



FÖRTROENDEKRIS

*Globala finanser
Lyckohjul eller rysk rulett*

Redaktör: Nils Torvalds

www.lokus.fi

FÖRTROENDEKRIS

*Globala finanser
Lyckohjul eller rysk rulett*

*Finanskrisen 2008–09
Bakgrund, förlopp och följder*

Tankesmedjan Lokus

INNEHÅLL

INLEDNING	6
KAPITEL I: Nils Torvalds <i>Samhällslösningar, avreglering och marknadens överraskningar</i>	13
KAPITEL II: Sven-Erik Kjellman <i>Bankkris och sparbankskris - kampen för att överleva</i>	33
KAPITEL III: Kim Lindström <i>Finanskris och bankfallissemang</i>	53
KAPITEL IV: Kim Lindström <i>Finanskris med börser och hedgefonder</i>	65
<i>Faktaruta om blankning (short selling)</i>	80

KAPITEL V: Susanne Stenfors <i>Girighet och dåligt ledarskap</i>	85
<i>Faktaruta om investmentbanker</i>	102
KAPITEL VI: Peter Storsjö <i>Att spara - grunden för en hållbar utveckling</i>	107
KAPITEL VII: Kim Lindström och Nils Torvalds <i>Vägen ut - med många faror</i>	121
<i>Faktaruta om Helmut Schmidts förslag till lösning</i> ...	144

INLEDNING

En av de vanligaste diskussionsfrågorna under julmiddagarna 2008 handlade om hur finanskrisen så plötsligt slog till. Vid de flesta middagsborden fanns det sannolikt någon besserwisser, som sade sig ha sagt – redan för länge sedan – att krisen skulle komma.

Eventuellt hade han eller hon rätt. Den här krisen kom inte som en blixtnedslag från klar himmel.

Fredagen den 17 oktober 2007 publicerade Financial Times på sidan 9 en lång artikel av John Authers. Rubriken var talande: The anatomy of a crash – Kraschens anatomi. I februari 2008 publicerade två amerikanska forskare, Carmen Reinhart och Kenneth Rogoff, en artikel där de på goda grunder förutspådde att krisen kunde bli allvarlig.

Redan de grafiska kurvorna, som illustrerade artiklarna talade sitt övertydliga språk: börsen betar sig med en given regelbundenhet. Börsindexkurvan för den stora depressionens första år 1929 visade sig vara nästan identisk med kurvan från krisen 1987. Och skillnaden mellan pris och förtjänst (price/earnings) hade skjuttit i höjden. Förhållandet mellan överhettade bostadspriser och bankernas utlåning borde ha varit en signal. Därmed var det ingalunda slut på likheterna. Årstiderna sammanfaller också. Oktober visar sig vara en besvärlig börsmånad.

Men det finns stora skillnader, som gör att ingen – utom besserwissern vid julbordet – våga säga någonting klart och entydigt. Det här är den genomglobaliserade världens första stora ekonomiska kris. Men i den genomglobaliserade världen finns det spelare som följer olika regelverk. Uppgifterna från början av januari antyder att Kina – och eventuellt också Ryssland – räknar med att kunna devalvera sig ut ur krisen. Det betyder att de försöker överflytta sin andel (om det nu finns någonting sådant) på resten av den globala marknadens aktörer. Förenta staterna försöker eventuellt utnyttja dollarns position som internationell reservvaluta för att klara sig ur klämman.

Det är också den första stora krisen EU skall försöka åtgärda. Men den dubbla låsningen kring demokratiunderskottet och beslutsoförmågan hotar unionens funktionsduglighet. Därmed finns det en konflikt mellan olika nivåer av nationella beslutsfattare, den Europeiska centralbanken och EU. I vilken som helst kris vore det ett dåligt utgångsläge.

Också på den nationella nivån har det funnits meningsskiljaktigheter. Först skulle krisen egentligen inte beröra Finland överhuvudtaget. Sedan visade det sig att det var bråttom att genomföra de åtgärder professor Antti Tanskanen föreslog den 8 januari 2009.

Den här pamfletten är inte avsedd och gör inte heller anspråk på att lösa problemen. Den handlar till största delen om de problem som kan åtgärdas och

som berör medborgarnas förtroende för hur marknaden fungerar. I den kritiken försöker vi låta oss styras utgående från den vanliga medborgarens synvinkel. Vi kastar oss alltså inte in i den stora teoridiskussionen om vad det var som utlöste krisen 1929. Den diskussionen är visserligen intressant och den återspeglas i dagens policy-beslut. Ur aktiespararens synvinkel är det viktigt att han eller hon ges någorlunda jämlika förutsättningar att se vad som i stort händer i en oerhört invecklad, globaliserad och elektroniserad – och asymmetriskt fungerande – finansmarknad.

Vi efterlyser alltså genomskinlighet, inte slutgiltiga eller eviga lösningar.

Mänskligheten kommer också i fortsättningen att genomleva ekonomiska och finansiella kriser, men nedgångarnas djup kommer alltid att vara beroende på hur mycket ”luft” systemet har tillåtits ackumulera. Det finns mätinstrument för att på ett någorlunda rimligt sätt uppskatta den här risken, men för att mätinstrumenten skall fungera behövs det tillförlitliga bakgrundsfakta.

Vi efterlyser inte heller tunga statliga eller överstatliga organisationer, som sedan i detalj synar varje papper. Under den amerikanska kongressens behandling av stödåtgärderna kom ett annorlunda förslag fram: genomskinliga data och ett elektroniskt medborgarsamhälle kan åstadkomma ett fungerande ”wikifinans”, som är både billigare och mera effektivt än byråkratiska lösningar.

Däremot tror vi att det är nyttigt att komma ihåg hur det har gått till tidigare. Därför har vi också blickat bakåt till den finländska bankkrisen.

Pamfletten försöker följa en viss logik. I det första kapitlet beskriver Nils Torvalds hur omständigheterna kring sub prime -lånen småningom skapades.

I det andra kapitlet finns Sven-Erik Kjellmans beskrivning av den föregående finländska bankkrisen. Det intressanta med Kjellmans beskrivning är hur många likadana drag det finns i den tidigare finländska och den nu pågående internationella krisen. Det är egentligen bara fråga om att förstora upp 1990-talets kris till globala proportioner. I de två följande kapitlen förklarar Kim Lindström dels hur krisen förlöpte, dels vilka strukturella problem marknaden hade skapat i förhållandet mellan hedgefonder, skatteparadis och börserna. Susanne Stenfors ritar i det femte kapitlet upp vilka regler en moraliskt – och ekonomiskt – hållbar marknad borde följa. Peter Storsjö granskar i det sjätte kapitlet hur marknaden borde fungera för att en normal medborgare-aktiesparare tryggt skall kunna spara och placera. I det avslutande kapitlet ritar Kim Lindström och Nils Torvalds ut en försiktig vägkarta över möjligheterna att klara av krisen och dess följdverkningar.

Ingen av oss tror att vi skulle ha uppfunnit hjulet (eller krutet) eller den krisfria ekonomin, men vi tror att en öppnare och en mera genomskinlig verksamhet

kan minska fluktuationerna och göra medborgarens liv en aning tryggare.

De sista rättelserna och tilläggen i texten har gjorts kring den 20 januari 2009. I den här häftiga utvecklingen betyder det att en del siffror förändras snabbt. I samma takt grusas också överoptimistiska förhoppningar. Under lyckliga omständigheter visar sig också överpessimistiska bedömningar oriktiga.



KAPITEL 1



*Samhällslösningar, avreglering
– och marknadens överraskningar*

Nils Torvalds

Efter 60-talets kriser kring raspolitik och storstädernas slumkvarter började i Förenta staterna på 70-talet en diskussion bl.a. kring de förfallna innerstäderna. Både politiker och medborgaraktivister tyckte sig se en medveten kreditpolitik i förfallet: bankerna gav inte lån på samma villkor. De föreföll favorisera en elit som redan hade det bra. Diskussionen ledde 1977 till en ny lag – The Community Reinvestment Act. Enligt lagen skulle bankerna redovisa för hur deras krediter fördelades och därmed garantera att också sämre områden fick sin beskärda del av penningströmmarna.

Lagen har senare kritiserats för att ha baserats på felaktiga eller vilseledande uppgifter, men också kritiken är lätt vilseledande. Man förklarade att bankerna egentligen bara försökte undvika överstora risker. Det betydde naturligtvis att medelklass- och låginkomstområden fick en statistiskt sett mindre andel av lånen.



RISKFYLLEDA LÅN SOM SOCIALPOLITIK

Redan samma år utvecklade Salomon Brothers och Bank of America de första av bostadslån garanterade värdepappren (MBS Mortgage Backed Securities). Följande år blev Lewis Ranieri chef för Salomon Brot-

hers hypoteksavdelning. Ranieri var den amerikanska drömmens self-made-man. Han hade ingen egentlig utbildning för området, men han var uppfinningsrik och hade en otrolig gåpåanda. Vägen uppåt hade han börjat genom att sköta Salomon Brothers postavdelning. Där visade han sig vara en effektiv organisatör. Därifrån steg han till att bli dealer i värdepapper.

Fastighetskrediter var då ännu en liten bransch. Hypoteksbankerna hade gett ut krediter till ett värde av 1,2 biljoner dollar.¹

Följande steg i utvecklingen var Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, som president Jimmy Carter undertecknade 1980. Det väsentliga med den lagstiftningen i förhållande till dagens finanskris var att den lindrade de amerikanska delstaternas lagstiftning mot ockerräntor. Nationella banker var därefter befriade från den sortens begränsningar.



RÄNTOR OCH SKATTEAVDRAG

En skattereform från år 1986 (Tax Reform Act) förändrade situationen ytterligare. Fram till 1986 hade räntorna för diverse konsumtionslån varit avdragsgilla. Det gällde bl.a. billån. Men efter skattereformen var

det egentligen bara bostadslånens räntor som kunde dras av i beskattningen.

Tre på varandra efterföljande och egentligen orelaterade lagar plus en nytänkare i fråga om lånens finansiering hade plötsligt skapat en situation, som gjorde bostadslånen speciellt intressanta för banker och andra kreditgivare. Lagen från 1977 tvingade penninginrättningarna att ge lån också till låntagare, som inte fyllde normala kreditvillkor. Lagen från 1980 befriade dem från delstatslagarnas begränsningar på räntefoten och skattelagen från 1986 gjorde bostadslånen mera fördelaktiga än andra konsumtionslån. Den gav också låntagarna en möjlighet att ansvara för relativt höga räntor på bostadsmarknaden. Allt det här ledde till en ny finansmarknad, som erbjöd lån till s.k. sub prime -räntor, dvs. räntor, som vanligtvis var 2 procentenheter högre än vanliga bostadsräntor.

Den här finansmarknaden gick i höjden och det var Ranieri som drev igenom systemet med att finansiera de riskfyllda lånen med hjälp av ”bostadsuppbackade” värdepapper (Mortgage Backed Securities). MBS-värdepappren byggde på en invecklad matematisk modell där lån med olika riskklassificeringar och varierande maturitet blandades ihop till ett värdepapper som kunde ge en stor avkastning. Men förhoppningarna om avkastning byggde på två antaganden.



TILLGÅNGEN SKAPAR EFTERFRÅGAN

Det första antagandet byggde på att de ökande krediterna skapade en ny efterfrågan, som i sin tur skulle leda till stigande bostadspriser. Den av bostadskrediterna skapade prisstegringen skulle därefter uppväga en del av den ökande risken, som alla kände till på förhand. Bland vanliga låntagare ”brände” under tre procent av låntagarna sina lån. Bland sub prime -låntagarna var procenten 15.

Den andra förutsättningen var att marknaden för de bostadsuppbackade värdepappren hela tiden växte. För att det skulle vara möjligt måste värdepappren vara lockande. De måste alltså ge en utdelning, som var tillräckligt stor.

På pappret såg lösningen med finansmarknadsderivat alldeles möjlig ut och i början gick allt som smort. Den ledde t.o.m. till att kreditstocken ytterligare växte. Låntagaren kunde säga upp det gamla lånet på basen av bostadens stigande värde och skaffa sig ett nytt lån på en större summa.

Mellanskillnaden kunde han lyfta som pengar och köpa sig en bil.

Finansmarknadens perpetuum mobile var uppfunnen.



IDEOLOGI OCH EKONOMI

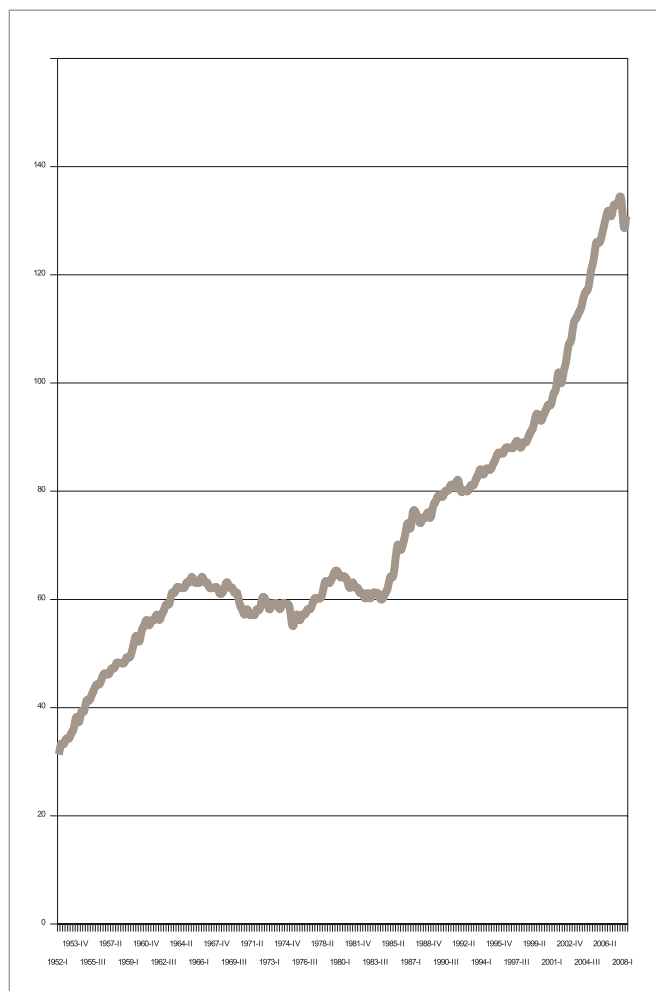
Lösningen tillfredsställde också politikerna. Den växande bostadsmarknaden föreföll ju dessutom lösa de sociala problemen. Det var ju naturligtvis en starkt ideologisk fråga, som skulle visa att marknaden kunde lösa problem som politikerna aldrig hade klarat av att lösa. Alla kunde få en bostad om alla bara trodde på den ekonomiska utvecklingen och på att bostädernas värden i motsvarande grad skulle stiga. Eller för att citera Business Week från den 29 november 2004. Artikeln handlar om vad Lewis Ranieri åstadkom: "And the market he created has funneled trillions into the American dream of homeownership." [Och marknaden han skapade styrde in biljoner i den amerikanska drömmen om att få äga sitt hus själv.]

Figuren på följande uppslag visar hur de amerikanska hushållens skuldsättning har ökat. Samtidigt har marknaden för bostadslån skjutit i höjden.

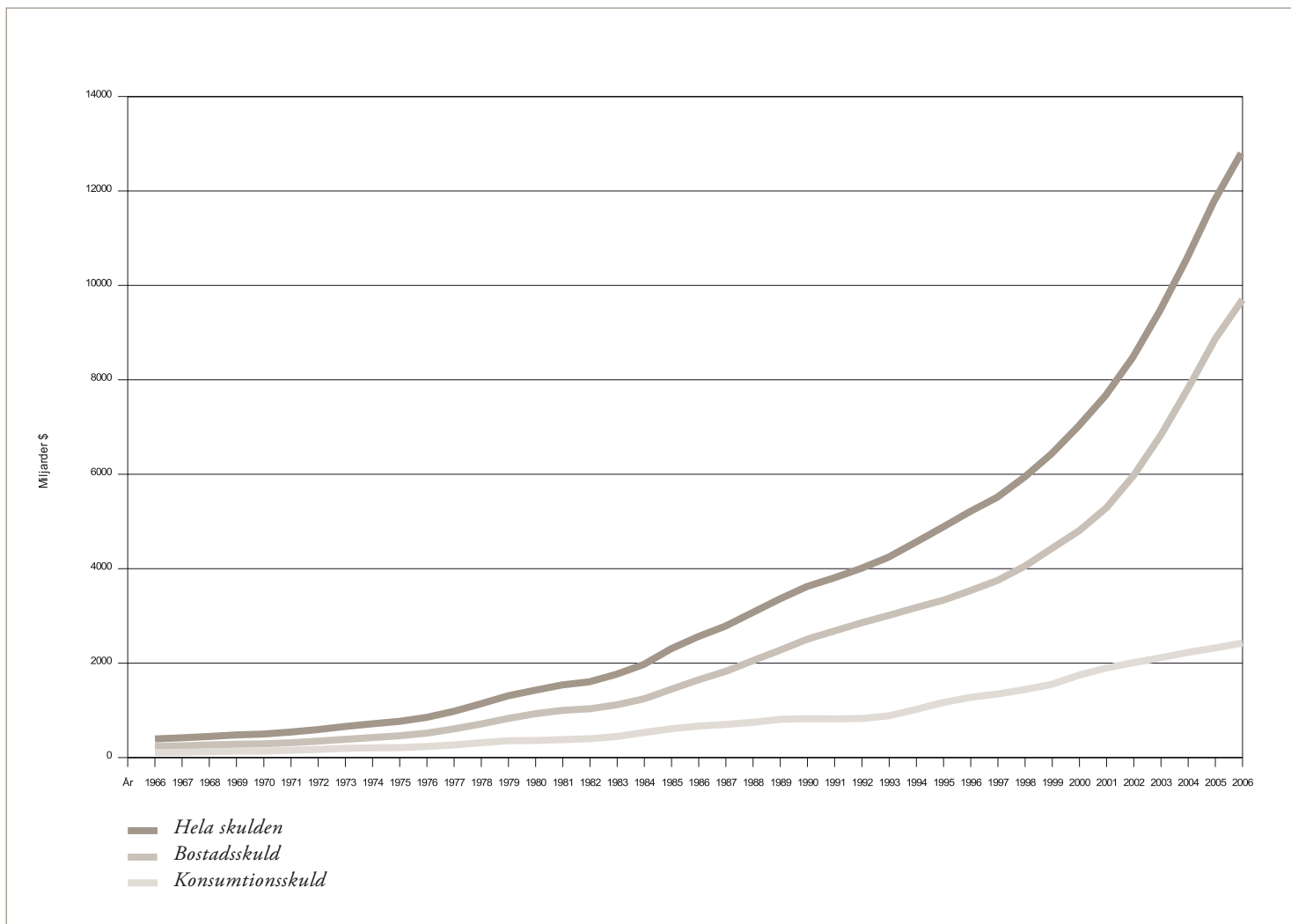
Sub prime -lånen var alltså ett försök att lösa några besvärliga socialpolitiska uppgifter, men lösningen stötte på problem som blir oerhört tydliga när man ritat upp ett diagram över hushållens skulder i förhållande till den disponibla inkomsten.

→ *Diagrammet baserar sig på dataserier från Federal Balance Sheet och Bureau of Economic Analysis. Dean Baker på CEPR (Center for Economic and Policy Research) i Washington DC tillställde materialet.*

De amerikanska hushållens skulder i förhållande till de disponibla månadsinkomsterna



Hushållen skulder 1966–2006



Sedan slutet av 1980 har kurvan skjutit brant uppåt och antyder därmed antingen att BNP och lönerna borde ha stigit betydligt snabbare eller att lösningen med en stadig ökande skuldsättning egentligen var omöjlig.



UPPGÅNG, HÖGMOD OCH FALL...

Lewis Ranieri var själv oerhört framgångsrik. Efter att ha gjort succé på Salomon Brothers har han gått sin egen väg. 2003 grundade han bl.a. företaget American Financial Realty Trust. När bolaget gick in på börsen samlade man in 804 miljoner. Tidigt på vårvintern 2008 gick Ranieris trust upp i ett annat liknande företag – Gramercy Capital Corporation. Då fick man ännu ca 15 dollar per aktie. Från sommaren framåt sjönk kursen och den lägsta noteringen från november 2008 var 64 cent. Ranieri hade vunnit en förmögenhet och någon annan hade sannolikt förlorat.

Historien om American Financial Realty Trust och Gramercy Capotal Corporation pekar på att det ännu fanns några små tillkortakommanden i finansvärldens evighetsmaskin. Tillkortakommandena var egentligen välkända – tidigare.



HUVUDVÄRKEN EFTER 1929

En stor del av den ekonomiska teorin har under de senaste 70 åren handlat om den stora krisen 1929. Alla världens ekonomiska teoretiker har vänt och vridit på den stora depressionen och försökt hitta en lösning. Och det är en imponerande samling namn: Joseph Schumpeter, John Maynard Keynes, Milton Friedman och Anna Schwartz, Peter Temin, Barry Eichengreen, Ben Bernanke...

Det intressanta med nationalekonomernas förklaringar är att de också uppvisar upp- och nedgångar som förefaller besläktade med ekonomins cykler. Under efterkrigstiden var alla keynesianer, från 80-talet framåt blev de allt mera friedmän.



DEN DOMINERANDE TEORIN

Milton Friedman och Anna Jacobson Schwartz gav 1963 ut boken *A Monetary History of the Unites States, 1867–1960*. Det sjunde kapitlet handlar om krisen 1929 och det har getts ut som en separat bok, den sista utgåvan bl.a. med ett efterord av Ben S. Bernan-

ke, Alan Greenspans efterträdare som ordförande för USA:s federala centralbank.

Om vi tar en kort – och därmed naturligtvis också orättvis – genväg genom boken kunde man säga att budskapet handlar om att den stora depressionen egentligen hade varit möjlig att undvika. Friedman och Schwartz understryker upprepade gånger att den amerikanska centralbanken gjorde avgörande misstag och drog in på penningmängden just när de egentligen borde ha stimulerat ekonomin. Misslyckandet handlade alltså om penningpolitiken.

I bakgrunden finns några andra antaganden. Det viktigaste handlar om att marknaderna egentligen reglerar sig själva ifall penningpolitiken inte stör eller förstör marknadens funktioner.

Det säger sig självt att Friedmans och Schwartz teori inte har gått oemotsagd, men av många olika anledningar blev decennierna från 1980 framåt neoliberalismens (och den politiska neokonservatismens) gyllene tid. Det handlade dels om politiska konjunkturer, som sammanföll i den anglo-saxiska världen. Margaret Thatcher blev Storbritanniens premiärminister 1979 och Ronald Reagan svors in som Förenta staternas president i januari 1981. Två av västvärldens viktigaste finanscentra gick politiskt i takt och det påverkade i sin tur både teori och praktik.



DEN SEGRANDE MARKNADEN

Det kalla kriget hade skapat en illusion om att det fanns två konkurrerande ekonomiska system – det marknadsekonomiska och demokratiska på den ena sidan och det centralstyrt socialistiska och odemokratiska på den andra. Det socialistiska systemets sönderfall 1989–91 skapade därför en förenklad bild av att det huvudsakligen var marknadsekonomi som hade segrat, inte t.ex. det demokratiska och sociala europeiska välfärds-samhället, som i Europa hade framstått som socialismens vardagliga motpol.

Övergången till neokonservativa politiska ledstjärnor sammanföll dessutom med en oerhört häftig teknologisk utveckling. Datorernas intåg på marknaden hade, som alla tidigare stora teknologiska revolutioner, en enorm inverkan på produktionsprocessen. Det är kanske inget sammanträffande att den stora depressionen från 1929 framåt föregås av en jättelik förändring i fråga om konsumtionsvaror. Det är det löpande bandet som på 1920-talet gör bilen, tvättmaskinen och kylskåpet föremål för en allt större befolkningsandels konsumtion. Det förändrar i sin tur företagens strukturer, börsens värderingar och behovet av kredit.

Teknologins stormiga utveckling under 1980–90-talen lämnade alltså också sina spår i börsutvecklingen. Miljoner och miljarder skapades genom att man grunda-

de ett hi-tech-bolag och gick in på börsen. Största delen av de nya bolagen sysslade med handfast ny teknologi, men några med små eller större bedrägerier. Drömmen om snabba klipp och plötsliga rikedomar spred sig över världen. Också i Helsingfors stod människorna i kö för att teckna på några av dessa undergörande nya aktier.



LITE INSYN ELLER ÖVERSIKT

Det var alltså ingenting ovanligt eller oförväntat att 1990-talets börsdecennium skulle bli stormigt. Den avgörande frågan handlade om hur man skulle klara av att övervaka eller i någon mån kontrollera stormen. För det ändamålet utsåg Bill Clinton Arthur Levitt Jr till ordförande för SEC – U.S. Securities and Exchange Commission – som övervakar New York börsen och NASDAQ.

Levitt började sin bana med att meddela att han vill ha 170 nya inspektörer för att ha ens en någorlunda hygglig möjlighet att övervaka 18 000 investeringsrådgivare.

- Nu inspekterar vi dem vart 30 år. Det är ingen övervakning, sade Levitt enligt New York Times den 14 juli 1993.

Men riktigt så enkelt gick det aldrig. Redan i oktober 1994 var Levitt på kollisionskurs med Wall Street

och med en lång rad politiker, vilkas kampanjer betalades av finansindustrin. Konflikten handlade om den information fonderna skulle vara skyldiga att delge förhoppningsfulla placerare. Tidigare hade man kommit överens om att en sida skulle räcka. Levitt konstaterade att han av många placerare hade blivit upplyst om att den informationen inte var tillräcklig.

Det var en månad före de amerikanska fyllnadsvalen.



DEN REPUBLIKANSKA REVOLUTIONEN

Kongressvalet i november 1994 innebar en storseger för republikanerna. I Representanthuset förlorade demokraterna 54 platser. Newt Gingrich blev den nya republikanska ledaren och i samma val valdes också George W. Bush till guvernör i Texas.

För SEC's möjligheter att övervaka börsen innebar den nya politiska sammansättningen på Capitol Hill i Washington DC stora problem. Kommissionen hade använt inkomsterna från diverse avgifter för att finansiera sin verksamhet. Republikanerna ansåg att det ledde till att SEC kunde vara påträngande och befriad från lagstiftarens översikt. Republikanerna ville också minska möjligheterna för att införa en domstol kräva ersättningar

för vilseledande eller felaktiga råd. Dyra rättegångar och utdragna förhandlingar hotade göra finansmarknaden försiktigare. Republikanernas avsikt var alltså att göra finansmarknaden mera konkurrenskraftig och effektiv...

Konflikten slutade med att Levitt måste ge efter. Finanssektorn hade tillsammans med dollarns ställning som internationell reservvaluta blivit en viktig del av Förenta staternas hela ekonomi. Det var ett intresse som gick före alla krav på en skälig öppenhet på börsen.

Testfallet blev finansderivaten.



MBS, CDO OCH ANDRA OBEGRIPLIGHETER

En stor del av Förenta staternas finansmarknad är övervakad av någon statlig instans. Wall Street övervakas av SEC. Råvaruhandeln och futurer övervakas av Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

Övervakningens effektivitet är en öppen fråga, men det finns i alla fall rudimentära regler med otaliga kryphål. Handeln och vandeln omfattar nästan allt tänkbart, allt mellan himmel och jord. Därför påverkar också världens börshandel oss långt mera än vi riktigt vill tro.

Just av den orsaken har Barack Obama bl.a. beskyllt handeln med oljefuturer för att ha lett till de snabbt sti-

gande (och långsamt sjunkande) oljepriserna. När en del av den oreglerade finanssektorn kollapsade 2007, sökte sig investeringarna för att skydda sina värden till råvarufuturer. Det ledde till en våldsam stegring av priset på t.ex. vete och olja. Men den största tillväxten inom hela den här, av regelverk och övervakning delvis oberörda industrin, skedde på ett helt oreglerat område. Handeln med derivat av typen MBS eller CDO (Collateralized Debt Obligation) var oövervakad.

Efter många om och men gick de sex största finansföretagen med på en frivillig kontroll. Kompromissen uppstod efter det att kongressen hade visat en vilja att ställa besvärliga frågor. Men fortfarande var en mycket stor del av de snabbt växande finansoperationerna utanför all insyn.



FINANSINDUSTRI OCH MARKNADSTRYCK

Inom finansvärlden kan företag under en högkonjunktur råka ut för att inte riktigt klara av att investera i den takt som den fördelaktiga situationen kunde erbjuda. Investeringarna och lånen blir lätt överstora belastningar på företagets balans. Det var just den här konflikten som lockade Enron att skapa Special Purpose Entities

(SPE också kallade Special Purpose Vehicles). Genom arrangemanget kunde man avlägsna en del av skulderna ur balansen och söka enskild finansiering för dem genom att använda finansderivat.

Den här sortens uppfinningsrika bokföring blev mäkta impopulär i samband med Enrons konkurs, men de principiella lösningarna hade redan före det blivit en del av Förenta staternas finansindustri. Citibank hade 1988 skapat det första virtuella bankliknande enheterna (Structured Investment Vehicles) och på den basen utvecklades ett system av ofta skatteparadisbaserade virtuella bankenheter som fick namnet skuggbanker. De finns utanför det normala banksystemet och följer därför inte heller det normala regelverket.

Eftersom Förenta staternas finansindustri också är oerhört viktig ekonomisk inkomstkälla för hela landet har det i praktiken visat sig synnerligen svårt att reglera skuggbankerna.



AVREGLERING OCH SVAG KONTROLL

Det som alltså började som ett försök att lösa ett socialpolitiskt problem växte av olika orsaker fram som ett nytt fenomen på finansmarknaden. Samtidigt växte

också en ny ekonomisk-politisk tolkning fram. Den tolkningen skapade ett slagord, som spred sig över, snart sagt, hela världen: avreglera, avreglera snabbt.

Det fick ödesdigra följder i Finland.



KAPITEL II



*Bankkris och sparbankskris
- kampen för att överleva*

Sven-Erik Kjellman

Under 1980-talet och första delen av 1990-talet ruskades de nordiska bankerna om i sina grundvalar. De var inte ensamma. Även japanska, amerikanska och europeiska banker och finansbolag kämpade med svårigheter. Men i Europa blev konsekvenserna av bankkrisen mest ödesdigra och genomgripande för de nordiska bankerna. I Finland talade gärna sparbankernas konkurrenter om en sparbankskris. Och det ligger onekligen ett uns av sanning i påståendet. Sparbankerna i Finland kom att drabbas värst av krisen och parallellt med krisen pågick en intern gruppfejld om den framtida sparbankskartan. Många sparbanker förde något av vad man kunde kalla tvåfrontsrig.

Bankkriser är ingalunda någon ny företeelse. De har funnits så länge banker har funnits. Men av allt att döma har de varit mindre omfattande och inblandningen från samhällets sida hade tidigare inte varit så massiv som den nu blev.

En paradox i sammanhanget är att krisen uppkom i en bransch där samhället gjort de största ansträngningarna att undvika kris och instabilitet. Bankmarknaden regleras ju av särskilda lagar och bankerna övervakas ju av den egna interna revisionen, externa revisorer, gruppvisa inspektionsmyndigheter och den statliga finansinspektionen. Utöver dessa kan också finansministeriet och statistikcentralen nämnas. All denna övervakning till trots utlöstes en bankkris som få trott skulle bli möjlig. Kan en delförklaring vara att

mången bankchef ofta ansett de oupphörliiga granskningarna och det ständiiga rapporterandet som något nödvändigt ont?

En bank skall man kunna lita på. Det är ett påstående man hört många gånger. Men kan man lita på en bank? Är banken stabil? En bank är en omvandlare av finansiella tillgångar. Inlåningskundernas riskoviliiga och höglikvida medel lånas ut och blir finansiella tillgångar med kreditrisk och låg likviditet. Denna omvandling döljer en inbyggd instabilitet. Banken håller endast en del av depositionerna i kassa och andra likvida tillgångar. Resten har lånats ut och är inte omedelbart tillgängliiga. Många banker och finansbolag har stupat som en följd av en likviditetskris.



FUSIONERA, ANNARS

Banker och bankgrupper har ständigt konkurrerat med varandra. Måttet på framgång var volymen på depositioner och krediter. Sparbankerna bildade den äldsta bankgruppen med anor från år 1822 och var länge den största gruppen. En av stöttepelarna i sparbankgruppen var Sparbankernas Central-Aktie-Bank (framdeles enbart Scab), grundad år 1908. Något äldre var Sparbanksförbundet och en annan betydande aktörer

inom gruppen var Fastighetsbanken i Finland. Senare tillkom bl.a. Skop-Finans Ab, SP-Invest Ab, Sparbankernas Pensionskassa, Sparbankernas Fastighetsförmedling, Sparbankernas Ömsesidiga Försäkringsbolag och merkantila bolaget Samerka samt år 1986 Industrialiseringsfonden Ab. Inom gruppen, som i medlet av 1980-talet omfattade över 200 sparbanker, förekom i regel ett gott samarbete. Men gruppens medlemmar var väldigt olika till sin storlek. Sparbankerna i de stora städerna var i regel representerade i de gemensamma organen. Stor har alltid velat bli större, det ligger inbyggt som en naturlig del i en organisation. Via fusioner med omkringliggande landsortsbanker växte stadsbankerna. Gapet i synsättet på vad en sparbank skall syssla med växte också mellan stad och landsbygd.

Redan år 1968 togs det första landsomfattande fusionsprogrammet för sparbankerna fram. Målet var 38 sparbanker, en sparbanksrörelse byggd på ekonomiområden. Det blev det strukturpolitiska rättesnöret för två årtionden framåt. Sparbanksrörelsen var ingalunda ensam om att ha strukturplaner. Andelsbankerna mål var 74 andelsbanker. I Sverige planerade man en minskning av antalet från 408 till 72, i Norge från 528 till 61.



EN FRAMTVINGAD STORHET...

Fusioner genomfördes i Finland, men inte i den takt centralorganen (och de sparbanker som var predestinerade som mottagarbanker) ville. Därför tillsattes år 1982 en kommitté, vars roll var att med initiativ stöda och för-snabba fusioner. Då år 1983 ca 50 sparbanker i verkligheten hade förlustresultat och då prognoserna för 1984 visade att läget höll på att förvärras, började strukturpolitiken skärpas från centralt håll. Men det dröjde ända till augusti år 1990, innan den slutliga domen kom. I ett gemensamt cirkulär från Sparbanksförbundet och Scab till sparbankernas styrelseordförande och verkställande direktörer talas klarspråk och maktspråk. Fusionerna skall genomföras under år 1991. Besluten skall vara fattade före utgången av år 1990. Målet är 40 starka regionsparbanker. Antalet sparbanker var nu 150 varför 110 skulle bort från kartan.

Om förslag till fusion tidigare hade kommit från Sparbanksförbundet eller Scab hade bankens verkställande direktör haft frihet att gardera sig med en neutral hållning. Nu fanns inte längre denna möjlighet. Verkställande direktören ålades att för styrelsen föreslå fusion, styrelsen skulle föra förslaget vidare till principalerna och före utgången av år 1990 skulle besluten vara fattade. Någon annan väg fanns inte. Därefter rätten och packen Eder, sade ju Gustav Wasa på sin tid.

SANERINGEN PÅTVINGAD

Motiveringarna för fusion som anfördes var bl.a. att de små sparbankerna inte effektivt kunde utnyttja grossistmarknaden och den internationella medelanskaffningen, stora sparbanksenheter skulle i framtiden utgöra trygghet för personalen, riskhanteringen är svår i mindre banker och det sker en betydande inkomstöverföring från stora till mindre banker. Vidare anfördes att stora och små sparbankers sätt att bedriva affärsverksamhet fjärmats från varandra och att det blivit svårare för mindre sparbanker att göra lönsamma investeringar. Det kunde också tänkas, att om någon liten sparbank hamnade i en akut kris så fanns ingen stor sparbank som var villig att stå som mottagande bank. Ytterligare en motivering var att sparbankscentralen (förbundet och Scab) kännbart subventionerade de små sparbankerna och det var bara en tidsfråga hur länge de stora sparbankerna skulle acceptera detta.

Som socker i botten hade gjorts en kalkyl som visade att en bank med en balans + förbindelser utanför balansen om sammanlagt 206 miljoner mark icke framdeles hade förmåga att upprätthålla soliditeten och att ett omfattande saneringsbehov därför förelåg. Utan sanering skulle krisen snabbt vara ett faktum och någon risktagningsförmåga fanns icke. Med sanering kunde i bästa fall uppnås ett långsamt förtvinande, som likväl

tar slut senast år 1998. Bland faktorer, som mest skulle försämra bankens lönsamhet, fanns dels den kommande källskatten på depositioner och dels en ny avgift som sparbankscentralen fr.o.m. år 1991 skulle påföra sparbankerna. Avgiften skulle användas bl.a. till att täcka gruppens kreditförluster. Med facit i hand kan konstateras att det behövdes långt större belopp för att täcka gruppens kreditförluster än vad den aviserade avgiften någonsin skulle ha inbringat. Den kom inte heller att påföras sparbankerna.

Sparbankscentralen hade nu gett klara anvisningar för framtiden. Men det blev något helt annat än vad avsikten var. Scab och därmed hela sparbanksgruppen var redan hösten 1990 inne i en kris, vars omfattning få eller kanhända ingen hade en riktig uppfattning om. Efter några år med sagolika resultat och oväntade framgångar uppkom ett läge där ingen ville eller vågade opponera sig mot den politik Scabs ledning förde. Den modiga placeringen och risktagningen hade blivit ett exempel, som mången inom gruppen ville pröva på – och prövade på med ödesdigra konsekvenser som följde.



SPARBANKERNAS CENTRAL-AKTIE-BANK FALLER

Sparbankerna hade bibringats uppfattningen att Scab med sina kontakter både hemma och utomlands hade obegränsade tillgångar på pengar. Nya instrument såsom i hemlandet emitterade bankcertifikat infördes och valutakrediterna växte snabbt. Sparbankerna var inte sena att utnyttja de möjligheter till kreditexpansion, som nu fanns. Men inte enbart Scabs risker växte. Också sparbankernas risker växte som en följd av lån i utländsk valuta, eftersom Scab förutsatte att sparbankerna skulle garantera de valutakrediter deras kunder tagit. De banker, som först inte längre ville vara med i Scab- och sparbanksexpansionen, var Kansallis-Osake-Pankki och Postbanken. Dessa började begränsa köpen av Scabs bankcertifikat och uppställde limiter för deras belopp i sina egna portföljer. Litet tillspetsat kan man påstå att Scabs konkurrenter och Finlands Bank hade varit med och finansierat sparbanksgruppens tillväxt. Även utländska placerare började bekymra sig. Sammantaget stramades hela gruppens finansieringsförsörjning åt. Redan i början av år 1989 hade Finlands Bank uppmanat alla bankgrupper att dämpa kreditillväxten och dess chefdirektör krävde att samtliga bankgrupper skulle vara solidariska i sina ställningstaganden. Den som överskred de uppställda limiterna skulle drabbas av extra kassareservdepositioner i Finlands Bank.

Men Scab och sparbankerna avvek från linjen. Från Scabhåll framhölls att sanktionerna var jämförbara med böter för fortkörning. Kommer man fast är det bara att betala bort böterna. Då Sparbanksförbundet informerades sparbanksfältet, framhölls att även om övriga bankgrupper försöker hålla sig till Finlands Banks rekommendationer så bör sparbankerna se till kontinuiteten i ökningen av volymer och marknadsandelar, tillväxttrenderna få inte äventyras. Sparbanksförbundets agerande väckte djupt ogillande i Finlands Banks direktion.



BOSTADSMARKNADEN FALLERAR

I början av år 1989 hade börskurserna och fastighetspriserna börjat sjunka samtidigt som marknadsräntorna steg. Svårigheterna för Scabs industriella engagemang, Tampella, och för gruppens investeringsbolag, SP-Invest, tornade upp sig. Scab försökte med egna krafter reda ut problemen i Tampella, medan hela sparbanksgruppen trädde in i räddningsoperationen gällande SP-Invest. I slutet av år 1990, nästan samtidigt som påbudet om fusioner kom, vände sig Scab till sparbankerna med begäran om aktiekapitaltillskott. I det-

ta skede var den allmänna uppfattningen bland sparbankerna, att gruppen och dess centralbank skulle rida ut stormen.

Även om man i många sparbanker kokade av ilska över Scabs och Sparbanksförbundets agerande i strukturförändringen, visade man solidaritet med gruppen och deltog i höjningen av Scabs aktiekapital om 1,3 miljarder mark. Scab fick därutöver 500 miljoner mark av sparbankerna, då dessa köpte ut dataavdelningen i Scab. Sparbankerna deltog ännu i början av 1991 i ett stabiliseringspaket om 1,8 miljarder mark. Men insatserna båtade föga. Förlusterna accelererade och den 19 september 1991 meddelade Finlands Bank att den tagit kontrollen över Scab. Ett svårt och dramatiskt beslut men ingen annan lösning stod till buds, sade den ansvarige medlemmen i FB:s direktion, då han en tid efter övertagandet mötte sparbankernas direktörer.

Varför gick det som det gick för gruppens flaggskepp Scab? Grunden till den förda politiken skall ses mot bakgrund av det strategival som gjordes i medlet av 1980-talet. Offensiva satsningar med medel som till 100 procent var upplånade, gav till en början goda vinster. Scab var en stor aktör på börserna och exempelvis HAB-affären gav 70 miljoner marks vinst. Men framgången hade också en annan sida – fartblindhet, överambition och arrogans i umgänget med övriga bankgrupper. Börsfallen under åren 1989–1991, kreditexpansionen, rekordhög ränteläge, fastighetsplace-

ringarna och industriella engagemang i förening med misslyckandena med utlandsengagemangen och oöverstigliga problem i dotterbolagen samverkade till katastrofen.



SPARBANKEN I FINLAND SNUDD PÅ KATASTROF

Framtiden för Scab kunde nu förliknas vid ett enda stort frågetecken. Banken skulle visserligen fortsätta som centralbank för sparbankerna och Finlands Bank hade förbundit sig garantera dess likviditet i alla lägen. Men samtidigt lät Finlands Bank förstå att en djärv strukturlösning förestod. Även om ingen panikflykt av depositionerna i sparbankerna kunde förväntas, så åderläts sparbankerna det oaktat sakta men säkert på depositioner. Andelsbankerna blev hösten 1991 landets största bankgrupp. En fråga, som påverkade alla sparbanker, var vilket öde deras aktieinnehav i Scab skulle få. Sparbankernas eget kapital hade av tradition varit rätt anspråkslöst. Den hårda beskattningen hade gjort det hart när omöjligt att med beskattade medel bilda ett eget kapital av betydelse. Det egna kapitalet bestod därför till stor del i de flesta sparbankerna av uppskrivningar på äldre fastighetsinnehav och på Scabaktierna.

Så sent som 1989 tillät dåvarande Bankinspektionen sparbankerna att skriva upp värdet på aktierna i Scab med 55 mark/aktie. Hur hantera en situation i gruppen, om uppskrivningarna skulle förklaras vara luft och bankerna följaktligen tvingas återta dessa?

Då kreditförlustspiralen dessutom accelererade, såg framtiden för gruppen mörk ut.

Finlands Banks övertagande av Scab ledde till en febril aktivitet i sparbanksgruppen. I verkligheten hade aktiviteten inletts tidigare, särskilt sedan Sparbanksinspektionen i november 1990 gjort en utredning om kreditförlustriskerna i gruppen. Läget förvärrades kontinuerligt och i mars 1991 konstaterade inspektionen att 90 procent av gruppens bekymmer fanns i de 50 största sparbankerna. Raska tag var därför av nöden.



PROTESTERNA HJÄLPTE INTE

Den 6 november 1991 beslöt förvaltningsrådet för Sparbanksförbundet rekommendera att sparbankerna skulle bilda en hela landet omfattande sparbank, Sparbanken i Finland. I utredningsarbetet hade man också tangerat en federationsmodell och en holdingbolagsmodell. Avgörandet föll likväl för enbanksmo-

dellen och mest vägande orsak var ett förestående soliditetskrav om 8 procent. En annan beaktansvärd faktor var banktekniken, som mera rationellt skulle kunna utvecklas i en enda bank.

De sparbanker som kraftigt protesterat mot fusionspåbudet i slutet av år 1990 stod nu inför en delikat situation. Sparbanken i Finland lanserades som den enda garantin för att bankverksamhet framdeles skulle finnas på området. Vidare framhölls den kommande enhetens förmåga att bära risker, även i det fall att samhällskrisen avsevärt skulle fördjupas. Att ansluta sig till Sparbanken i Finland skulle också innebära skolnings- och specialisttjänster samt betydande utvecklingsresurser. Att ansluta sig skulle åter en gång manifesteras solidaritet med gruppen, ja man gick så långt som till att påstå att det var en fosterländsk gärning.

Men de banker som protesterat tidigare mot fusioner med regionsparbanker som mål var inte övertygade om hållbarheten i den givna modellen. Var informationen korrekt, när man dels hävdade att kravet på 8 procent soliditet skulle nås, då det dagligen vid samma tid dök upp nya förluster i många av de sparbanker som meddelat sin beredskap att ingå i den nya storbanken. De protesterande sparbankerna hade i regel en stark marknadsställning, de hade ekonomin i skick och de ville själva ha frihet, men också ansvar att styra den framtida utvecklingen. Det låg också ett mervärde och en profileringsmöjlighet i att fortsätta som en

självständig bank. Vidare utgick man ifrån att en fortsatt självständighet skulle trygga arbetsplatserna i lokalsamhället och att de förtroendevaldas engagemang för lokalbanken skulle stärkas liksom att anställdas och ledningens motivation skulle främjas av att framdeles stå på egna ben.

SLUT PÅ SJÄLVSTÄNDIGHETEN

Utöver faktorer man betecknade som ”säkra” fanns dessutom en mängd osäkerhetsfaktorer. En dylik var hur myndigheterna skulle ställa sig, om lokalbanken inte gick med i Sparbanken i Finland. En annan var om den självständiga linjen trots allt skulle misslyckas, vilka var villkoren för en senare anslutning. Fanns den möjligheten överhuvudtaget? Var det i ett sådant fall en mödosam Canossavandring som väntade?

Representanter för 41 sparbanker undertecknade den sista januari 1992 dokumenten om att bilda Sparbanken i Finland. Senare anslöt sig två sparbanker. Fyrtio sparbanker valde att fortsätta som självständiga enheter. Bland dem, som lämnade sig utanför, fanns tio svenska sparbanker: Aktia Sparbank, Ekenäs Sparbank, Nagu Sparbank, Korpo Sparbank, Houtskärs Sparbank, Kristinestads Sparbank, Närpes Sparbank, Yttermark Sparbank, Övermark Sparbank, Kvevlax

Sparbank och Vörå Sparbank. Av dessa har sparbankerna i Nagu, Korpo och Houtskär senare bildat Skärgårdssparbanken Abp och Övermark har fusionerat med Närpes.

Sparbanken i Finland erhöll bankkoncession i mars 1992 och verksamheten kunde inledas. Men bankens tid blev kort. Växande misstro hos dess kunder och bland allmänheten, enorma kreditförluster och ett därav föranlett behov av ständiga kapitalinjektioner i miljardklassen från Statens Säkerhetsfond gjorde staten till majoritetsägare. Den 22 oktober 1993 var bankens öde beseglat. Regeringen meddelade att man sålt Sparbanken i Finland i fyra lika delar till andelsbanksgruppen, Föreningsbanken i Finland, Kansallis-Osake-Pankki och Postbanken. Köpeskillingen var 5,6 miljarder mark. Sparbanken i Finland hade i egna beräkningar kommit fram till att priset borde ha varit över 14 miljarder mark.



EN DÅLIG FÖRSÄLJNING

I ett slag hade sparbanksgruppen förlorat 80 procent av sin volym. ”The dynamic third”, sparbanksgruppens slogan under 1980-talet, höll nästan på att utplånas. Det gick en rysning genom hela sparbanksfältet. Både

förtroendevalda och personalen i Sparbanken i Finland ansåg sig ha blivit lurade. Om man tidigare hade hyst en viss osäkerhet, övergick denna nu i misströstan. Den största bitterheten fanns i de sparbanker som varit väl-skötta och starka då de gick med i Sparbanken i Finland. Bland dessa fanns Ålands Sparbank.

För de 40 sparbanker som alltså fanns kvar började ett mödosamt men målmedvetet återuppbyggnadsarbete. För köparbankerna var inte svårigheterna övervunna trots ett depositionstillskott om ca 48 miljarder mark, som förvärvet innebar. Postbanken har idag Den Danske Bank som ägare, FBF och KOP är en del av Nordeakoncernen, där svenskarna för taktpinnen. Av de inhemska bankerna kan hävdas att endast andelsbankerna och Ålandsbanken stått pall.

Som en följd av bankkrisen halverades antalet anställda inom banksektorn i Finland. Inemot 25 000 bankanställda miste sina jobb. Från Sparbanken i Finland övergick 656 bankkontor till köparbankerna. En radikal sanering av kontorsnätet förestod.



VARFÖR GICK DET SÅ GALET?

Även om det ofta framhölls att det handlade om en kris för sparbankerna, tyngdes alla bankgrupper av

tunga förluster. Under åren 1989–1994 var kreditförlusterna i Andelsbanksgruppen 10,94 miljarder mark, i Föreningsbanken i Finland 12,69 miljarder, i Kansallis-Osake-Pankki 13,7 miljarder och i Postbanken 6,4 miljarder. Sparbanken i Finland hade 16,14 miljarder i förluster, övriga sparbanker 0,88 miljarder och Scab 8 miljarder mark.

Under 1980-talet avvecklades en stor del av den reglering som tidigare styrde bankverksamheten. Den fria marknaden erbjöd medelsanskaffning på ett helt nytt sätt. Men bankerna noterade inte att den nya marknaden också mångfaldigade riskerna. Bankerna visade inte prov på den ansvarskänsla, som de nya förhållandena borde ha inneburit.

En bidragande orsak finner man också i det splittade övervakningssystemet. Det fanns en uppsjö av tillsynsorgan, men inget organ bar det totala ansvaret. Bestämmelserna om boksluten var också förlegade. Först år 1992 gav Bankinspektionen direktiv om att de oskötta krediterna skulle framgå i boksluten. Vidare hade bankerna år från år kunnat dölja sina problem genom att överföra dessa till egna dotterbolag.

Den lågkonjunktur som drabbade det finländska samhället blev djupare än vad någon förutspått. En överhettad ekonomi sviktade och övergick i djup depression. Hög skuldsättningsgrad och rekordhög ränteläge resulterade i en konkurslavin som rev ner årtiondens mödosamt arbete.

Men kanhända var det ändå den mänskliga faktorn som bidrog allra mest till den uppkomna bankkrisen. En rikssvensk bankman uttryckte det på följande sätt: plötsligt verkade det som om flertalet bankdirektörer hade drabbats av hjärnsläpp, och detta nästan samtidigt!



KAPITEL III



*Finanskris
och bankfallissemang*

Kim Lindström

Finanskrisen utbröt skenbart plötsligt och mer eller mindre oväntat sommaren 2007. Den utlösande faktorn var de amerikanska s.k. sub prime -lånen, dvs. bostadslån, som ända sedan 1990-talet beviljats personer med obefintlig kreditvärdighet. Det var ofta fråga om personer utan inkomster eller tillgångar. Enligt normala lånekriterier hade dessa personer, som inte så sällan tillhörde etniska minoriteter i USA, inget hopp om att få bostadslån. Myndigheterna uppmuntrade aktivt denna kreditgivning av sociala skäl. Under lånens första år var räntan vanligen låg för att senare stiga till en klart högre nivå, som motsvarade den risk som kredittagarnas svaga förmåga att sköta lånen innebar.

Trots sub prime -lånen risker gick allt väl så länge som bostädernas värde steg. Ännu mera betänkligt än beroendet av bostadsprisernas utveckling var dock den ensidiga fokuseringen på en ökning av lånevolymen, varvid kreditriskerna aktivt ”glömdes bort”. I praktiken skedde detta så, att USA:s gigantiska och inflytelserika investmentbanker sammanslog ett stort antal sub prime – och andra lån till ett slags lånepaket, mot vilka utfärdades värdepapper, s.k. CDOs (Collateralized Debt Obligation). Genom paketeringen kunde kreditriskerna effektivt döljas. Investmentbankerna föredrog ofta att parkera sina egna lager av CDOs i dotterbolag, som var stationerade i skatteparadis, vilket hindrade insyn. Länge och väl skedde en livlig handel i CDO-pappren, som köptes begärligt av bland andra pensionsfonder,

hedgefonder (se nästa kapitel), kommuner och andra institutioner.



KORTHUSET STÖRTAR SAMMAN

När bostadspriserna började sjunka i USA år 2007, blev det plötsligt uppenbart, vilka väldiga risker som dolde sig i sub prime -lånen. Bankerna blev tvungna att överta bostäder från kredittagare, som inte kunde sköta sina bolån. Prisfallet på bostäder accelererade, när bankerna försökte bli av med dem. Svårigheterna spred sig också till Europa. Bland annat gick det stora engelska bolåneinstitutet Northern Rock under redan i september 2007.

Prisfallet på bostäder gjorde, att luften fullständigt gick ur hela marknaden med CDOs, eftersom ingen kunde veta, vilka kreditrisker som dolde sig i lånepaketet. Till och med lånekonsistensen i CDO:n var okänd. I praktiken avstannade handeln helt, eftersom det blev omöjligt att avgöra vilket värde ett sådant papper hade. Misstron på marknaden blev total, när marknadsaktörerna försökte gissa vem som hade CDOs i sina böcker och hur mycket. Otaliga banker och andra placerare tvingades göra massiva nedskrivningar på sina

innehav av dessa ”värdepapper”. Också emittenterna, dvs. investmentbankerna, blev sittande med stora lager av osålda CDOs, vilket var en av de främsta orsakerna till deras undergång.



KLOCKAN KLÄMTAR FÖR INVESTMENTBANKERNA

En av finanskrisens märkligaste följder är de fem legendariska investmentbankernas undergång i USA. Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers och Bear Stearns har ända sedan 1800-talet spelat en av huvudrollerna inte bara på den amerikanska finansmarknaden utan också över hela jordklotet genom sina filialkontor i världens ledande finanscentra. Det har knappast förekommit några betydande företagsaffärer eller börstransaktioner, i vilka de inte skulle ha deltagit som initiativtagare, mäklare, rådgivare eller kapitalförvaltare. Tack vare en mycket liberal reglering har de haft fria händer att utveckla sin verksamhet på ett sätt, som varit extremt lönsam. Vinsterna, som de genererat sina ägare, har varit av en storlek som de flesta andra företag endast kunnat drömma om.

Under största delen av 2000-talet var räntenivån mycket låg, vilket uppmuntrade till hög skuldsättning

och stor risktagning. År 2004 nästan fyrfaldigades investmentbankernas utlåningsmöjligheter genom att lånevolymen kunde vara upp till 40 gånger det egna kapitalet mot 12 gånger tidigare. Detta gynnade givetvis skapandet av olika slags finansinnovationer, men ledde också till kraftigt ökade risker. Nya finansiella produkter såsom CDOs såg dagens ljus, men gemensamt för dem var vanligen att de var invecklade och svåröverskådliga. Ju mindre transparens, desto mera beroende var placerarna av investmentbankernas sakkunskap. Problemet var dock att investmentbankernas och placerarnas intressen inte alltid sammanföll. En viktig orsak till detta var de överdimensionerade incentivprogram i form av bonusar och optioner, som investmentbankerna tillhandahöll för sina nyckelpersoner.

Redan under finanskrisens inledande skede på sommaren 2007 meddelade den femte största investmentbanken Bear Stearns att två av dess hedgefonder gått omkull på grund av stora CDO-innehav. Banken hamnade på ett sluttande plan och blev tvungen att rapportera om allt större förluster. I praktiken gick Bear Stearns omkull, även om den formellt övertogs i mars 2008 av storbanken J.P.Morgan Chase för en spottstyver.



LEHMAN BROTHERS I KONKURS

Nästa offer blev Lehman Brothers, vars dödskamp slutade sist och slutligen något oväntat med konkurs i mitten av september 2008. Hela finanskrisen påminner om ett dominospel, där varje fallande bricka drar med sig i fallet helt nya brickor. Samtidigt faller brickorna i allt snabbare takt. Av någon orsak valde myndigheterna att inte rädda Lehman. Varför just Lehman valdes till offer och varför banken inte räddades är oklart. I vilket fall som helst har detta förfarande senare kritiserats, eftersom följderna blev dramatiska.

Marknaden hade tydligen inställt sig på att inget betydande finansinstitut tillåts gå i konkurs, utan att staten i sista hand kommer in som räddare. I och med Lehman blev konkursalternativet skrämmande konkret. Omedelbart bröt den viktiga interbankmarknaden samman, eftersom ingen bank längre vågade lita på sina konkurrenter. Den allmänna misstron fick sin näring av att ingen kunde veta var i banksystemet de verkliga kreditriskerna fanns. Situationen förbättrades inte av att ratinginstitutens kreditbetyg visade sig vara helt opålitliga. Den andra omedelbara följden av Lehmankonkursen var att riskpremierna, som bankerna debiterar av sina företagskunder utöver en referensränta, steg till det mångdubbla. Resultatet blev en dramatisk försämring av företagens kapitalförsörjning, när

samtidigt tillgången på kredit sjönk och priset på kredit steg kraftigt.



DRAMATIK I ÖVERKANT

September 2008 blev i många avseenden en ytterst dramatisk månad på finansmarknaderna. Förutom Lehman hade många andra stora finansinstitut nästan oöverstigliga problem. De två stora bolånegiganterna på den amerikanska marknaden, Freddie Mac och Fannie Mae, förstatligades. Detsamma gällde världens största försäkringsbolag, AIG (American Insurance Group), som råkade i svårigheter, när de av bolaget marknadsförda kreditriskförsäkringarna, s.k. CDS (Credit Default Swaps), började resultera i väldiga ersättningskrav. En konkurs i AIG hade fått oanade följder för hela den internationella bankverksamheten. Något realistiskt alternativ till förstatligande fanns sålunda inte i AIG:s fall. Bland finanskrisens många amerikanska offer fanns också landets största sparbank, Washington Mutual, samt landets fjärde största bank, Wachovia.

De hårda förhandlingarna om Lehmans framtid ledde till att Merrill Lynch fann för gott att ge upp sin självständighet och låta sig slukas av Bank of America.

De två återstående investmentbankerna Morgan Stanley och Goldman Sachs började också känna marken bränna under fötterna på sig, och sökte skydd hos centralbanken Federal Reserve genom att bli vanliga depositionsbanker. Härigenom underställde de sig en betydligt hårdare övervakning än tidigare, men i gengäld förbättrades deras möjligheter att finansiera verksamheten.



EUROPA FICK EN SLÄNG AV SLEVEN

Under hösten fick också den övriga världen kännning av finanskrisen. I Europa förstatligades många banker, bland andra Fortis i Benelux, Hypo Real Estate i Tyskland och Royal Bank of Scotland i Storbritannien. Dessutom fick åtskilliga andra banker kapitalinjektioner av staten för att kunna fortsätta sin verksamhet. Hårdast drabbad blev Island, där alla de tre största bankerna förstatligades. Den isländska kronan upphörde att vara en konvertibel valuta. I Finland fick Kaupthings och Landsbankis verksamhet ett abrupt slut. Glitnirs dotterbank i Finland återgick till de ursprungliga ägarna och fick tillbaka sitt gamla namn FIM.

Problemen blev betydande också i Baltikum. Efter som både Swedbank och SEB hade stora intressen i

området, fick de kännning av svårigheterna. Carnegie Investment Bank med anor ända från år 1803 var den enda svenska banken, som gick under efter en oskicklig riskhantering. Den övertogs av svenska Riksgälden. Ett par mindre banker i Danmark hörde också till finanskrisens nordiska offer.



REALEKONOMIN DRABBAS

Länge och väl var finanskrisen en rätt isolerad företeelse, som inte i någon större utsträckning påverkade realekonomin. Detta fick dock ett hastigt slut under senhösten 2008, då resultatvarningar och samarbetsförhandlingar inom företagssektorn började ingå i det dagliga nyhetsflödet. Samtidigt började olika prognosinstitut tävla om att dra ned prognoserna för totalproduktionens tillväxt i olika länder. Troligen kommer bruttonationalprodukten att minska och arbetslösheten att öka kraftigt i många länder under år 2009.

Den finska ekonomin hör till de starkaste i Europa. I motsats till läget i början av 1990-talet har de flesta av våra storbolag en sund finansieringsstruktur och ett starkt kassaflöde. Orderstocken är också tills vidare på en ytterst hög nivå. Detta innebär dock inte, att vi

kommer att kunna klara oss oskadda genom den djupa recession, som finanskrisen ser ut att medföra. Finland är i högre grad än många andra länder beroende av sina exportmarknader. Svårigheter i våra avnämländer avspeglas omedelbart i verksamhetsmöjligheterna för våra exportföretag.

Redan nu har många order annullerats på grund av kundernas finansieringsproblem. Finanskrisen har lett till att många av de normala finansieringskanalerna slutat att fungera eller fungerar endast bristfälligt, vilket lett till en hårdnande konkurrens om de befintliga inhemska finansieringsmöjligheterna. Detta kan i värsta fall leda till att helt sunda företag får svårigheter att finansiera sin dagliga verksamhet.

I det föregående har inte berörts aktiemarknadernas utveckling och inte heller hedgefondernas andel i finanskrisen, trots att dessas roll varit ytterst central. Detta görs i nästa kapitel.



KAPITEL IV



*Finanskris med
börser och hedgefonder*

Kim Lindström

Börserna diskonterar alltid framtiden snarare än att avspegla det aktuella ekonomiska läget. Det är därför inte överraskande, att aktieplaceringarna var de första som fick stifta bekantskap med finanskrisen. Enligt Helsingforsbörsens Cap-index, i vilket inget bolag kan ha en vikt på mer än 10 procent, nådde aktiekurserna hos oss sin högsta nivå den 13.7.2007.

Till en början talades det endast om sub prime -lånen, men det räckte till för att locka fram säljare på börsen. Efter ett relativt kraftigt kursfall steg kurserna tillbaka nästan till utgångspunkten i oktober 2007. I november 2007 inleddes sedan det långvariga kursras, som urartade i rena rama säljpaniken vid flera tillfällen såsom i januari och juni 2008 samt framförallt under hösten, då bankfallissemangen duggade tätt. Vid slutet av år 2008 låg aktiekurserna i Helsingfors i genomsnitt inte mindre än 56 procent lägre än i juli 2007. Kalenderåret 2008 var med sitt genomsnittliga kursfall på 50 procent det i särklass sämsta börsår vi någonsin upplevt under Helsingforsbörsens 96-åriga verksamhet.



BÖRSKRASCHEN SKONADE INGEN

Börsstormen har inte skonat några aktier eller branscher. Det har inte heller gått att undvika problemen genom att placera i utländska aktier, eftersom både finanskrisen och börskraschen är globala. I många länder har börsbolagen förlorat ännu mera av sina marknadsvärden än i Finland med Island som det i särklass dystraste exemplet. Att satsa på utvecklingsmarknader, där den ekonomiska tillväxten varit klart snabbare än i de högt industrialiserade länderna i väst, har visat sig vara en dålig strategi, eftersom aktiekurserna överallt i första hand påverkas av globala storplaceringar. Dessa har vanligtvis upplevt utvecklingsmarknaderna som mera riskfyllda än andra och har därför snabbt kunnat lämna arenan. Då utvecklingsmarknaderna saknar starka inhemska placeringar, har de utländska storplaceringarnas utgång oftast resulterat i spektakulära kursras.

Vissa börser står och faller med råvarupriserna. Exempelvis Moskvabörsen var rätt motståndskraftig under 2008 års första hälft tack vare oljeprisets branta uppgång, men säckade helt ihop under årets senare hälft, när oljeprisets branta nedgång förstärkte säljtrycket. Under åtskilliga dagar beslöt Moskvabörsens ledning att avbryta aktiehandeln helt på grund av säljpaniken. För många finska företag är utvecklingen i Ryssland av mycket stor betydelse. På flera av våra vik-

tigaste exportmarknader, förutom i Ryssland också i Sverige och England, har dessutom valutakursutvecklingen varit ogynnsam för oss.



AMERIKANSK BÖRSDOMINANS

Paradoxalt nog med tanke på att finanskrisen utgick från USA och att många av de värsta problemen finns där har de amerikanska aktierna klarat sig betydligt bättre än de flesta andra i världen. Detta är en följd av att de globala storplaceringarna, som i verkligheten styr aktiekurserna överallt, oftast antingen är stationerade i USA eller opererar i huvudsak med amerikanskt kapital och amerikansk ledning, även om den formella hemvisten ofta är i något skatteparadis. För dessa placerare är det naturligt att under oroliga tider minska sin risk genom att behålla aktierna i de företag som de känner bäst.

Men vilka är då dessa globala storplaceringar? De kan vara långsiktiga placerare såsom försäkringsbolag, pensionsfonder, -bolag och -stiftelser eller vanliga placeringsfonder, i mindre utsträckning riskkapitalbolag eller privata placerare. Statliga fonder, som byggts upp med tillhjälp av valutareserver eller exempelvis med överskott från oljeexport, s.k. Sovereign Wealth Funds,

har fått en allt större betydelse. Den norska oljefonden är sålunda redan en betydande aktieägare i många stora företag i Europa.



HEDGEFONDERNA SKYDDAR INTE

Den dagliga börshandeln har dock överallt i allt högre grad kommit att domineras av globalt arbetande hedgefonder, som under 2000-talet vuxit enormt i storlek. Beteckningen ”hedge” kommer från dessa fonders strävan att åstadkomma en positiv absolut avkastning oberoende av marknadsutvecklingen, och därigenom erbjuda ”skydd” åt sina andelsägare. I verkligheten verkar hedgefonderna oftast med extremt stor risk genom att utnyttja hävstång både i form av lånekapital och derivativa instrument. Den finskspråkiga benämningen ”vipurahasto” är sålunda sakligt sett mera korrekt än den engelskspråkiga benämningen.

Gemensamt för hedgefonderna är den nästan totala bristen på insyn i fråga om deras placeringar, vilket motiveras med att inte ge andra marknadsaktörer möjligheter att imitera fondens placeringsstrategi. I praktiken har placeringar i hedgefonder jämförts med att placera pengar i en svart låda, vars innehåll är okänt. I motsats

till vanliga placeringsfonder vill hedgefonderna också slippa all normal myndighetsövervakning och reglering, vilket lett till att en majoritet av dem är formellt stationerade i skatteparadis, även om verksamheten i praktiken leds från världens finanscentra, främst belägna på den amerikanska östkusten och i London. Vid slutet av år 2007 var 52 procent av hedgefonderna inregistrerade i skatteparadis med Cayman Islands som överlägset populäraste hemvist. Därefter kom British Virgin Islands och Bermuda. Av de fonder, som inte var inregistrerade i skatteparadis, fanns två tredjedelar i USA.



SKENBART DVÄRGAR DE FACTO JÄTTAR

Antalet hedgefonder i hela världen uppskattas ha varit över 10 000 före finanskrisen. Hedgefonderna beräknas ha haft omkring 2 500 miljarder dollar i eget kapital, när de var som störst på sommaren 2008. Detta är uppskattningsvis endast ett par procent av de globala värdepappersmarknadernas sammanlagda marknadsvärde.

Hedgefondernas verkliga betydelse på marknaderna är dock mångdubbelt större. För det första är fonderna en relativt ny företeelse, och har fram till finanskrisen vuxit ytterst snabbt. För det andra bedriver hedgefon-

terna en exceptionellt aktiv handel. Engelska finansinspektionen FSA uppskattade redan år 2005, att hedgefonderna svarade för något mellan en tredjedel och hälften av den totala börsomsättningen i London och New York. Och sist men inte minst mångfaldigar hedgefonderna sitt inflytande på marknaden genom att utnyttja hävstång med tillhjälp av exempelvis lånekapital. Skräckexemplet är Long Term Capital Management med två Nobelprisvinnare i ledningen. När LTCM kollapsade år 1998, utnyttjade den drygt 30 gånger mera lånefinansiering än kapital tillskjutet av fondplacera-



EN MÅNGFALD AV STRATEGIER

Hedgefonderna utnyttjar en mängd olika placeringsstrategier och en mängd olika placeringsinstrument. Förutom aktier kan de specialisera sig på exempelvis ränteinstrument, derivativa instrument, råvaror och valutor. De kan specialisera sig på vissa marknader eller vissa branscher. Ofta söker de arbitragemöjligheter i prissättningsfel eller till följd av marknadshändelser. "Kvantfonder" placerar på basen av matematiska modeller. Det finns också fonder, som enbart placerar i andra hedgefonder för att därigenom åstadkomma en effektiv riskspridning.

Den vanligaste strategin är olika varianter av ”long/short”, som i sin enklaste form går ut på att finna ett företagspar inom samma bransch, där det ena bolagets aktie väntas gå bättre än branschens genomsnitt och det andra bolagets aktie sämre. Fonden köper (dvs. är ”lång”) i den första aktien och blankar, dvs. säljer lånade aktier i det andra bolaget (är ”kort”). Ifall det senare bolagets aktier kan köpas under säljpriset vid en senare tidpunkt, gör fonden en vinst. Long/short-strategin anses eliminera marknadsutvecklingens inverkan på aktiekurserna, dvs. den är marknadsneutral.

Trots de olika strategierna har hedgefonderna vissa gemensamma nämnare. Förutom bruket av lånekapital samt bristen på insyn och reglering sysslar de flesta av dem med blankning (short selling), som kan vara mycket lukrativ, när kurserna sjunker, och vars betydelse ökat avsevärt under finanskrisen. De flesta hedgefonderna är uttryckligen intresserade av snabba vinster. De är därigenom till sin natur utpräglade kortsiktsspekulanter. Eftersom de dagligen agerar på marknaden, är omloppshastigheten för fondens medel mycket hög, vilket givetvis resulterar i en mycket hög marknadsvikt, men garanterar också att marknaden är likvid. Fonderna har dock mycket litet gemensamt med seriösa aktiesparare, som är intresserade av aktiernas långsiktiga värdestegring.



SUGNA

ATT TA RISKER

Hur stor är då hedgefondernas hävstång eller på engelska ”leverage”? På grund av hemlighetsmakeriet kring fonderna finns inget entydigt svar. Hävstången kan erhållas på två sätt, antingen genom att öka de placerade medlen med lån (ekonomisk hävstång) eller genom att utnyttja derivativa instrument, varigenom man med en relativt sett obetydlig kapitalinsats kan få en mångdubbelt större marknadsexponering (finansiell hävstång). Hävstångens storlek, som kan mätas som förhållandet mellan portföljens storlek och nettotillgångarna, varierar inte bara mellan olika hedgefonder beroende på placeringsinriktningen utan också i samma hedgefond vid olika tidpunkter.

Hedgefondernas finansiärer har oroats av portföljernas värdeminskning under den senaste tiden, och krävt utökade säkerheter för fondernas krediter. Finanskrisen har sålunda tvingat hedgefonderna att kraftigt dra ned sin riskexponering genom att reducera hävstångens storlek, vilket i praktiken inneburit tvångsförsäljningar.

En OECD-rapport från år 2007² citerar en utredning, enligt vilken hedgefondernas totala placerade kapital var $2 \frac{1}{4}$ till $2 \frac{1}{2}$ gånger det av placerarna tillskjutna kapitalet under år 2005. Professor Andrew W.Lo vid MIT avgav den 13.11.2008 till amerikanska represen-

tanthuset en skriftlig rapport om hedgefonderna och deras roll i finanskrisen.³ Enligt rapporten var förhållande mellan portföljens storlek och fondkapitalet i genomsnitt 2,4 under det fjärde kvartalet år 2005 för att öka till 2,9 under motsvarande period år 2006. Hävstången var ungefär densamma i slutet av år 2007, men uppskattas ha sjunkit till 2,3 under det fjärde kvartalet år 2008. Enligt Lo:s uppskattning var hedgefondernas egna medel då 1 600 miljarder dollar, men portföljernas marknadsvärde 3 700 miljarder.

Det bör dessutom noteras, att hävstången varierar inom vida gränser mellan olika hedgefonder och att ett relativt stort antal fonder har en låg riskbenägenhet. Den låga räntenivån och det goda marknadsläget torde ha ökat riskaptiten i synnerhet hos de på aktiemarknaden arbetande fonderna under åren 2006–2007.



EXTREMT LÖNSAMT FÖR FÖRVALTARNA

Till följd av den kostnadsstruktur, som tillämpas på fondens placerare och som ger fondbolaget en del av fondens vinster, kan portföljförvaltarna i en framgångsrik hedgefond förtjäna nästan ofattbara summor. Man kan säga, att förvaltarnas girighet upphöjts till att bli en

av ledstjärnorna i hedgefondernas placeringsverksamhet. Detta har också lett till att hedgefonderna är beredda att ta mycket stora risker, trots att avsikten med fonderna ursprungligen var att minska beroendet av marknadsrisk. Eftersom hedgefonderna gjort stora vinster under goda tider, har de lyckats attrahera snabbt växande kapitaltillskott från placerare, inte minst från pensionsbolag och -fonder.

Hedgefonderna har på flera olika sätt haft en avgörande inverkan på finanskrisens förlopp. När situationens allvar började klarna och börstrenderna vände nedåt överallt, såg de sin chans att göra pengar på kursfallet genom att låna stora mängder aktier. Dessa aktier började de sälja eller blanka, när tidpunkten ansågs vara gynnsam för en s.k. bear raid, t.ex. i samband med svaga ekonomiska data eller i samband med dåliga nyheter från enskilda företag. Ett tillräckligt massivt säljtryck ledde ofelbart till kraftiga kursfall och ibland till och med till säljpanik, när andra marknadsaktörer, som inte kände till bakgrunden, också lockades att sälja. Ju brantare och långvarigare kursfall, desto billigare kunde hedgefonden köpa in de lånade aktierna och desto större blev fondens vinst. I vissa fall misstänks fonderna för att till och med ha spritt falska rykten för att säkerställa sin vinst.



BANKERNA OFFER FÖR BLANKNINGSRÄDER

Redan i ett tidigt skede utsågs i synnerhet aktier i banker och andra finansinstitut till offer för hedgefondernas blankningsräder. Bankaktierna var såtillvida tack samma offer, att knappast några företag är så beroende av allmänhetens förtroende som bankerna, vilkas egna medel endast är en bråkdel av deras förbindelser. Genom att sälja kort eller blanka stora aktievolymer kunde man åstadkomma till och med dagliga kursfall i enskilda aktier på tiotals procent. När dessa kursfall fick stora rubriker i pressen och behandlades utförligt i radio och TV, var snöbollen redan i rullning utan att någon kunde stoppa den. Oroliga deponenter skyndade sig att ta ut sina bankdepositioner och konkurrenterna började förhålla sig restriktivt till offrets försök att finansiera sin dagliga verksamhet på interbankmarknaden. De stora finansfallissemangen i USA utgick visserligen från verkliga storförluster, men hedgefondernas blankningsräder underminerade definitivt förtroendet för offren och gjorde det omöjligt att lösa problemen på ett balanserat sätt, som skulle ha minimerat skadorna.

De amerikanska investmentbankerna hade en intressant dubbelroll i samband med blankningsräderna. Å ena sidan blev dessa räder ödesdiga i synnerhet för Bear Stearns och Lehman Brothers, men å andra sidan fungerade dessa banker som hedgefondernas aktieförmedlare i en betydande del av räderna. Detta faktum

blev så besvärande för investmentbankerna, att de var aktivt pådrivande part, när den numera Nasdaq-ägda Helsingforsbörsen slutade upp i juni 2008 att publicera, vilka förmedlare som representerade köpare och säljare i de enskilda börsavsluten. I fråga om transparens och informationsgivning innebar detta ett långt steg bakåt. Intressant nog lyckades man inte införa denna ”reform” i Köpenhamn och endast delvis i Stockholm, trots att alla tre börser hade samma ägare.

Blankningsräderna ledde till motdrag från myndigheterna i en lång rad länder. Redan på sommaren 2008 infördes på Wall Street ett temporärt förbud att sälja kort aktier i 19 stora finansbolag. På hösten kom sedan ett totalförbud mot blankning i många länder. Förbuden kom alltför sent för att ha någon egentlig betydelse.



HEDGEFONDERNA SJÄLVA OFFER

På basen av blankningsvinsterna såg hedgefonderna ut att bli finanskrisens vinnare. Ironiskt nog blev fonderna själva offer i synnerhet i samband med de dramatiska händelserna under oktober-november. På grund av blankningsförbuden hade fondernas verksamhetsmöjligheter kringskurits. Dessutom blev utvecklingen så dramatisk och oväntad, att inte heller hedgefonderna

kunde undvika jätteförluster. Den överdimensionerade lånefinansieringen bidrog till detta. Bankerna, som beviljat lånen till hedgefonderna, hade sålunda all orsak att bli oroliga.

Fonderna började ansättas inte enbart av sina borgenärer. Under hösten blev det uppenbart att endast ett fåtal hedgefonder kunde infria sitt löfte om positiv avkastning i alla marknadslägen. Också de som placerat pengar i hedgefonder började i stor skala inlösa sina andelar. Även om många hedgefonder försökte på olika sätt hålla kvar medlen i fonden, kunde de inte i längden stoppa inlösningarna.

Både på grund av inlösningarna och kursförlusterna, och för att kunna parera kommande inlösningar, måste fonderna snabbt skaffa sig likvida medel. I åtskilliga fall gick fonderna under, och för deras vidkommande blev det fråga om veritabla tvångsrealisationer. För många instrument hade marknaden slutat att fungera, eftersom ingen visste deras verkliga värde. En marknad, som fortfarande fungerade på de flesta börser, var handeln med storföretags aktier. Detta förklarar den dystra utveckling, som präglade stämningen på världsbörserna under den senare hälften av år 2008. Aldrig tidigare har vi upplevt tvångsrealisationer av ens tillnärmelsevis samma omfattning.



MASSIVA TVÅNGSREALISATIONER

I mitten av november 2008 kallades fem prominenta hedgefondförvaltare till den amerikanska kongressen för att höras om hedgefondernas roll i finanskrisen. Den mest kända av dem, George Soros, meddelade då som sin uppfattning att hedgefonderna kommer att förlora 50–75 procent av sina egna medel till följd av krisen. Då låneshävstången ännu beaktas, kan man av detta skapa sig en uppfattning om storleken av de tvångsrealisationer, som vi sett och troligen ännu kommer att se på världsbörserna.

När dammet har lagt sig, kommer säkert många lärdomar att dras av det skedda. Det är uppenbart, att hedgefondernas riskhantering måste reformeras grundligt. Sannolikt har fonderna också fått en hälsosam påminnelse om följderna av ett ohämmat bruk av lånekapital. Diskussionen om övervakning och reglering av fondernas verksamhet får säkert ny kraft. De som placerat i fonderna borde av ren självbevaringsdrift kräva insyn och transparens i fondernas placeringsverksamhet. Och sist men inte minst: hur länge tänker världen acceptera, att ett relativt fåtal skatteparadis erbjuder en fristad åt mer eller mindre ljusskygg företagsverksamhet?





BLANKNING (SHORT SELLING)

Normalt är man "lång" i en aktie, när man köper den i tron att aktiekursen kommer att stiga. En vedertagen placeringsmetod är också att vara "kort", ifall man tror att aktiekursen kommer att sjunka. Då "blankar" man aktien, vilket i praktiken innebär att man säljer aktier som man inte äger. Blankningen är egentligen motsatsen till aktieköp.

För att kunna blanka, dvs. sälja kort, måste man först låna aktierna antingen från en fondkommissionär eller från någon institution, som äger aktier i bolaget och som är villig att för en överenskommen period låta låntagaren disponera aktierna. Lånetiden kan vara till exempel 3–12 månader. För att gå med på aktielånet kräver långgivaren en säkerhet och en premie som ersättning för lånet.

När låntagaren fått aktierna till sin disposition, brukar han normalt sälja aktierna. Eftersom han vid lånetidens slut är tvungen att återlämna aktierna till långgivaren, måste han täcka sin position, dvs. köpa in de sålda aktierna. Ifall placeraren haft rätt i att aktiekursen är fallande, kommer han att kunna köpa in aktierna billigare än vad han fick vid försäljningen. Skillnaden mellan denna lägre anskaffningskurs och den tidigare erhållna högre försäljningskursen är blankarens vinst (som dock naggas litet i kanterna av lånekostnaderna).

Blankningen är allt annat än riskfri. Ifall placeraren har fel, och kursen börjar stiga efter försäljningen av de lånade aktierna, gör han en förlust, som i princip kan bli hur stor som helst. Långgivaren kan också under vissa förhållanden kräva sina aktier tillbaka före lånetidens slut. Då kan blankaren bli tvungen att hastigt täcka sin position till en för honom ofördelaktig kurs.

Blankningen är en helt normal företeelse inom aktiehandeln. Normalt ökar den aktiernas likviditet, eftersom blankningen garanterar att det hela tiden finns aktier till salu också på låga kursnivåer. Under vår depression i början av 1990-talet, då blankning ännu inte

var tillåten på Helsingforsbörsen, ledde kursrasen till att handeln helt torkade in och att den s.k. spreaden, dvs. skillnaden mellan köp- och säljkurs, blev oproportionerligt stor. I praktiken blev det i många fall helt omöjligt att sälja aktier. Det problemet har blankningen eliminerat.

Under onormala marknadsförhållanden kan blankningen dock missbrukas, vilket vi sett under finanskrisen. När marknadsstämningen var svag eller det kom negativa företagsnyheter, kunde hedgefonderna vräka ut väldiga mängder av tidigare lånade aktier på marknaden i hopp om att åstadkomma säljpanik. I dessa fall blev ersättningarna för aktielånen en ytterst liten tröst för det kursfall, som hedgefondernas kursmanipulation ledde till i långivarnas aktieportföljer. Många pensionsfonder och liknande institutioner har därför fattat principbeslut om att inte låna ut sina aktier.

Hedgefondernas massiva blankningar i finansaktier var en bidragande orsak till att allmänhetens förtroende för många banker underminerades, vilket som bekant hade ödesdigra följder. Därför förbjöds blankningen temporärt i många länder under hösten 2008.

KAPITEL V



Girighet och dåligt ledarskap

Susanne Stenfors

Den globala finanskrisen har spridit sig som en löpeld från marknad till marknad. Den kommer att få långtgående följder, som ännu i dagens läge är svåra att förutse. Diskussionen om vad som egentligen ligger bakom krisen och vem som är skyldiga kommer också att fortgå länge. Åsikterna om vad som borde göras för att minska riskerna för liknande finanskriser i framtiden varierar stort. Men att något måste göras, det är man överens om.

Det fanns många som öppet varnade för en fastighetsbubbla i USA. Det fanns till och med de som förutspådde en kreditkris. Med facit i hand kan man fråga sig varför ingen ingrep i ett tidigare skede. Men också utanför USA blev många tagna på sängen. Ingen kunde på förhand föreställa sig att den globala interbankmarknaden kunde torka ut så snabbt, och att det skulle få så enorma följder. Finansmarknaden bygger på förtroende och förväntningar. Nu har vi sett vad som händer när förtroendet mellan marknadsspelarna försvinner över en natt och optimismen vänds – först till försiktighet och sen till pessimism.

Vi kommer här närmast att diskutera den amerikanska sub prime – lånekrisen och vilken roll olika aktörer hade i denna kris.



JAKTEN PÅ DE SKYLDIGA

Det är naturligt att de som förlorat sina placeringar, hem eller jobb som en följd av finanskrisen söker skyldiga och vill få svar. I USA är det många som borde se sig i spegeln och fråga sig vad de kunde ha gjort för att stoppa utvecklingen innan det var för sent. Lagstiftarna, U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) och Federal Reserve Bank (FED), med förra chefen Alan Greenspan i spetsen, får säkert ta på sig en stor del av ansvaret. Likaså de innovatörer på Wall Street, som omvandlade sub prime lånen till invecklade strukturerade finansiella produkter. De här produkterna inte bara spred på kreditriskerna, utan dolde dem för placerare, analytiker och myndigheter.

Ratinginstituten, som inte såg riskerna i de strukturerade finansiella produkterna, får också bära en del av ansvaret. Det har till och med spekulerats om att ratinginstituten kanske mer eller mindre medvetet blundade för riskerna eftersom samma investmentbanker, som utvecklade de här komplexa finansiella produkterna också betalade för ratingen. Placerare runt om i världen förlitade sig på ratinginstitutens utlåtanden och hade kanske inte själva kompetens att bedöma hur riskfyllda dessa placeringar egentligen var. Krisen har än en gång lyft fram frågan om ratinginstitutens roll och behovet av en mera oberoende rating av placeringsobjekt.

SOCIALPOLITIK - ELLER BUSINESS

En diskussion som ännu inte förts i någon större utsträckning är hur stort ansvar den högsta ledningen för olika amerikanska låneinstitut och investmentbanker har för sub prime lånekrisen. Ett moraliskt ansvar för krisen har de självklart. Jurister och åklagare har också redan påbörjat det otacksamma jobbet att ta reda på vem som eventuellt gjort sig skyldiga till civilrättsliga eller direkta kriminella brott.

De som påstår att lagstiftarna, och speciellt The Community Reinvestment Act, står bakom sub prime lånekrisen ser alltför snävt på saken. Visst var det politikernas målsättning att få låneinstitutet att ge fastighetslån åt mindre kreditvärdiga medborgare, men ingen tvingade dessa kreditgivare att ge ut riskfyllda lån i den utsträckning man gjorde under 2000-talet.

God banksed förutsätter att kreditgivaren gör en omsorgsfull kreditvärdering, men nu gavs fastighetslån allt oftare ut automatiskt, utan sedvanlig dokumentation eller kreditvärdering. Kreditinstitutet borde ha koncentrerat sig på att i de fattiga områdena söka sådana kunder, som ens skulle ha haft en chans att återbetala sina lån. I stället hittade man på kreativa lösningar för att kunna ge lån åt de allra fattigaste, arbetslösa människor utan fast inkomst eller tillgångar.

Därmed blev krediterna allt mera riskfyllda. Många fick ett lån utan att banken krävde en handpenning på fastighetsköpen. Lånebeloppet kunde klart överskrida värdet på fastigheten, som togs som säkerhet. Låntagarna kunde också få en amorteringsfri period, eller en låg ränta i början av låneperioden. Enligt avtalet fördubblades sedan räntan efter en tid. Allt baserade sig på en förväntan om fortsatt värdestegring på fastighetsmarknaden.

Den snabbt växande volymen av sub prime lån hjälpte i sin tur till att driva upp fastighetspriserna. På samma sätt som i pyramidspel såg allting bra ut en tid, men sedan slog realiteten in då fastighetsbubblan sprack och låntagarna började släpa efter med sina betalningar.



BRISTER I PROCEDURER OCH OMDÖME

De uppenbara bristerna i kreditgivarnas procedurer och kontroller lämnade vägen öppen för bedrägeri. Pressen är full av historier om lånebeslut som baserats på förfälskade och förskönade uppgifter. Säkert finns det låntagare som utnyttjat den dåliga kontrollen, men många säger själva att de inte vet varifrån uppgifterna om inkomst eller förmögenhet kommer ifrån. Har de i sådana fall fabricerats av mäklarna, som fungerade som

mellanhänder mellan kredittagarna och –givarna, eller av kreditgivarna själva? Om det går att påvisa att information förfalskats, kommer de skyldiga antagligen att ställas inför rätta. Men det kommer att kräva en enorm insats av jurister och åklagare runtom i USA.

Förutom en bättre kreditvärdering borde kreditgivarna också ha haft ett bättre omdöme. Var det moraliskt rätt att ge ut fastighetslån åt människor som inte hade en chans att återbetala ens en del av lånet? Var det moraliskt rätt att för egen vinnings skull utnyttja folk som inte helt förstod sig på de invecklade kreditprocedurerna eller kunde bedöma riskerna? Trots att sub prime lånen gav högre intäkter än ”normala” fastighetslån, så borde man ha stått på bromsen då det gällde de mest riskfyllda lånen.

Mer än 300 amerikanska kreditinstitut lär ha gått under sedan 2006. Girighet och dåligt ledarskap bidrog stort till deras fall.



UTBUD

- OCH EFTERFRÅGAN

De fem stora investmentbankernas ökade aptit på sub prime lån drev kreditgivarna och -förmedlarna till att öka på volymen av sub prime -utlåningen. Därmed får

ledarna för dessa investmentbanker också bära sin del av ansvaret för den kris som uppstått. Många sub prime lån skulle säkert aldrig ha getts ut, om de hade blivit kvar i kreditgivarnas balansräkning. I efterhand är det lätt att säga att de stora ansedda investmentbankernas ledare borde ha haft bättre omdöme. Men vem av dem skulle ha vågat, eller ens velat, stå på bromsen när Wall Street och resten av den amerikanska finansmarknaden gjorde stora vinster på sub prime lånen.

Men visst kan också låntagarna klandras för girighet och bristande omdöme. Många av dem insåg väl nog att deras möjlighet att återbetala lånen var liten, men tog ändå tacksamt emot de lån de erbjöds. Den amerikanska drömmen förverkligades när de kunde köpa sig ett eget hem. Med mycket låga räntor, en lång amorteringsperiod och en het fastighetsmarknad skulle det kanske ändå gå vägen. Drömmen har nu för många förvandlats till en mardröm. Många låntagare vet inte längre vem som egentligen äger deras hem när fastigheterna fungerade som säkerhet för lån som sedan har sålts vidare, kanske t.o.m. många gånger. Andra ges inte ens en chans att förhandla om lånevillkoren. Placerare som har fastigheterna som säkerhet försöker nu minimera sina förluster genom att snabbt ta över fastigheterna.



KVARTALSEKONOMI OCH BONUSYRA

Hela systemet kring sub prime lånen har varit baserat på kortsiktigt tänkande och girighet. Från högsta ledningen ner till dealing-rummet glömde man bort att tänka på företagets långsiktiga framtid och livsduglighet. Jakten på allt större vinster kom igång på allvar under 2000-talet. Finansvärldens hjältar har varit de som kammade in de stora vinsterna. De blev också grundligt belönade genom generösa bonusavtal.

Finansvärlden har traditionellt levt på marginaler och arvoden. Räntemarginalerna för sub prime lånen var högre än normalt, men riskerna var också större. Så länge kreditgivarna kunde finansiera utlåningen genom att sälja dessa riskfyllda lån vidare, var vägen öppen för att öka volymen på sub prime lånen. Antalet nya sub prime lån ökade markant från år 2004 framåt.

Investmentbankerna tjänade arvoden på att paketera lånen till strukturerade finansiella produkter och sälja dem vidare till placerare. Men de började också handla med dessa produkter för sin egen räkning och vinsterna på den handeln blev snart större än arvodena.

De fem stora investmentbankerna blev giriga då de såg hur lätt det gick att göra vinster på sub prime lånen. SEC godkände år 2004 deras ansökan om att märkbart få öka på sin skuldsättning. Det här ödesdigra beslut bidrog till att sub prime lånekrisen blev så om-

fattande. Några år senare började fastighetsmarknaden svalna och prisstegringen stanna av. Det betydde att kreditproblemen ökade. Investmentbankerna blev sittande med produkter som ingen ville ha samtidigt som de hade svårt att få refinansiering. Investmentbankerna hade spekulerat på att fastighetspriserna skulle fortsätta stiga och att låntagarna skulle kunna betala sina skulder. Det var en spekulation, som ledde till att deras vinster snabbt ökade under 2000-talet. Därmed ökade också de årligt utbetalade bonussummorna.



INNOVATION OCH RISKHANTERING

Finansvärlden har under några årtionden blivit mycket komplex. Derivater och värdepapperiseringen av tillgångar och kassaflöden gör det allt svårare för placerare och analytiker att bedöma vilka risker bankerna har och hur sårbara de är.

Har finansvärlden därmed blivit för innovativ? Man använder invecklade strukturerade produkter för att skydda sig mot andra invecklade strukturerade produkter. Det påstås att värdet på derivativmarknaden i dag uppgår till ett värde 12 gånger större än världens BNP.

Användningen av strukturerade finansiella produkter såsom CDOs är i sig inte ett problem. Rätt använda, hjälper dessa finansiella produkter företag att hantera sina risker. Problemet är att den här marknaden står utanför myndigheternas kontroll och de finansiella produkterna redovisas utanför balansräkningen. Värderingen av dessa produkter är en hel vetenskap, som till och med experterna ofta är oense om.



LÖGN ELLER OKUNSKAP

Ingen har ännu påstått att investeringsbankerna borde ställas inför rätta för att de uppfann CDO-derivativen eller handlade med dem. Det som däremot har ifrågasatts offentligt är hur ärliga och sanningsenliga investmentbankerna, och speciellt deras ledare, var i sina kvartalsrapporter till placerare och analytiker. Hade riskerna värderats rätt i kvartalsrapporterna? Har man medvetet ljugit om riskerna eller om företagets sårbarhet?

Om det går att bevisa att dessa ledare har undanhållit väsentlig information kan de ställas inför rätta. Frågan är dock om den högsta ledningen eller styrelsen i dessa investmentbanker har förstått hur dessa strukturerade produkter fungerar och vilka risker de satt på?

Det samma gäller AIG, försäkringsbolaget som under 2000-talet började sälja finansiella strukturerade produkter (CDS eller credit default swaps) som skulle skydda placerarna mot sub prime lånens kreditrisker.

In i det sista har högsta ledningen för investmentbankerna försäkrat omvärlden om att riskerna var under kontroll. Oberoende om de visste vad läget egentligen var eller inte, kommer deras försvar att vara att de inte kände till riskerna. Då gäller det för åklagaren att kunna bevisa motsatsen.



MORAL ELLER “MORAL HAZARD”

Ett ”moral hazard”-tänkande inom finansvärlden har antagligen i stor utsträckning bidragit till sub prime lånekrisen. “Moral hazard” kan definieras som förväntan av att någon av parterna i ett avtal är skyddad mot en risk, till exempel genom en försäkring, och därmed blir mindre intresserad att motverka riskens negativa effekt. Då det gällde sub prime lånen, kammade varje länk i kedjan in vinsterna och förde riskerna vidare till nästa länk.

Kreditförmedlaren (brokern) överförde risken till kreditgivaren. Kreditgivaren sålde i sin tur lånen till investmentbanker, som paketerade de köpta lånen till

strukturerade finansiella produkter. Därmed överföres kreditrisken till placerarna. Placerarna kunde i sin tur köpa ytterligare strukturerade finansiella produkter (CDS) för att skydda sig mot kreditriskerna. Till sist såg ingen skogen för träden. Riskerna var utspridda runt den globala finansvärlden och därför hade ingen en klar uppfattning om hur stora dessa risker egentligen var.

Blev utlåningsprocessen och kreditvärderingen för slapphänt, då kreditgivarna utgick ifrån att risken inte skulle bli kvar hos dem? Blev investmentbankerna förblindade av sina bonusar, då tanken var att kreditrisken skulle överföras till placerarna? Trodde man ärligt sagt att riskerna var så utspridda att ingen skulle bli lidande?

Ett mera moraliskt agerande bland finansvärldens ledare, i stället för ett ”moral hazard”-tänkande, skulle kanske inte ha avvärvat sub prime lånekrisen, men skulle säkert ha gjort den mera kontrollerbar.



VINNARE OCH FÖRLORARE

Vinnarna i denna kedja är givetvis de bankirer som tog hem stora bonuspengar. Förlorarna är många. Till dem hör de stora investmentbankernas ägare och alla

de anställda på Wall Street och i finanscentra runtom i världen, som nu har förlorat sina jobb. Förlorare är också de låntagare som nu fräntas sina hem och kanske sjunker ännu djupare ner i fattigdomen. Många amerikanska skattebetalare ser sig också som förlorare när deras skattepengar används som direkt stöd till finansmarknaden.



ÄR SVARET MERA REGLERING?

Kraven på konkreta åtgärder som skall förhindra en ny kris växer nu. Risken är att beslutsfattarna förhastar sig och lindrar symptomen, inte den egentliga sjukdomen. Tillsynen och regleringen av finansvärlden måste ses över. En stor del av finansvärldens mest riskfyllda business har fallit utanför myndigheternas tillsyn. Dessutom har finansinstitutet blivit stora och globala, medan tillsynen och övervakningen ännu är för lokalt inriktad. Men risken är, att en utökad reglering bara ökar på innovationen inom finansvärlden när man igen försöker hitta på nya sätt att kringgå reglerna.

Efter de stora skandaler som skakade företagsvärlden i USA i början av 2000-talet (Enron, Tyco, WorldCom och Health South) ville man se snabba åtgärder för att

de amerikanska företagen och företagsledningen skulle återvinna marknadens förtroende. Sarbanes-Oxley Act (SOX), som godkändes år 2002, skulle leda till en mera öppen redovisning och få företagens högsta ledning att personligen ansvara för att innehållet i företagets redovisning var korrekt. Enron hade bland annat varit lite för kreativ i sin användning och redovisning av finansiella instrument. Men knappt hade dessa skandaler fallit i glömska innan marknaden igen skakades av nya stora skandaler. De ökade kontroll- och rapporteringskraven gjorde SOX till en stor börda för de amerikanska börsbolagen, men hjälpte ändå inte världen att i tid se hur stora risker sub prime lånen gav upphov till.



ETIK OCH LEDARSKAP - EN SJÄLVMOTSÄGELSE?

Girighet och dåligt, eller rentav oetiskt ledarskap, ligger igen i grunden för en marknadskris. I finansvärlden kommer det alltid att finnas innovatörer som försöker utnyttja kryphål och hitta på kreativa lösningar för att få större vinster. Motivationen är ofta personlig vinning, speciellt då en stor del av den årliga belöningen utbetalas i form av bonus. Därför behövs det ett starkt etiskt ledarskap.

Lagar och reglerna kan inte göras vattentäta. Därför behövs det ledare som har ett gott omdöme och som vet vad som är rätt och vad som är fel. Mentaliteten får inte vara att “allt som inte är direkt förbjudet är tillåtet”. Etiskt tänkande borde styra både strategiformulering och operativ verksamhet. Det är lätt att förstå att individuella kreditinstitut drogs med i sub prime lånefesten. Den som ifrågasatte verksamhet blev troligen stämplad som gammalmodig och riskovillig. Men att “alla andra också gör det” borde inte få vara ett acceptabelt argument.

En etisk ledare har starka egna värderingar och föregår med gott exempel. Många ledare för de amerikanska kreditinstituten anklagas nu för kriminella och civila brott och deras agerande undersöks av både myndigheter och SEC. Glömde man sina egna värderingar när girigheten tog över?

En etisk ledare tar också sitt ansvar och verkar för andras, inte sitt eget, bästa. De amerikanska bankcheferna, som har lyft astronomiska summor i årliga bonusar, verkar nu vara ovilliga att ta ansvaret för den kris som uppstått. Det kan rentav bli omöjligt att driva igenom ett etiskt tänkande inom finansvärlden om dess nyckelpersoner får agera oetiskt utan märkbara konsekvenser.



BONUS MED RISK

Om företagens grundläggande roll är att skapa värde för sina ägare, borde inte ledningen då tänka mera långsiktigt? Bonustänkandet har styrt verksamheten i finansvärlden och fokuset har blivit kortsiktig och risktänkandet förvrängt. Finansinstitutens styrelser borde se till att bonussystemen inte leder till ett oacceptabelt risktagande. I de stora amerikanska investmentbankerna verkar styrelsemedlemmarna inte alls ha förstått vilken inverkan de generösa bonusavtalen kunde ha på idérika finanskillar och vilken enorm risktagning de skulle driva ledningen till.

Ett bonussystem anses allmänt vara ett bra sätt att motivera ledningen och de anställda till goda prestationer. Problemet här var att bonusen baserades på bokförda vinster, utan att beakta den ökade risktagningen. Krisen kommer antagligen att leda till att vi i framtiden ser bonusavtal som ger arbetsgivaren rätt att kräva tillbaka en del av bonusen, ifall riskerna realiserar och leder till förluster i framtiden.



GOD FÖRVALTNING

Kravet på god förvaltning (corporate governance) har ökat, både i USA och den övriga världen, efter företags-

skandalerna i början på 2000-talet. Men ännu finns det uppenbara brister i förvaltningen inom finansmarknaden, speciellt vad gäller hantering och rapportering av risker. Denna kris borde få företagets styrelser att inse att utvärdering och hantering av risker bör vara en av deras huvuduppgifter. Dessutom bör styrelsen försäkra sig om att företaget har ett ändamålsenligt kontroll- och rapporteringssystem som ger en rättvis bild av riskerna. För att återställa förtroendet på finansmarknaden krävs det att övervakare, analytiker och framför allt placerare i framtiden får en mera öppen och ändamålsenlig information om företagets risker.



VEM TAR ANSVARET?

Vi kommer troligen också i framtiden att se finanskriser uppstå på olika lokala marknader, och kanske till och med få en global inverkan. Risktagning hör till normal affärsverksamhet, men den här krisen har gett oss alla en påminnelse om att risktagningen måste vara kontrollerad och riskerna transparenta. Ansvaret för att åstadkomma detta måste vara delat mellan dem som reglerar och övervakar finansmarknaden och företagets högsta ledning.



DE SJU BESLÖJADE INVESTMENTBANKERNAS SLUTDANS

Goldman Sachs, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Morgan Stanley, Lehman Brothers och Salomon Brothers var kända namn på Wall Street under decennier. Äventyret med MBS- och CDO-papper slutade trots decenniernas erfarenhet illa.

Goldman Sachs upphörde den 21 september 2008 att vara en investmentbank. Under de två senaste åren antas firman ha sålt CDO's till ett värde av 100 miljarder dollar. Den verkställande direktören Henry Paulson blev i maj 2006 Förenta staternas finansminister.

Merrill Lynch köptes den 17 september 2008 av Bank of America. I praktiken hade investmentbanken gjort konkurs.

Credit Suisse First Boston har en ganska stormig historia bakom sig. Credit Suisse köpte 44 procent av First Boston 1988 och skötte under namnet Credit Suisse First Boston några av teknologibubblans stora – och en del mindre – introduktioner på börsen (Silicon Graphics, Apple Computer, Sun Microsystems och VA Linux Systems). I januari 2006 hade namnet Credit Suisse First Boston blivit till den grad draget i smutsen på grund av misstankar om insiderhandel att Credit Suisse bytte namn på sin finansbanksverksamhet.

Morgan Stanley upphörde den 21 september 2008 vara en investmentbank och övergick till att vara en vanlig bank. En knapp vecka senare hade Japans största bank, Mitsubishi, köpt upp en betydande del av det anrika företaget.

Lehman Brothers gick den 15 september 2008 i konkurs. Under de dramatiska dagarna just före konkursen föreslog ett av investmentbankens dotterföretag att direktörerna, för att visa god vilja, skulle avstå från sina miljonbonus. Företagets verkställande direktör George Herbert Walker IV bad i ett e-mejl om ursäkt

för att idén ens hade kommit upp. George H. Walker IV är småkusin till George W. Bush.

Salomon Brothers, som inledde de oreglerade derivatens era med sina MBS-värdepapper, försvann redan i ett tidigare skede och är nu en del av Citigroup – bankkonglomeratet kring Citibank. En av Citigroups direktörer var Robert Rubin. Rubin var Bill Clintons finansminister och den inom Citigroups ledning som drev bolaget in i handeln med MBS och CDO. Förlusterna har blivit enorma. Rubin meddelade den 11 januari 2009 att han avgår.

Bear Sterns grundades på det glada 1920-talet och genomlevde krisen 1929 utan större bekymmer. Intrånget på handeln med marknadsderivat skedde genast efter Community Reinvestment Act 1977. Under uppgångens år skaffade sig bolaget en stor ”hävstång” och var ännu under åren 2005–2007 i tidskriften Fortune Förenata staternas ”mest beundrade företag”. På sommaren 2007 råkade Bear Sterns ut för allvarliga problem på sub prime -marknaden. I mars 2008 köptes bolaget av JPMorgan Chase. En del av aktierna såldes för 2 dollar. Några månader tidigare hade de noterats till 133,20 dollar.

KAPITEL VI



*Att spara
grunden för en hållbar utveckling*

Peter Storsjö

Utgångspunkten för finländsk ekonomisk politik skall i likhet med mycket annat sökas i vår historiska, kulturella, politiska och geografiska belägenhet. Vi har lätt för att falla in i en nästan håglös toppstyrning och drivvedsmentalitet. Vår egen generation har inte förmått fostra så kallade industrialister inom finansindustrin. Då kan systemet bli något av ett system för efterslänrare.

Den enskilde individen försöker långsiktigt bygga upp sin ekonomiska trygghet. Därigenom bidrar han eller hon indirekt till samhällets välfärd. Sättet med vilket individen försöker bygga upp sin trygghet regleras av statens, centralbankernas och numera också av EU:s beslut samt av den globala marknaden.

Då vi ser till den långsiktiga avkastningen är aktiesparandet överlägset alla andra sparformer. Aktier har alltid, mätt över långa tidsperioder, erbjudit en avkastningspremium i förhållande till övriga placeringar.



PROBLEMSTÄLLNINGAR I FINLAND

I vårt land har hushållens sparande under hela efterkrigstiden koncentrerats till depositions- och bostads-sparande. En orsak ligger i att Finland varit kapitalfattigt och i att banker och stat behövt deponenter och

obligationsköpare för att kunna utföra sin uppgift. Följaktligen har man inte gynnat aktiesparande. Företagen har efter bästa förmåga fått sköta sin kapitalförsörjning med hjälp av ett litet eget kapital, snäva ägarkretsar, korsägande och utländska investerare. Det inhemska hushållssparandet har kanaliserats till företagen via bankdepositioner som vidarebefordrats till företagen i form av lån. Bankkoncernerna var dessutom ända till vår senaste depression på 1990-talet betydande ägare i våra industriföretag vilket medförde orimliga riskkoncentrationer i systemet och ett osunt bankberoende hos företagen.

Vid sidan om nämnda ”kapitalfattighet” har vår relativt sett sena industrialisering bidragit till att hushållens penninghushållning förblivit ganska outvecklad. Vi hade mycket av naturahushållning ännu för ett halvsekel sedan.



POLITIKERNAS KORTA SIKT

Vi har också varit tvungna att betrakta hushållssparandet ur ett politiskt perspektiv. Den politiska eliten har haft en mycket liten förståelse för aktiesparandet eftersom man utgående från politiska målsättningar inte velat understöda en utveckling där den enskilda indivi-

den tar ett större ansvar för sin ekonomiska trygghet. Då skulle ju fördelningspolitiken marginaliseras och vänsterns röstare kunde förlora sin klassmedvetenhet.

Vi har fortsättningsvis ett subventionerat bostadssparande (bostadslånens räntor avdragsgilla i inkomstbeskattningen), vilket är obegripligt ur rationell synvinkel. Varför vill man gynna bostadssparande och därmed missgynna övrigt sparande? Subventioner har ju dessutom en tendens att påverka prisbilden på en begränsad marknad. Slutresultatet blir att man inte ens gynnar bostadssparande utan endast missgynnar övrigt sparande. Det kan konstateras att de enda subventionerade sparformerna i dag är bostadslånen och de frivilliga pensionsförsäkringarna. Kan detta bero på att de subventionerade sparformernas producenter (banker och försäkringsbolag) har haft ett stort samhällsinflytande?

Allt detta har resulterat i ett överstort utländskt ägande i våra börsbolag och till ett ganska koncentrerat inhemskt ägande. I början på 1980-talet då den sovande finländska börsen vaknade till liv kunde man i likhet med vårt västra grannland ha gynnat fondsparande i aktier med hjälp av skatteincentiv. De svenska "alle-mansfonderna" kan ses som huvudorsaken till att man i Sverige har ett högre medvetande och ett högre marknadskunnande hos den breda allmänheten än vad fallet är hos oss. Placeringar i allemansfonderna var avdragsgilla i inkomstbeskattningen. Det svenska PPM-systemet som möjliggör att löntagaren själv beslutar om alloke-

ringen av en del av sitt lagstadgade pensionsskydd är ett modernt exempel på samma framsynthet i Sverige.



ATT SPARA BLIR ATT SPELA

Beskrivande är att man hos oss allmänt talar om att "spela på börsen" som en synonym till aktiesparande. Lagen om placeringsfonder tillkom i ett mycket sent skede efter att bankföreningen länge förhalat beredningen bl.a. med motiveringen att fondsparandet kantänka skulle kannibalisera på depositionsmarknaden. Man inser motiveringens fånighet då man kommer ihåg att vi redan hade en fri penningmarknad.

Okunskapen har varit så genomgripande att den även gällt institutionella placerare. Man har t.ex. ännu för en kort tid sedan byggt portföljer enligt en s.k. geografisk riskspridning utan att veta vad man egentligen menar. Den geografiska riskspridningen sker självfallet huvudsakligen genom bolagens geografiska affärsexponering, inte genom bolagens juridiska hemland. Den institutionella sektorns "geografiska riskspridning" har också bidragit till försvagandet av det långsiktiga inhemska ägandet.

Okunskapen har förstärkts av att finansindustrin i stor utsträckning sålts till utländska konkurrenter. Des-

sa har i regel överfört tankeverksamheten och produktutvecklingen till huvudkontoret och i stället satsat på försäljningsverksamhet i Finland. Detta kallas allmänt för dotterbolagsekonomi. Fenomenet gäller inte endast finanssektorn utan i ganska hög utsträckning hela vårt näringsliv. Det är ett följd av ovan nämnda kapitalfattighet och av ett utbrett kortsiktigt affärstänkande.

Finland saknar i dagens läge egentliga industrialister som ser längre in i framtiden .

Störningar på marknaden påverkar ett litet land som Finland med ett begränsat aktiesparande med en tidsmässig förskjutning i jämförelse med länder där hushållens aktiesparande är mera utbrett. Vi påverkas med viss fördröjning via företagens förändrade ekonomiska utsikter som påverkar sysselsättning och framtidstro. I mera utvecklade aktiespararländer påverkas den personliga förmögenheten och därmed konsumtionsbenägenheten omedelbart via aktiekursernas utveckling. Det leder till att vi blir mera reaktiva än proaktiva.



KUNSKAP, FÖRTROENDE OCH GENOMSKINLIGHET

Vi bör eftersträva ett läge där individer, finansinstitutioner och myndigheter jobbar i samma riktning och

fungerar på ett sätt som bidrar till en långsiktig och hållbar utveckling. För detta krävs kunskap, förtroende och genomskinlighet. Dessa tre begrepp står i beroendeförhållande till varandra.

Kunskapen borde målmedvetet ökas på alla nivåer. KIS-metoden (keep it simple) är beprövad och lämpar sig också i detta sammanhang.

Finansprodukter borde säljas på den allmänna marknaden endast om de fyller entydiga genomskinlighetskrav. Också professionella institutioner som är offentliga såsom börsbolag och pensionsbolag borde tvingas att ha endast genomskinliga produkter i sina portföljer. Man borde heller inte tillåta att allmänheten indirekt ger diskretionär fullmakt till banker och bankirfirmor enligt en flerstegsmodell, där spararen inte längre vet vad han de facto äger.

För att välja ett enkelt exempel borde det till exempel inte tillåtas att någon lanserar en sk ”trygg blandfond”, som de facto har sådana fondregler att fondförvaltaren mycket långt har fria händer att koncentrera fondens tillgångar enligt eget förgottfinnande. Vi har under senaste tid märkt att de ”riskfria” kortrantefonderna visat överraskade stora negativa värdeförändringar. Det beror också på ”lösa” fondregler. Ofta har fondandelsägaren inte känt till att fondreglerna givit detta spelrum till förvaltaren.



LÅGA RÄNTOR HÖGA SKULDER

Finanskrisen som startade i USA kom in i ett akut skede 2007. Krisen är en följd av den expansiva penningpolitik som förts i USA sedan 1990-talet samt av att en stor del av finansmarknaden har varit helt oreglerad och helt enkelt haft felaktiga incentiv. Centralbanken har hållit en låg räntenivå och en hög likviditet i banksystemet för att hålla den ekonomiska tillväxten på en hög nivå. Det var möjligt att bedriva en penningpolitik av det här slaget eftersom en tilltagande globalisering med billigare importvaror bidrog till att inflationen hölls under kontroll. Som en följd har samhället skuldsatt sig kraftigt. Under senaste årtionden har varje konjunktursvacka åtgärdats med ytterligare likviditet och lägre räntor.

Småningom uppstod en enorm bubbla i bostadspri- serna då konsumenterna förleddes att tro att billiga lån alltid kommer att finnas till hands. Företagen skuldsatte sig också friskt under samma tid. Dessa risker exporterades globalt genom innovativa derivativa instrument med vilka man kunde sälja kreditrisken på dåliga bostadslån och företagslån till placerare som sökte högre avkastning på sina medel. Något förenklat kan man konstatera att krisen kunde utvecklas till sin nuvarande katastrofala omfattning eftersom aktörerna på finansmarknaden (investeringsbanker, institutionella place-

rare, övervakande myndigheter och politiker) förblindades av ett hopkok som bestod av girighet, arrogans, okunskap, inkompetens och litet dumhet samt i viss utsträckning t.o.m. av brottslighet. Det tragiska med finanskrisen att det är den vanliga konsumenten, spararen och skattebetalaren som får ta notan.

Det är mycket viktigt att återställa den vanliga spararens tro på det finansiella systemet. Om förtroendet inte återställs är risken för långvarig ekonomisk stagnation uppenbar.

Utredningsman Antti Tanskanens förslag till regeringen om hur finanskrisen skall bekämpas i Finland kan ses som ett aktuellt exempel på traditionell finländsk toppstyrning där man inte över huvudtaget beaktar den enskilda spararen. Man söker i betänkandet förgäves efter åtgärdsförslag som kopplar den vanliga spararen till helheten. Enkelt bondförnuft säger ju att den "överloppssparbenägenhet" som alltid uppstår i osäkra tider på något sätt borde kanaliseras till företagssektorn. Hur kunde man få allmänheten att köpa företagscertifikat nu då de är välavkastande? Hur kunde man få allmänheten att köpa aktier nu då de är billiga och välavkastande? Var och en förstår att det inte skulle vara omöjligt om viljan skulle finnas.



EN MAKTLÖS FINANSINSPEKTION

Nu gällande förtroendeskapande regelverk består närmast av börsernas regler om informationsskyldighet, finansinspektionens roll som godkännare av såväl finansaktörer som finansprodukter samt av det sk depositionsskyddet. Rating-institutens riskklassifiering av företag kan också nämnas.

Räcker det existerande regelverket? Börsernas regler är ganska ok, om vi utgår ifrån att de kontinuerligt förbättras i takt med marknadens utveckling. Likaså är depositionsskyddet ok. Däremot är finansinspektionens roll inte ok för tillfället. Inte heller rating-institutens riskklassifiering är ok.

Finansinspektionen har ända till 31.12.2008 saknat rätt att övervaka sådana sparprodukter som kamouflerats till försäkringar. Den märkliga uppdelningen av övervakningsansvaret har inte kunnat motiveras, det har bara varit så. Man har antagit att orsaken legat i att försäkringsbolagen saknat vilja att underkasta sig samma kontroll som övriga finansföretag. Man har också antagit att det funnit något slags politiska ambitioner som stått i vägen för utvecklingen. Sparförsäkringarna har huvudsakligen skapats för att möjliggöra skatteavdrag. Samtidigt har försäkringsbolagen elegant undvikit finansinspektionens marknadsföringsregler. En pensionssparare får dra av sitt pensionssparande i in-

komstbeskattningen om produkten kallas "försäkring" men om samma produkt kallas t.ex "värdepappersfond" uteblir avdragsrätten.



PORTFÖLJBENÄMNINGAR OCH SKATTEFLYKT

Marknadsföringen av dessa "försäkringar" ger ofta intrycket att skatteavdragsmöjligheten är viktigare än själva sparandet. Skatteavdragsmöjligheten verkar också vara viktigare än att avdragsnyttan till stor del går till "försäkringspremier". Uträkningar visar att upp till 80 procent av skattefördelen tillfaller försäkringsbolaget i form av olika kostnader.

Eftersom livförsäkringar också är skatteeffektiva har många uppmanats att konvertera sina värdepappersportföljer till livförsäkringar och registrera försäkringen i ett skatteparadis.

Dessa "pensions- och livförsäkringar", som alltså hittills inte övervakats av finansinspektionen, har sålts av munviga försäljare på provisionslön. De som råkat ut för dessa försäljare av "trygga" sparprodukter har kunnat konstatera att kunnandet främst gällt skatteavdragen. Produkternas ogenomskinlighet verkar ofta omöjlig att genomtränga för såväl försäljaren som för spararen.

Trots att övervakningen nu sent omsider skall samordnas blir finansinspektionens styrningsmöjligheter fortsättningsvis begränsade eftersom EU-direktiven t.ex. reglerar fondprodukter men inte motsvarande försäkringsprodukter.

Ett problem är också att finansinspektionen automatiskt måste ge försäljningstillstånd för en produkt som godkänts i ett annat EU-land (s.k. UCITS-produkter).

Allmänt taget måste finansinspektionen godkänna alla produkter som fyller "lagparagraferna". Spararens behov av genomskinlighet är ibland svårt att tillgodose.

Finansinspektionens roll som godkännare av finansmarknadens aktörer på bolags- och individnivå har ibland varit stapplande. Här måste vi nog godkänna att entydiga regler inte går att skapa. Myndighetens omdöme måste helt enkelt räcka.

Då det gäller ratinginstitutens riskklassificering kan kort sägas att det största problemet ligger i att kostnaden för framtagandet av riskklassificeringen betalas av den som beställer klassificeringen. Varje tjänsteproducent vill som känt helst ha nöjda kunder...



SPRIDA RISKER OCH DELA ANSVAR

En ändamålsenlig riskspridning är mycket väsentlig då det kommer till den vanliga spararens förtroende för marknaden. Vi talar främst om marknadsriskerna och deras hantering och om företagsriskerna och deras hantering.

En stor insikt är att ingenting är riskfritt men att det lönar sig att veta vad man köper.

En annan insikt som är viktig på ett allmänt plan är att sparandet är en livsviktig del av samhällsbyggandet. Det borde skapas incitativ som bidrar till ökat aktiesparande. Företagen som står för den ekonomiska tillväxten borde ägarmässigt och avkastningsmässigt kopplas ihop med hushållens framtid och framgång. Ett utbrett och inhemskt ägande ökar stabiliteten i osäkra tider.

Spararen skall naturligtvis ta risker men han har rätt att veta vilka riskerna är. Han skall inte behöva ta en sådan systemrisk som framkallat den pågående finanskrisen.

Förutom att genomskinligheten måste göras så god som möjligt borde ett förbud mot icke-reglerade produkter från skatteparadis införas. I Finland borde skattesubventioneringen av försäkringar och bostäder slopas. I stället borde incitament för ett ökat aktiesparande införas. Vi borde också få en ändamålsenlig ekonomisk undervisning till skolorna.



KAPITEL VII



*Vägen ut -
med många faror*

Kim Lindström och Nils Torvalds

Vi har i de föregående kapitlen försökt rita upp kon-
turerna av någonting som man med en gnutta självi-
roni kunde beskriva som kapitalism med ett mänskligt
ansikte, en marknadsekonomi som den vanliga med-
borgaren kunde förlita sig på. Vi tror att det här är spe-
ciellt viktigt, inte minst på basen av det problem som
beskrivs i kapitel 6. Medborgarnas besparingar, som
också i fortsättningen kommer att vara en viktig källa
för nya investeringar och ett stigande välstånd, har ge-
nomgått en intressant utveckling under de senaste 50
åren. Först sparade vi ganska små summor, uppskrivna
på bankbokens sidor. Från 1960-talet framåt blir spar-
andet i Finland i allt högre grad förvandlat till storska-
ligt bostadssparande, men den utvecklingen går, delvis
av demografiska orsaker, mot sitt slut. Två generationer
av ihärdiga sparare har skapat en bostadsmassa, som di-
rekt eller indirekt också kommer att täcka en stor del av
de efterkommande generationernas omedelbara behov.
För de generationer som nu lever ett aktivt vuxenliv el-
ler håller på att träda in i vuxenlivet ser alltså verklig-
heten annorlunda ut än för återuppbyggarna och efter-
krigsgenerationerna.



KONSUMTIONSFEST ELLER UTMANINGAR

De här historiska förskjutningarna i levnadsstandar-
dens nivåer skapar nya konsumtions- och beteende-
mönster, som det ibland blir svårt att anpassa sig till.
Avigsidan av de här förskjutningarna hör vi i talesätt
och uttryck som den gamla goda tiden eller när jag
var ung kunde man nog inte... Utmaningarna finns i
att skapa mönster som samtidigt bidrar till att lösa åt-
minstone en del av alla de globala problem vi står inför.
En dimension av den här utvecklingsriktningen kunde
alltså beskrivas utgående från målsättning om en håll-
bar utveckling. Men just i finanskrisens kölvatten finns
det många fenomen som står i djup konflikt med alla
våra försök att nå en hållbar utveckling.

Ännu på sommaren 2008 när bensinpriset låg i när-
heten av 1,50 € per liter talade nästan alla om nöd-
vändigheten av att övergå till mera miljövänliga ener-
giformer. Men ett drygt halvår senare står vi alla vid
bensinpumpen och tycker att det är så skönt när ben-
sinen kostar bara ungefär en euro per liter.

Vi efterlyser långsiktighet, men klarar inte själva
av att se längre än till nästa löneutbetalning. Stater är
inte särskilt mycket mera långsiktiga i sin planering av
framtiden.

I förordet till sin bok ”The Predator State” (Rov-
djursstaten) skriver James K. Galbraith (som inte skall

föväxlas med sin far John K. Galbraith) att Förenta staterna måste få grepp på sin position i världsekonomin och förbereda sig på den dag då det obegränsade privilegiet att trycka upp oinlösbara reverser⁴ för resten av världen upphör. Därefter tillägger Galbraith försiktigt: ”Vi skall inte påskynda den dagen. Tvärtom, vi skall försöka uppskjuta den.” Tvära kast i konsumtion och internationell handel skulle vara liktydigt med katastrof.



ILLUSIONERNAS VÄRLD

Vår värld består av många asymmetriska fenomen. Det gör det ofta svårt att finna rättvisa lösningar eftersom bristen på asymmetri också kan förutsätta asymmetriska lösningar. Ett sådant asymmetriskt fenomen är det internationella valutasystem, som skapades efter andra världskriget. Till en början fanns det en koppling av dollarn till en guldmyntfot. Därmed skulle den internationella reservvalutan i teorin vara stabil. Varje dollar kunde inlösas till sitt guldvärde. Den kopplingen upphörde 1971 och skapade förutsättningar för en annorlunda utveckling. Men det var först i och med att Ronald Reagan valdes till Förenta staternas president som vi kunde iaktta en nästan systematisk förändring: stats-

skulden började öka snabbt. Samtidigt började regeringen i Washington DC också genomföra en neokonservativ politik med stora skattesänkningar över hela linjen. Alla republikanska presidenter har fortsatt politiken.

Man försvarade länge det amerikanska underskottet med att ekonomin har vuxit nästan lika snabbt och att det underskottet därför inte är farligt. Men på den punkten har situationen förändrats. Under de senaste decennierna har många internationella organisationer och en hel del ledande ekonomister varnat för att systemet håller på att bli riskfyllt. (Jfr. president Tarja Halonens nyårstal och hänvisningen till den ILO-arbetsgrupp hon satt med i.)



STABILITET EFTER BRETTON WOODS

Man kan alltså hävda att de ofta ideologiskt betingade skattesänkningarna har bekostats genom en stigande statsskuld och genomförts utan att beakta det internationella valutasystemets stabilitet.

Under den nu pågående finanskrisen har det igen höjts röster för att det gamla Bretton Woods-systemet nu borde reformeras, men sannolikheten för snabba

eller grundliga omstruktureringar är inte stor. Förenta staternas ekonomiska politik tar rätten att sälja Federal Reserves värdepapper som en självklarhet och inte ens den sortens kritiska nationalekonomer som James K. Galbraith vågar riktigt tänka vad en djupgående reform kunde innebära för landet.

Ett betydligt mera sannolikt scenario för den närmaste framtiden är att Barack Obama helt enkelt är tvungen att använda ett orättvist och farligt valutainstrument för att klara landet ut ur den situation finanskrisen och åtta år av vanstyre har lett till. Och för att inte samtidigt utsätta sig för stora politiska risker försöker han återförsäkra sig genom att samtidigt utlova en stor skattesänkning.

Men det finns också andra hotbilder.



AGGRESSIVA DEVALVERINGAR

Garrett Hardin publicerade 1968 i tidskriften *Science* en artikel, som inom ett begränsat område blev epokskapande. Artikeln hette *Tragedy of the Commons* (Det allmännas tragedi). Hardin var en ganska extrem individualist och det finns vissa släktskap mellan hans och Martti Linkolas världsbilder.

Det klassiska exemplet i Hardins artikel handlar om gräsmarkens överbetning. Varje enskild herde tror att han kan göra sig en liten extra vinst genom att – trots överenskomelser – utvidga sin hjord. Slutklämmen i Hardins argumentation är alltså att människan egentligen inte förmår vara rationell. Hon kommer alltid att lockas till att försöka vinna en smula – på grannens bekostnad.

I det här sammanhanget behöver vi inte gå in på alla tänkbara motargument. Verkligheten visar bara alltför tydligt att det allmännas tragedi åtminstone ofta är en verklighet, som vi inte tycks vara kapabla att komma över. Därför är exemplet i Hardins artikel giltigt i synnerhet i förhållande till internationell politik: på allmänningens begränsade betesmarker tror varje individuell stat att den kan göra en liten och nästan omärklig vinst genom att utöka sin hjord med ett lamm.

Den här maktpsychologin förefaller nu redan göra sig gällande på den internationella marknaden.



KINA, RYSSLAND ... OCH SVERIGE

Redan under hela det senaste decenniet har det funnits en pågående tvist om hur Kina bestämmer värdet på sin yuan. I Washington DC har man hela tiden an-

sett att Kina medvetet driver sin ekonomi med en undervärderad yuan. Under december 2008 och januari 2009 har det förekommit relativt entydiga och klara rapporter om att Kina ytterligare har nedvärderat sin valuta i förhållande till dollarn.

Från Moskva läser vi rapporter, som går i precis samma fotspår. Ryssland försöker avskärma sig från finanskrisens återverkningar genom att devalvera rubeln. I synnerhet den ryska politiken har bemötts med stark kritik, men i ärlighetens namn bör man i det här sammanhanget påpeka att Sverige och Storbritannien också har låtit sina valutor sjunka i förhållande till euron.

Informationen antyder alltså att det inte finns någon gemensam linje i det allmännas bästa. Det betyder – vilket också antyds i Financial Times översikt över vad som kan tänkas ske under år 2009 – att det stora hotet egentligen är ett handelskrig. Just den risken underströk Helmut Schmidt i en artikel i Die Zeit redan i februari 2007. Den före detta tyska förbundskanslerns argument gick då ut på att det inte finns något institutionellt ramverk inom vilket man kunde komma överens. Det finns inte heller nationella banker, som kan eller vill försvara nationella intressen.

Och det finns ännu mera antydningar om nya hotbilder.



KEYNES ELLER MÜNCHHAUSEN

I någon av finansministeriets kommentarer kring Finlands väg ut ur krisen fanns det en mening som åtminstone på ytan föreföll ansvarsfull: varje av staten satsad euro skulle åstadkomma åtminstone en tillväxt på 80 cent. För vanliga tidningsläsare eller nyhetslyssnare kan det förefalla vara enbart en effektiv ekonomisk målsättning, som antingen kan uppnås eller förbli ouppnådd.

I verkligheten handlade det om en central keynesiansk dogm: den keynesianska multiplikatoreffekten.

Det som gör multiplikatoreffekten svårbegriplig är att den lätt påminner om baron von Münchhausens underbara äventyr, speciellt just det kapitlet i vilket den ärevörldige baronen har ridit ner i ett träsk och lyfter sig ut ur den besvärliga benägenheten genom att ta sig själv i håret och lyfta...

Dani Rodrik, som ofta har kritiserat det sätt på vilket globaliseringen har genomförts och som tjänar sitt uppehälle genom att vara professor vid Harvard, skriver om multiplikatoreffekten på sin blogg.⁵ Hans exempel antar att multiplikatorn kunde vara just 1,8. Men, tillägger han, multiplikatoreffekten blir större ju högre tullmurarna är. Keynesiansk politik blir – i all sin relativa förträfflighet efter två årtionden friedmansk supplyekonomi – lätt ytterligare en sten på det internationella handelssystemets redan nu övertunga börda.

Multiplikatorn förutsätter alltså ett slutet system. I samma riktning pekar redan Förenta staternas hjälp till bilindustrin i Detroit, MI. Det är enbart fabriker i USA som får pengar.



SKATTEPARADIS OCH HÄVSTÅNGSFONDER

En hållbar lösning på finansvärldens system blir inte heller mera sannolikt av hedge- eller hävstångsfonderna. Största delen av dem verkar i skatteparadis utanför en normal och någorlunda ansvarig statlig eller internationell kontroll. Skatteparadisen har därmed blivit en del av de internationella asymmetriska lösningarna och ingen reglering av den här marknaden är egentligen tänkbar utan att skatteparadisen inbegrips.

Välargumenterade undersökningar antyder att globaliseringen redan som sådan tunnar ut de sociala trygghetsnäten. Den uttunnningen blir speciellt märkbar – och mätbar – just genom att multinationella företag kan välja i vilka länderna de beskattas. I den skatteflykten spelar naturligtvis skatteparadisen en viktig roll.⁶



SPARSAMHETENS DYGD

Vi efterlyser alltså en bestående utveckling, men ganska få av Finlands stora och riktningsgivande beslut understöder den av alla politiska partier accepterade målsättningen. Det kallas ofta och med rätt för läpparnas bekännelse. I Finlands kommission för hållbar utveckling sitter visserligen sex ministrar, men i programmet för hållbar utveckling (Statsrådets kanslis publikationer 2/2008) finns inte ett ord om det internationella valutasystemet.

Kvar finns dessutom en oreglerad handel med marknadsderivat och kvar finns skatteparadisen.

Men en sak är någorlunda säker. Vi uppmanas visserligen att konsumera oss ut ur krisen. Men ut ur den globala krisen kommer vi inte utan att spara och utan att anpassa vår konsumtion efter det vi på längre sikt har råd med. De senaste årens internationella utveckling har inte följt den riktlinjen. Tvärtom. Optioner och bonus har ofta, och med förskräckande resultat, lockat till kortsiktighet. Entydiga undersökningar visar också att det finns ett inre sammanhang mellan lockande kortsiktiga vinster och ekonomisk brottslighet.

Den senaste internationella finansskandalen – den här gången i Indien – talar sitt tydliga språk. B. Ramalinga Raju är chef för Satyam Computer Services. Hans förfälskade resultat har skapar förluster på någon-

ting kring 700 miljoner euro. Men det mest typiska är det sätt på vilket manipuleringen av bokslutet började: direktör Raju försökte dölja ett dåligt kvartalsresultat.



HUR RIDA UT STORMEN?

En stor del av de ursprungliga problemen finns i en världsekonomi som på oerhört kort tid har blivit global i en alldeles annan mening är den globala ekonomi vi talade om på 1980-talet. Därför handlar också en stor del av både åtgärder och långsiktigare lösningarna om hur de globala beslutsstrukturerna klarar av de av krisen aktualiserade utmaningarna.

Men vad kan vi göra i Finland för att lindra finanskrisens biverkningar på realekonomin? Inte mycket. För att förstå den eventuella effekten av olika åtgärder är det skäl att först bekanta sig med vår försörjningsbalans.

Totalproduktionens (bruttonationalproduktens) värde i vårt land var år 2007 ungefär 180 miljarder euro. För att tillfredsställa den inhemska efterfrågan måste vi också importera varor och tjänster till ett värde av 73 miljarder euro. Efterfrågan på 253 miljarder euro fördelade sig så att den privata konsumtionen var 91 miljarder, den offentliga sektorns konsumtion 38 mil-

jarder och investeringarna, som varierar mycket från år till år, 37 miljarder. Resten utgjordes av Finlands export till utlandet på 82 miljarder och några korrektionsposter. Av alla investeringar utgjorde statens och kommunernas investeringar endast 13 procent.

Vår export lider av att den ekonomiska utvecklingen i våra viktigaste avnämjarländer drastiskt försämrats och av att valutakursutvecklingen varit ogynnsam ur Finlands synvinkel. Våra verkstäder har haft en diger orderportfölj, som dock snabbt håller på att uttunnas. Betecknande för läget är att många utländska kunder tvingats annullera sina order efter att redan ha betalat stora förskottsbetalningar till Finland. Vi kan naturligtvis hoppas på att de statliga stimulanspaketen i våra exportländer snabbt skall förbättra situationen, men sannolikt blir deras effekt mycket begränsad.



KONJUNKTURER OCH PSYKOLOGI

En lågkonjunktur är i mycket hög grad psykologiskt betingad. När massmedia uppfyller sitt ansvar och rapporterar om bolagens beslut och om kommande dåliga tider börjar folk naturligtvis oroa sig för sina arbetsplatser och skjuter upp alla de anskaffningar, som inte

upplevs som ofrånkomliga. Den stora depressionen utlöstes eventuellt just av att avbetalningssystemet, som då var nytt, hade ökat konsumtionen märkbart under 1920-talets fem sista år. Men just det växande hotet från förhållandevis stora krediter tvingade människorna att dra åt svångremmen. Därigenom framkallades i själva verket sämre tider.

Vi borde med andra ord få allmänheten att konsumera såsom tidigare. I början av år 2009 är det svårt, eftersom arbetslösheten, som effektivt begränsar konsumtionsmöjligheterna, redan har börjat öka oroväckande snabbt. Lindringarna i inkomstbeskattningen och mervärdesbeskattningen av livsmedel är exempel på statsmaktens åtgärder i syfte att stimulera konsumtionen. Massiva skattelättnader planeras i många länder, inte minst i USA av den nye presidenten Barack Obama. Detta är förståeligt, eftersom landet är mera konsumtionsdrivet än de flesta andra länder och exportens betydelse relativt begränsad.



STATEN SPELAR NYCKELROLLEN

Den finska staten har fortfarande en stark ekonomisk ställning, som till och med möjliggör ökad upplåning.

I denna situation är det klart att det är ekonomiskt och ur sysselsättningssynvinkel vettigt att tidigarelägga sådana offentliga byggnadsprojekt och investeringar i infrastruktur, t.ex. vägbyggen, som i vilket fall som helst skall genomföras.

Det troligen allvarligaste hotet mot en balanserad ekonomisk utveckling är dock den skada som finanskrisen förorsakat företagets kapitalförsörjning. Även om centralbankerna genom aggressiva sänkningar av styrräntorna fått den allmänna räntenivån att sjunka till en historiskt sett ytterst låg nivå, är de av företagen betalda riskpremierna högre än någonsin tidigare före finanskrisen. Detta innebär, att också sunda företag måste betala en ytterst hög realränta för sitt lånekapital. Placerarna är så överdrivet riskaversiva, att krisföretags masslån prissätts såsom om en konkurs vore nära förestående. I offentligheten har nämnts M-reals eurobondobligationer, vilka gett en avkastning på inte mindre än 30 procent på grund av det extremt låga marknadsvärdet. De höga riskpremierna på företagslån är en följd av den panikartade rädsla för kreditrisker, som bland annat Lehman Brothers konkurs framkallade.

Ett ännu större problem än priset på kredit är tillgången på kredit i ett läge, då den normala internationella finansieringsmarknaden nästan upphört att fungera. Detta har lett till att finska storföretag, som tidigare knappast i någon större utsträckning behövde

anlita inhemska finansieringskällor, nu börjat konkurrera med små och medelstora företag om krediterna i de inhemska bankerna. I ett sådant läge är det naturligt att de mindre företagen hamnar i kläm, och att vi kanske får se fullständigt onödiga likviditetskonkurser i sunda bolag. Tillgången på kredit har försämrats till den grad, att möjligheten att återlåna arbetspensionspremier – en relik från det förgångna – håller på att göra comeback. Detta är ett tveeggat svärd, eftersom återlåningen minskar våra största inhemska placerares, dvs. pensionsbolagens möjligheter att göra värdepappersplaceringar och den vägen stöda det inhemska näringslivet.



MÅNGA GODA IDÉER

Pohjola-gruppens före detta chefdirektör, minister Antti Tanskanen publicerade i januari 2009 sitt förslag till hur företagens finansieringsmöjligheter skulle kunna förbättras. Han konstaterar, att i motsats till företagen har staten goda möjligheter att få lån på den internationella marknaden och det dessutom till fördelaktiga villkor. Staten bör därför avhålla sig från att låna på den inhemska marknaden, eftersom detta direkt skulle konkurrera med företagskrediterna.

Tanskanen hade också konkreta förslag till en förbättring av företagens kapitalförsörjning. Enligt honom bör statens finansieringsbolag Finnvera få mera pengar för att finansiera finska storföretags export. Också exportgarantierna borde utökas. Staten kunde även medverka till att marknaden för företagscertifikat tinar upp. Exempelvis Statens pensionsfond säger sig vara färdig att placera stora belopp i dessa penningmarknadsinstrument, som främst storföretagen emitterar för att trygga sin kortfristiga likviditet. Tanskanen föreslår också, att staten ger bankerna finansieringsstöd i form av kapitalplaceringar, vilket automatiskt skulle förbättra bankernas utlåningskapacitet.

En ökning av penninginstitutens möjligheter att bevilja krediter behövs nu, då företagen blir tvungna att ersätta utländska lån med inhemska. Beslut har redan fattats om att staten genom garantier stöder bankernas medelanskaffning, även om villkoren för detta än så länge är oklara. Ett intressant förslag av Tanskanen är att utreda grundandet av en fond i anslutning till Suomen Teollisuussijoitus. Fondens uppgift skulle vara att placera i sunda och livskraftiga företag, som råkar ut för tillfälliga finansieringsvårigheter.



KREDITGIVNINGEN BÖR STIMULERAS

Också andra initiativ i offentligheten utgår i första hand från finanskrisens negativa inverkan på kapitalförsörjningen i samhället. Verkställande direktör Sixten Korkman från Näringslivets forskningsanstalt vill uppmuntra finländarna att uppta och bankerna att bevilja bostads- och konsumtionslån. Han föreslår att staten skulle stå som garant för lånen under de två närmaste åren. Problemet med Korkmans förslag är att det av många kommer att uppfattas som en orättvis belöning.

Redan före Korkman hade bostadsminister Jan Vaavuori föreslagit, att staten skulle svara för kreditförlusterna från bostadslån under de närmaste två åren, ifall låntagaren blir arbetslös.

Men det finns också ganska fundamentala problem.

I inledningen citerade vi två amerikanska forskare som i en artikel på vintern 2008 försökte påvisa vilka risker den internationella finansmarknaden stod inför. På nätet hittar vi alldeles tillräckligt många påminnelser om att regeringar, bankdirektörer, politiker och övervakare av någon orsak inte tog – eller inte ville ta – varningarna på allvar. Det sammanhänger med ett gammalt resonemang som John K. Galbraith varnade för redan på 1950-talet: Uppgång och nedgång beskrivs som psykologiska processer. Den beskrivning-

en leder lätt till att den, som låter varningsklockorna ringa, stämplas som marknadens glädjedödare.

Det är naturligtvis ett oacceptabelt resonemang. Öppenhet och genomskinlighet förutsätter också en kritik som ibland kan bli besvärlig.



KRITIK OCH HOPP

Forskarna Carmen S. Reinhart och Kenneth S. Rogoff uppdaterade sina forskningsrön i en rapport, som är daterad den 19 december 2008. Rapporten visar igen att vårt politiska och ekonomiska etablissemang av någon orsak undviker eller *glömmer bort* viktiga frågor.

Reinhart och Rogoff har gått igenom alla den senaste tidens stora bankkriser – inbegripet också Finlands föregående. Slutsatserna är entydiga och övertygande: nedgången fungerar på många olika plan och för med sig fenomen som ingalunda är synkroniserade. Uppgången sker inte lika inom olika segment. Arbetslösheten blir ofta det mest långvariga fenomenet också i en snabb uppgång. Stimulanspaketet leder till att statskulden ökat kraftigt och den fortsätter att öka – forskningen visar att den nästan fördubblas – också efter det

att krisen har övervunnits. Det visar sig i att skatteintaget enbart långsamt återhämtar sig.

Det säger sig självt att återhämtningen blir desto svagare ju smalare skattebasen är. Och just i det här sammanhanget finns det en obehaglig fråga som ingen vill beröra: vem betalar kalaset? Hur ser skattepolitiken efter krisen ut?

I ett öppet och hederligt politiskt sammanhang borde den frågan besvaras redan innan stimulanspaketet godkänns. Men den dotterföretagekonomi, som vi tidigare har berört, skapar specifika problem. Under det som tidigare var normala omständigheter kunde stimulansen till bankerna ges mot bankernas aktier (visserligen efter en besvärlig förhandlingsomgång om prisnivån). Efter krisen skulle skattebetalarna få tillbaka pengarna genom att aktierna skulle säljas till ett högre pris. Skillnaden kunde användas till att återbetala en del av den ökade statsskulden. Den lösningen blir inte lika lätt i en ekonomi där bankernas huvudkontor och beslutsprocess finns utanför Finlands gränser. Ett liknande problem finns för andelsbankens del. Där finns det inga aktier att nu ta hand om.



MÖRKER – OCH LITE LJUSNING

Också de genom stimulanspaketet finansierade förbättringarna av landets infrastruktur och byggnadsfond (hyresbostäder och byggnader för samhällelig service) kan åstadkomma lite huvudvärk. Nu borde man göra klart vad som är stimulans och vad som är normala investeringar. Den skiljelinjen kunde sedan användas för att bestämma hur man avkortar statsskulden. I Tysklands stimulanspaket har man skapat ett system för att förhindra att statsskulden växer okontrollerat.

I Finlands fall är den totala räkningen för den globala finanskrisen och dess biverkningar givetvis beroende av hur långvarig och djup den rådande lågkonjunkturen blir. I skrivande stund vet vi, att nyheter om uppsägningar och permitteringar på kort tid börjat dominera det dagliga nyhetsutbudet och att arbetslösheten håller på att öka snabbare än någonsin sedan början av 1990-talet. Läget är trots allt inte lika allvarligt som under vår egen dåvarande inhemska depression, då handeln med Sovjetunionen försvann nästan över en natt. I dag är Ryssland igen i kris främst på grund av oljeprisets nedgång, men landet förblir en av våra viktigaste handelspartners. Liksom i dag startade 1990-talets ekonomiska katastrof med ett sammanbrott på finansmarknaden. Olikheten ligger i att vi nu för första

gången upplevt en finansiell kris, som utan misskund hemsökt hela världen.

Trots dagens dystra ekonomiska nyheter är Finlands möjligheter att rida ut stormen bättre än för de flesta andra länder. Våra banker är nu i gott skick, våra företag solida med många års goda resultat bakom sig och den offentliga sektorns finanser tillsvidare i balans. En spirande optimism om att vi håller på att lägga det värsta bakom oss kan skönjas i Nordeas senaste konjunkturöversikt, som publicerades den 20.1.2009. Enligt den skulle det kraftiga fallet inom den finska ekonomin övergå i en svag uppgång redan mot slutet av år 2009.



DET ÖPPNA SAMHÄLLET OCH DEN ÖPPNA DEBATTEN

Vi har i upprepade sammanhang påpekat att mycket handlar om förtroende, men förtroende är ett mångfacetterat ord. För dem som nu tvingas föra samarbetsförhandlingar om sina arbetsplatser handlar det om att ha förtroende för att framtiden ändå är bättre än det förgångna. För små och medelstora företag, som huvudsakligen producerar för den inhemska marknaden, gäller det att kunna förlita sig på att vi belönar arbete och strävsamhet. För medborgarna gäller det att kunna

ha förtroende för politikens och ekonomins beslutsfattare. För bankerna gäller det att bygga upp ett system av förtroende – både i förhållande till oss medborgare-sparare-bostadsköpare-placerare och till ett internationellt banksystem som har stora och uppenbara brister.

Men förutsättningen för att skapa allt det här mångfacetterade förtroendet är den öppna diskussionen – det fria ordet.

Därför skrev vi den här pamfletten.





HELMUT SCHMIDTS FÖRSLAG TILL LÖSNING

Helmut Schmidt, tidigare tysk finansminister och förbundskansler, beskrev i en artikel i Die Zeit 4/2008 i sex punkter förutsättningarna för ett öppet och rationellt finanssystem.

1.

Alla privata finansinstitut (inklusive investmentbanker, hypoteksbanker, investmentbolag och pensionsfonder, hedgefonder, placeringsfonder, försäkringsbolag o.s.v.) och alla på marknaden gångbara finansinstrument skall underställas samma bank- och finansinspektion.

2.

Bank- och finansinspektionen fastställer för alla branscher inom de privata finansinstitut- en ett minimum för det egna kapitalet.

3.

För finansinstitut är all handel utanför den egna balansen (och beräkningen för vinst och förlust) förbjuden och underställd straff.

4.

För alla finansinstitut är vid hot om straff all handel med finansderivat och -certifikat, som inte tillåts bli noterade på erkända värdepappersbörser, förbjuden.

5.

För alla finansinstitut är det vid hot om straff förbjudet att göra terminköp på värdepapper och finansinstrument, som de inte besitter. Därmed försvåras spekulation på fallande kurser (blankning, short selling).

6.

Finansinsatser och finanskrediter är under hot om straff förbjudet för företag och personer som juridiskt har registrerat sin hemvist i skatteparadis och övervakningsöaser.

KÄLLHÄNVISNINGAR

¹ Det är skäl att vara försiktig med amerikanska och svenska siffror. Det svenska systemet bygger på den s.k. långa skalan, dvs. miljon, miljard, biljon, biljard (används sällan; vanligare: tusen biljoner), triljon o.s.v. För varje steg kommer det tre nollor till. Det amerikanska systemet går enligt den s.k. korta skalan, dvs. million, billion, trillion, quadrillion, quintillion o.s.v.. I vardagligt tal leder det här ofta till – matematiskt sett – stora fel.

² The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance, A Synthesis of Research About Private Equity Firms and ”Activist Hedge Funds”, OECD 10.7.2007

³ Hedge Funds, Systemic Risks, and the Financial Crisis of 2007–2008, Written Testimony of Andrew W. Lo, Prepared for the U.S. House of Representatives, 13.11.2008, Hearing on Hedge Funds

⁴ Galbraith använder ordet *chits*, som alltså ursprungligen är hindi eller egentligen sanskrit. Ordet beskriver en förbindelse, men används ibland som en synonym för pengar.

⁵ http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2008/12/some-unpleasant-keynesian-arithmetic.html

⁶ Jfr t.ex. Guiseppe Bertola och Anna Lo Prete: *Finance, redistribution, globalisation* som finns på adressen: <http://voxeu.org/index.php?q=node/2641>

KÄLLOR KAPITEL II:

Idé och pengar. Sparbankerna i det finländska samhället 1822–1994 (1996)

Hundra år av samarbete mellan sparbankerna. Sparbanksförbundet 100 år (2006)

Pengar är inte allt. Kvevlax Sparbank i växelverkan med bygden under 80 år (1999)

Vörå Sparbank 1924–2004. En rågs kyl bland blåklint och penninggräs (2005)

Skribentens egna anteckningar från otaliga möten under de galna åren

PERSONUPPGIFTER:

Sven-Erik Kjellman

Pensionerad verkställande direktör
för Kvevlax Sparbank

Kim Lindström

Aktiv placerare, kapitalmarknadskonsult,
-författare och -kolumnist

Susanne Stenfors

Ledarskapskonsult på Interpersona,
f.d. revisor med banker som specialinriktning

Peter Storsjö

Tidigare bankir, nuvarande gårdsägare
och blivande boskapsuppfödare

Nils Torvalds

Pensionerad journalist,
debattör och aktiv politiker



FINANSKRISEN BLEV EN EKONOMISK KRIS OCH DEN EKONOMISKA KRISEN KAN BLI EN BUDGETKRIS, SOM KANSKE KOMMER ATT BERÖRA OSS ÄNNU LÄNGE EFTER DET ATT PRODUKTIONEN HAR ÅTERGÅTT TILL NÅGONTING SOM VI KUNDE KALLA NORMALT.

TANKESMEDJAN LOKUS FÖRSÖKER MED DEN HÄR SKRIFTEN REDA UT FINANSKRISENS BAKGRUND, PEKA PÅ EN DEL AV DE INVECKLADE GLOBALA SAMMANHANGEN OCH FÖRESLÅ NÅGRA NÖDVÄNDIGA REFORMER.

