

FÖRDJUPNING

Vad orsakade den finansiella krisen?

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har varit dramatisk sedan sommaren 2007. Turbulensen har tagit sig uttryck i snabbt stigande riskpremier, låg likviditet på penningmarknaden, volatila aktiekurser och lägre statsobligationsräntor. I början av januari 2008 var tillståndet på de finansiella marknaderna alltjämt oroligt.

De realekonomiska effekterna av krisen är ännu svåra att bedöma, men turbulensen har sannolikt påskyndat konjunkturavmattningen i USA. Det finns ett samband mellan hur långvarig turbulensen kommer att bli och den konjunkturrella utvecklingen. Av särskild betydelse är utvecklingen på den amerikanska bostadsmarknaden. Om denna fortsätter att försvagas ökar risken för en nedåtgående spiral med ytterligare kreditförluster, fortsatt oro på världens finansmarknader och en mer omfattande nedgång i den amerikanska och globala konjunkturen (se fördjupningarna ”Vad händer om huspriserna i USA rasar?” och ”Effekter av en fördjupad finansiell kris i omvärlden”).

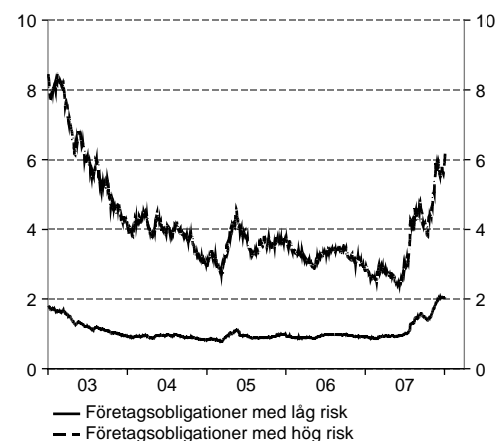
KRISEN VAR ETT RESULTAT AV OSUND KREDITGIVNING...

Den finansiella turbulensen var ett resultat av huvudsakligen två, delvis sammankopplade, trender på de internationella kreditmarknaderna. För det första har riskpremier sjunkit till historiskt låga nivåer. För det andra har nya, komplicerade instrument för riskspridning introducerats i snabb takt på kreditmarknaden, vilket har bidragit till att det i vissa fall är svårt att genomskåda vem som i slutändan har tagit kreditriskerna.

Riskpremien på räntemarknaden, dvs. den delen av räntan en låntagare får betala i kompensation för risken att lånet inte betalas tillbaka, sjönk från 2003 till mitten av 2007 och var i mitten av 2007 på mycket låga nivåer (se diagram 88). Den lägre riskpremien var bl.a. en följd av en längre period med stabil makroekonomisk utveckling, låg volatilitet på finansmarknaderna och expansiv global penningpolitik. Det låga priset på risk grundades dock på alltför optimistiska förväntningar om låntagares betalningsförmåga. När andelen låntagare på den amerikanska bolånemarknaden som ställde in betalningarna ökade blev en korrigering av priset på risk nödvändig. Snabbheten i anpassningen var dock mindre välkommen.

Särskilt viktiga för den senaste tidens turbulens var bolån till mindre kreditvärdiga låntagare på den amerikanska bolånemarknaden, s.k. subprime-lån. Dessa var ofta riktade till arbets- och tillgångslösa låntagare med låg eller ingen inkomst. En del av

Diagram 88 Företagsobligationer, differens mot statsobligationsräntan
Procentenheter, dagsvärden



Källa: Merrill Lynch.

utlåningen på subprime-marknaden utgick ifrån att fortsatt värdeökning på amerikanska hus garanterade en vinst för både långivare och låntagare, även om denne tvingades att sälja huset på exekutiv auktion. När huspriserna slutade öka vidkändes många långivare stora förluster.²⁴

...OCH OSÄKERHET OM VAR DE DÅLIGA KREDITERNA FANNS

De senaste åren har nya instrument för riskspridning skapats i snabb takt på kreditmarknaden. Centralt för uppkomsten av nya kreditinstrument har varit den s.k. värdepapperiseringen (*securitisation*) av olika typer av lån. Lite förenklat innebär värdepapperisering att långivare till t.ex. husköpare kan finansiera sin verksamhet genom att ge ut obligationer med lånen som säkerhet. Genom att låta lånet finansieras direkt på kreditmarknaden kunde det institut som initierade lånet (t.ex. en bank) avföra det från sin balansräkning. Värdepapperisering har pågått en längre tid och anses vara bra för den finansiella stabiliteten, eftersom den underlättar riskspridning.

Det som har aktualiserat värdepapperiseringen är de senaste årens snabba expansion av s.k. strukturerade kreditinstrument.²⁵ I sådana paketeras olika typer av räntebärande papper, bl.a. värdepapperiserade subprimelån, ihop till ett instrument. De strukturerade kreditinstrumenten har fördelen att erbjuda stor flexibilitet med avseende på produktens totala kreditrisk. Men de strukturerade instrumenten har även nackdelar. För det första är de ytterst sammansatta, och därmed svåra att bedöma risken i. Dessutom är instrumenten svåra att värdera, eftersom de i många fall inte säljs på en marknad utan skräddarsys till respektive investerare. Instrumenten har därmed ofta inte prissatts på en marknad, utan värderats med hjälp av komplicerade teoretiska modeller.

En del av de strukturerade kreditinstrumenten placerades hos särskilda finansiella investeringsbolag²⁶. Dessa bolag hade ofta inrättats av banker, som valt att skapa bolagen för att på så sätt hålla de ingående lånen utanför sin balansräkning. Investerings-

²⁴ Subprime-marknaden står för ca 15 procent av den totala amerikanska bolånemarknaden, vilket motsvarar ungefär 10 procent av USA:s BNP. Ungefär hälften av subprime-lånen har rörlig ränta. Initiala bedömningar av Fed pekade på att de totala kreditförlusterna skulle uppgå till 50–100 miljarder dollar. Senare uppskattningar pekar mot att kreditförlusterna kommer att bli flerdubbelt större, kanske uppåt 500 miljarder dollar. Problemet med att uppskatta kreditförlusterna hänger samman med problemet att prissätta subprime-lån och derivatprodukter som innehåller lån från den amerikanska bolånemarknaden. När kreditbetyget sänktes föll även priset på dessa tillgångar.

²⁵ Bland de strukturerade kreditinstrumenten finns t.ex. CDO (Collateralised Debt Obligation) och MBS (Mortgage Backed Securities).

²⁶ Två vanliga typer av dessa bolag är conduiter och Structured Investment Vehicles (SIV).

bolagen köper räntebärande tillgångar med lång löptid, t.ex. strukturerade kreditinstrument, och finansierar dessa köp genom att återkommande ge ut företagscertifikat med kort löptid på marknaden för tillgångssäkrade certifikat.²⁷ Som säkerhet vid upplåning använder bolagen de långfristiga tillgångarna. Efter som avkastningen generellt är högre på längre tillgångar blir nettoavkastningen positiv.

Att långgivare kan sälja vidare lånen (och därmed risken) till finansiella placerare kan ha bidragit till att kreditkontrollen av låntagaren har varit bristfällig.

EN SVAG AMERIKANSK HUSMARKNAD UTLÖSTE KRISEN

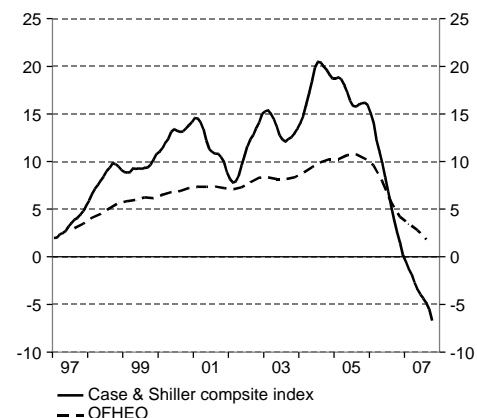
Den utlösande faktorn till den finansiella turbulensen var uppbromsningen på den amerikanska bostadsmarknaden. Priserna på bostäder i USA har stigit snabbt första delen av 2000-talet. Sedan början av 2006 har emellertid prisökningstakten avtagit (se diagram 89). Samtidigt har andelen bostadslån där låntagaren är försenad med betalning av räntan och amortering stigit kraftigt. Detta gäller i synnerhet subprime-lånen. De ökade kreditförlusterna föranledde i mitten av 2007 flera kreditvärderingsföretag att sänka kreditvärdighetsbetyget på ett flertal värdepapper med säkerhet i subprime-lån. De sänkta värderingarna och osäkerhet om kommande utveckling för subprime-lånen gjorde att priset föll kraftigt på flera strukturerade kreditinstrument som innehöll subprime-lån.

KRISEN SPRED SIG SNABBT TILL CENTRALA DELAR AV DET FINANSIELLA SYSTEMET

När kreditbetygen sänktes för de strukturerade kreditinstrument som hade koppling till den amerikanska subprime-marknaden, minskade värdet på tillgångarna hos de särskilda finansiella investeringsbolagen. Därmed föll efterfrågan på bolagens certifikat, dvs. möjligheten till kortfristig upplåning minskade. Omsättningen på marknaden för tillgångssäkrade certifikat i USA föll t.ex. markant (se diagram 90). Följden blev brist på likviditet för investeringsbolagen. I flera fall hade banker givit likviditetsgarantier till bolagen. När möjligheterna till upplåning via företagscertifikat dramatiskt minskade ökade därför risken att bankerna skulle få rycka in och köpa de strukturerade instrumenten. Konsekvensen blev att de dåliga lånen riskerade att till slut hamna på bankernas balansräkningar, dvs. raka motsatsen till syftet med skapandet av investeringsbolagen.

Diagram 89 Huspriser i USA

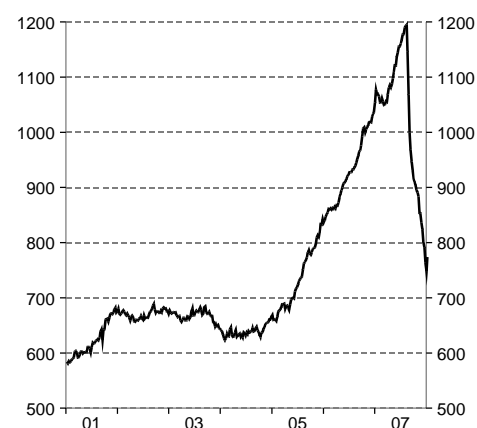
Årlig procentuell förändring, månadsvärden



Källor: Standard and Poor's och The Office for Federal Housing Enterprise Oversight.

Diagram 90 Utestående volym av tillgångssäkrade företagscertifikat

Miljarder dollar, veckovärden



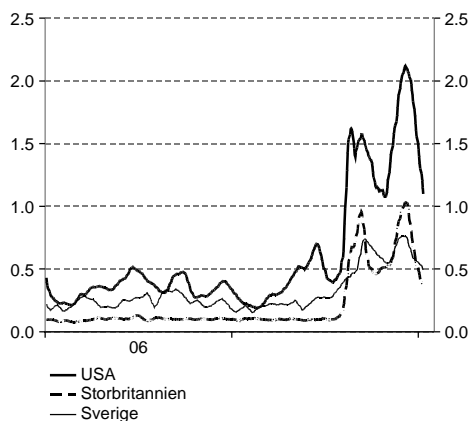
Anm. Avser den amerikanska marknaden för s.k. Asset-Backed Commercial Papers (ABCP).

Källa: Federal Reserve.

²⁷ Denna marknad kallas ABCP-marknaden (Asset Backet Commercial Papers).

Diagram 91 TED-spread

Dagsvärden, 10-dagars glidande medelvärde.



Anm. TED-spread avser skillnaden mellan tremånaders interbankränta och räntan på en statsskuldsväxel med motsvarande löptid.

Källor: Reuters och Bank of England.

I september 2007 deklarerade ett flertal banker att de hade avsättningar för väntade förluster på huslån. En brittisk bank och en tysk bank räddades från konkurs genom myndigheternas ingripanden. Att dåliga lån dök upp på balansräkningarna i flera europeiska banker fick till följd att likviditeten på interbankmarknaderna föll snabbt och mycket. Banker blev dels ovilliga att låna ut till varandra, till följd av osäkerhet om vilka banker som hade stora volymer av dåliga lån. Dels blev bankerna mer villiga att hålla stora mängder likviditet, eftersom vissa banker var osäkra på hur omfattande deras åtagande gentemot de strukturerade finansbolagen egentligen skulle komma att bli. Följden av den minskade likviditeten blev att räntorna på interbankmarknaden steg relativt dramatiskt (se diagram 91).

SVÅR SITUATION FÖR CENTRALBANKERNA

När likviditeten på interbankmarknaden minskade i mitten av augusti 2007 agerade centralbankerna snabbt och bestämt och tillförde interbankmarknaden stora mängder likviditet. Men krisen innebar även något av ett dilemma för centralbankerna.

Centralbankernas dilemma bestod av två avvägningar. För det första ville centralbankerna säkra tillgången på likviditet för banksystemet utan att uppmuntra s.k. *moral hazard*.²⁸ För det andra var centralbankerna tvingade att bedöma vilka effekter den finansiella krisen skulle få på den reala ekonomin. Om krisen på finansmarknaderna leder till lägre BNP-tillväxt skulle detta motivera en sänkning av styrräntan. I det fall den finansiella krisen leder till små reala effekter skulle däremot en lägre styrränta vara inflationsdrivande.

Det centralbankerna i själva verket valde var både stora interventioner och ändrad inriktning på penningpolitiken. I USA hade Fed i slutet av 2007 sänkt räntan med 1,0 procentenhet sedan september 2007 och i euroområdet har ECB avstått från en tidigare indikerad höjning av räntan till 4,25 procent. Bank of England avstod initialt från att skjuta till likviditet till marknaden för att undvika *moral hazard*. När likviditetsproblemen blev värre och mer långdragna än väntat tvingades dock även Bank of England att skjuta till likviditet.

Efterfrågan på likviditet ökade mot slutet av 2007 och väntades öka ytterligare eftersom bankerna vill uppvisa god likviditet

²⁸ I och med att de faktorer som hotade den finansiella stabiliteten hade sitt ursprung i överdriven utlåning (med medföljande höga vinster för vissa banker och finansbolag) skulle t.ex. en kraftig sänkning av styrräntorna eller omfattande interventioner från centralbankerna reducera förlusterna för de aktörer som varit mest vidlyftiga i sin utlåning. *Moral hazard* i detta sammanhang innebär att om agenterna på finansmarknaden förväntar sig detta beteende hos centralbankerna även i framtiden blir det rationellt för en finansmarknadsaktör att sänka riskpremien mer än om de inte förväntade sig räntesänkningar från centralbankerna.

över årsskiftet. Interbankräntorna steg därmed. Centralbankerna i USA, euroområdet, Storbritannien, Kanada och Schweiz tillförde därför penningmarknaderna stora mängder likviditet i en samordnad aktion i mitten av december 2007. Samordnade aktioner från centralbanker är sällsynta och åtgärden var extraordinär även med avseende på utlåningsvillkor och på mängden likviditet som tillfördes marknaderna. ECB tillförde t.ex. marknaden motsvarande 350 miljarder euro, vilket är ungefär tre gånger mer än den tidigare största dagliga interventionen från ECB. En del av denna likviditet som tillfördes bankerna i euroområdet var dessutom i dollar. Centralbankernas samlade aktion medförde att interbankräntorna föll tillbaka under andra halvan av december 2007 (se diagram 91).

SVENSKA FINANSIELLA MARKNADER HAR OCKSÅ PÅVERKATS

Den globala finanskrisen har haft återverkningar även på den svenska kreditmarknaden. Interbankräntorna har stigit även i Sverige, men detta beror sannolikt på internationella förhållanden snarare än en brist på tillgänglig likviditet i Sverige. I jämförelse med de stora börserna i USA och Europa har dessutom Stockholmsbörsen utvecklats svagt.

De svenska bankerna har emellertid inte rapporterat omfattande kreditförluster knutna till den amerikanska bolånemarknaden. Det förefaller därmed som om de svenska bankerna inte i någon större utsträckning är exponerade mot den amerikanska bolånemarknaden, till skillnad från ett antal banker i t.ex. Tyskland, Schweiz och Frankrike. Värderingen av svenska banker har likväl blivit lägre och sjunkande kurser på bankaktier har varit en bidragande orsak till att Stockholmsbörsen har fallit.

Riksbanken i Sverige har inte utfört några extraordinära marknadsoperationer. Till skillnad från t.ex. ECB har Riksbanken även hållit fast vid sin på förhand annonserade penningpolitik, genom att höja reporäntan med 0,25 procent i såväl september som oktober (till 4,00 procent).

OSÄKRA EFFEKTER PÅ REALEKONOMIN

Finansiella kriser är återkommande fenomen. De senaste 20 åren har hela eller delar av de globala finansmarknaderna drabbats av åtminstone fyra större kriser.²⁹ En genomgång gjord av IMF visar att effekterna på BNP-tillväxt och arbetslöshet av kriserna 1987, 1998 och 2001 var relativt små. En bidragande orsak till att effekterna blev små var att centralbankerna agerade snabbt

²⁹ De stora kriserna inträffade 1987, 1998, 2000 och 2001.

och sänkte sina styrräntor. Undantaget var utvecklingen efter IT-kraschen 2000, då det skedde en betydande inbromsning av den globala BNP-tillväxten. I samband med krisen 2000 dröjde centralbankerna med att sänka styrräntorna.³⁰

Alla finansiella kriser är dock olika till sin karaktär och historiska mönster ger endast begränsad information om hur innevarande finansiella kris kommer att påverka real ekonomin. Den finansiella krisen nu är t.ex. intimt sammankopplad med utvecklingen på den amerikanska bostadsmarknaden. Krisens slutliga omfattning och därmed de reala effekterna beror mycket på hur långvarig svagheten på den amerikanska bostadsmarknaden kommer att bli. Om bostadskrisen blir utdragen, är det sannolikt att fler amerikaner får bekymmer med betalningen av sina lån. Detta skulle innebära en fördjupad och förlängd kris på penningmarknaden. Den resoluta aktionen från centralbankerna visar dock på att de är väl medvetna vilket sin roll och talar för att krisen kommer att bli relativt kortvarig.

³⁰ IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2007, s. 16–19. Se även fördjupningen "Några lärdomar av tidigare finansiella kriser" i Riksbankens *Penningpolitiska rapport*, nr. 3, oktober 2007.