var i många länder låg eller negativ. I synnerhet i USA satte centralbanken låga räntor trots att ekonomin gick på högvarv. Den politik som bedrevs av amerikanska Federal Reserve var att centralbanker inte ska reagera på förändringar i tillgångspriserna eftersom det är svårt att bedöma när priserna avviker från tillgångarnas fundamentala värde. I praktiken reagerade emellertid amerikanska centralbanken på prisnedgångar medan de var passiva vid accelererande prisuppgångar på tillgångar och snabb kreditexpansion. En viktig lärdom av den pågående krisen är att denna typ av penningpolitik inte verkar långsiktigt hållbar. Exakt hur centralbanker ska förhålla sig till tillgångspriserna är dock inte uppenbart och den akademiska diskussionen om detta lär fortgå.

## Finansiell stabilitet och integration i Europa: Ingen självklar målkonflikt

Finansiell integration ökar effektiviteten i det finansiella systemet vilket i sin tur leder till högre tillväxt och ökat välstånd. Problemen med ett integrerat system är emellertid att regionala problem riskerar att sprida sig till hela systemet och få allvarliga effekter långt bortom nationsgränserna. Den finansiella krisen med början 2007 har visat på grundläggande problem vad gäller prissättningen av risk, det finansiella systemets transparens och i kapitaltäckningsreglernas utformning och tillämpning. Mycket talar för att dessa problem inte minst inom EU förvärrats av splittrad översyn och olikheter i regelverket. Själva krishanteringen har visat på riskerna med att enskilda länder först och främst tillvaratar sina egna intressen även om detta kollektivt kan förvärra de grundläggande problemen. Ett exempel på detta är hanteringen av konkursen av den gränsöverskridande bankkoncernen Fortis (se vidare i Thomas Ordebergs kapitel i denna volym).

Krisen har visat på en rad problem med regleringen av finansiella institutioner och under senhösten 2009 diskuteras inom EU främst striktare kapitaltäckningskrav och förbättrad riskbedömning av bankernas tillgångar, stärkt reglering av bankernas likviditetsrisk och ett inrättande av en övervakningsmyndighet på EU-nivå med rätt att

ändra på nationella beslut. Även om förändringar i denna riktning är rimliga finns vissa problem med reformagendan.

En svaghet med de reformförslag som ligger är att de förefaller förlita sig på att de nya reglerna helt ska förhindra framtida kriser. Eftersom de reglerande myndigheterna tidigare misslyckats grovt med riskbedömningarna finns anledning att betvivla att de kommer att lyckas fullt ut framöver. Dessutom saknas en diskussion om hur ökad marknadsdisciplin ska upprättas. Vad som inte minst saknas är därför:

- ett konkursförfarande för finansiella institut på obestånd som låter både aktieägare och långivare bära huvuddelen av kostnaden för en konkurs.
- en marknadsbaserad mekanism för riskbedömning som kan bistå myndigheterna i bedömningen av när en finansiell institution riskerar att hamna på obestånd.
- en obligatorisk likviditetsförsäkring för stora finansiella institut som bekostas av instituten själva.

Att skapa mer enhetliga finansiella spelregler, att minska godtycket i tillämpningen av regelverket, att skapa en tydlig och gemensam procedur för hur finansiella institutioner på obestånd eller med likviditetsbrist ska hanteras, samt att verka för öppna och transparenta marknader bidrar därför till den finansiella stabiliteten. Som vi visat i detta kapitel är detta sannolikt även åtgärder som bidrar till att öka den finansiella integrationen.

Man bör vara medveten om att det finns starka särintressen som kan dra nytta av att den finansiella integrationen hålls tillbaka. Företag i länder med välfungerande finansiella sektorer kan få se sina kreditmöjligheter försämrade när kapitalet investeras i företag verkamma i länder med sämre utvecklade finansiella system. Samtidigt kan stora och väletablerade företag vilja begränsa tillgången på kapital för mindre och snabbväxande företag. Dessutom kan finansiella intressen vilja begränsa konkurrensen genom ett regelverk som ökar de finansiella marknadernas geografiska segmentering. Utmaningen består i att hantera de problem som måste lösas på sätt som inte spe-

lar dessa intressen i handen. I stället bör ambitionen vara att vidta åtgärder som både bidrar till ökad finansiell stabilitet och till ökad finansiell integration. Dessa båda mål behöver inte stå i konflikt med varandra.

## Källor och litteratur

Robert King och Ross Levines banbrytande empiriska studie av det finansiella systemets effekter på tillväxt presenteras i deras artikel ”Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right” (*Quarterly Journal of Economics* 108:3, 1993). Levine går i översiktsartikeln ”Finance and Growth: Theory and Evidence”, i Philippe Aghion och Steven Durlauf (red.) *Handbook of Economic Growth* (Oxford: Elsevier, 2005), noggrant igenom den teoretiska och empiriska forskningen om det finansiella systemets effekter på tillväxt. I *Finansmarknadsutredningen* (SOU 2000:11) diskuteras den finansiella sektorns utveckling och inverkan på tillväxt ur ett svenskt perspektiv. Bland andra Luigi Guiso och Marco Pagano försöker i artikeln ”Financial Market Integration and Economic Growth in the EU” (*Economic Policy* 19:40, 2004) uppskatta tillväxteffekterna av finansiell integration i EU.

Raghuram Rajan och Luigi Zingales studie ”Financial Dependence and Growth” (*American Economic Review* 88:3, 1998) är den första som undersöker om finansiell utveckling har olika effekter på olika typer av företag och industrier. Medan Rajan och Zingales studerar om industrier som är beroende av extern finansiering gynnas av finansiell utveckling undersöker Raymond Fisman och Inessa Love i uppsatsen ”Financial Dependence and Growth Revisited” (*Journal of the European Economic Association* 5:2–3, 2007) om branscher med goda tillväxtmöjligheter gynnas särskilt av finansiell utveckling. Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt, och Luc Laeven undersöker finanssektorns påverkan på små och stora företag i ”Finance, Firm Size, and Growth” (*Journal of Money, Credit, and Banking* 40:7, 2008).

I studien ”Financial Markets, the Pattern of Industrial Specialization and Comparative Advantage: Evidence from OECD Countries” (*European Economic Review* 49:1, 2005) undersöker vi (Helena Svale-

ryd och Jonas Vlachos) om den finansiella utvecklingsgraden även har en inverkan på länders specialiserings- och handelsmönster.

Raghuram Rajan och Luigi Zingales utvecklar sin syn på hur det finansiella systemet påverkar och påverkas av olika ekonomiska och politiska intressen i boken *Saving Capitalism from the Capitalists* (Princeton: Princeton University Press, 2004). En sammanfattning av Philip Strahans forskning kring avregleringen av det amerikanska bankväsendet gavs ut 2003 med titeln ”The Real Effects of US Banking Deregulation” (*Federal Reserve Bank of St Louis Review* 85:4). Effekterna av de franska bankavregleringarna har analyserats av Marianne Bertrand, Antoinette Schoar och David Thesmar i ”Banking Deregulation and Industry Structure: Evidence from the French Banking Reforms of 1985” (*Journal of Finance* 62:2, 2007). Mariassunta Giannettis och Steven Ongenas studie om effekterna på de östeuropeiska marknaderna av utländskt bankinträde publicerades 2009 under titeln ”Financial Integration and Firm Performance: Evidence from Foreign Bank Entry in Emerging Markets” (*Review of Finance* 13:2).

Jonas Vlachos studie om effekterna av harmonisering av det finansiella regelverket har titeln ”Do Regulatory Similarities Increase International Portfolio Holdings?” (CEPR Discussion Paper 4417, 2004). Vlachos studie visar också att även andra institutionella och kulturella skillnader verkar påverka integrationen negativt. Dessa fynd vad gäller regelharmonisering bekräftas i stort av Sebnem Kalemlı-Ozcan, Elias Papaıoannou och José-Luis Paydró ”What Lies Behind the Euro’s Effect on Financial Integration: Currency Risk, Legal Harmonization, or Trade?” (NBER Working Paper 15034, 2009). Belägg för att marknaden för företagsuppköp är viktig för att skapa integration av banksektorn har presenterats av Reint Gropp och Anil Kashyap i uppsatsen ”A New Metric for Banking Integration in Europe” (NBER Working Paper 14735, 2009). Alberto Giovannini diskuterar hur problemen med de europeiska systemen för värdepappershandel i ”Why the European Securities Market Is Not Fully Integrated” (NBER Working Paper 14476, 2008). Konferensvolymen *The Internationalisation of Asset Ownership in Europe*, redigerad av Harry Huizinga och Lars Jonung (Cambridge: Cambridge University Press

2005), diskuterar hinder och konsekvenser av integration av ägarmarknaden i Europa. En utmärkt introduktion till forskningen kring hur kulturella skillnader påverkar ekonomiskt utbyte finns i Luigi Guiso, Paola Sapienzas och Luigi Zingales artikel ”Does Culture Affect Economic Outcomes” (*Journal of Economic Perspectives* 20:2, 2006).

Dagens finansiell kris och dess orsaker diskuteras livligt på bland annat [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org). Här nämner vi bara några av de artiklar som ligger till grund för framställningen i kapitlet. Jacopo Carmassi, Daniel Gros och Stefano Micossi diskuterar krisens orsaker och ger rekommendationer på förändringar i artikeln ”The Global Financial Crisis: Causes and Cures” (kommande i *Journal of Common Market Studies* 48:1, 2010). Värdepapperingens roll diskuteras föredömligt av Viral Acharya och Matthew Richardson i ”Causes of the Financial Crisis” (*Critical Review* 21:2–3, 2009); och av Hyun Song Shin i ”Securitization and Financial Stability” (*Economic Journal* 119:536, 2009). Willem Buiters och Anne Sibert diskuterar den isländska bankkrisen i ”The Icelandic Banking Crisis and What to Do About It: The Lender of Last Resort Theory of Optimal Currency Areas” (CEPR Policy Insight nr 26, 2008).

En ypperlig källa till information om finansiell stabilitet med fokus på Sverige är Riksbankens rapport *Finansiell Stabilitet* som kommer ut två gånger per år. På svenska finns även boken *Finanskrisen* av Johan Lybeck (Stockholm: SNS, 2009). Tidsskriften *Ekonomisk Debatt* ägnade det fjärde numret 2009 åt finanskrisen.

Realekonomiska effekter av finansiella kriser diskuteras av Carmen Reinhart och Kenneth Rogoffs i boken *This Time is Different* (Princeton: Princeton University Press, 2009). Boken *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden*, redigerad av Lars Jonung, Jaako Kiander och Pentti Vartia (London: Edward Elgar, 2009), beskriver och jämför den svenska och finska bankkrisen. Luc Laeven och Fabian Valencias resultat om bankgarantier presenteras i ”The Use of Blanket Guarantees in Banking Crises” (IMF Working Paper 08/250, 2008)

Oliver Hart och Luigi Zingales presenterar sitt förslag till en ny kapitalreglering för finansiella institutioner i uppsatsen ”A New Capital Regulation For Large Financial Institutions” (CEPR Discus-



sion Paper No. 7298, 2009). Ett likartat förslag diskuteras av Anil Kashyap, Raghuram Rajan och Jeremy Stein i uppsatsen "Rethinking Capital Regulation" som ingår i konferensvolymen *Maintaining Stability in a Changing Financial System* (Federal Reserve Bank of Kansas City, 2009). Volymen innehåller även flera andra läsvärda artiklar om den pågående finansiella krisen. Enrico Perotti och Javier Suarez förslag till likviditetsförsäkring diskuteras i "Liquidity Insurance for Systemic Crises" (CEPR Policy Insight No. 31, 2009).