

Nytt IMF, globala regelverk och rejäl insyn

Finanskrisen – förklaringar och reformförslag



Olle Rossander och Karin Rudebeck



Om författarna

Olle Rossander är frilansande ekonomijournalist som tidigare arbetat på Sveriges Television, Dagens Eko, Dagens Nyheter och Affärsvärlden. Under senare år har han särskilt ägnat sig åt samhällsekonomi och företagsstyrningsfrågor. Han var under ett år huvudsekreterare i regeringens s.k. Förtroendekommission som skulle analysera förtroendet för svenskt näringsliv och föreslå åtgärder för att stärka detta. Olle Rossander har publicerat ett stort antal böcker om ekonomi, samhälle och politik, senast ”Det Kidnappade Kapitallet” (Leopard, 2007) om det ansiktslösa ägandet och Skandiaskandalerna.

Karin Rudebeck började sin yrkesbana på Finansdepartementet där hon i slutet av 60-talet blev anställd på Sekretariatet för Ekonomisk Planering, med ansvar att följa den internationella konjunkturutvecklingen (läs OECD-ländernas). Efter många andra turer, bl a som chef för Svenska Kommunförbundets finanssektion och som FN-utsedd chef för Kosovos kommundepartement återkom hon till Finansdepartementet i början av 2000-talet. Då som statssekreterare med ansvar för finansmarknadsfrågor och internationell ekonomisk politik. Nu är hon frilansare.

Stockholm, juni 2009

Text: Olle Rossander och Karin Rudebeck

Form och illustration: Jenny Ahlström

Produktion: Global Utmaning

Producerat med stöd av Öhrlings PricewaterhouseCoopers

Global Utmaning är en politiskt oberoende tankesmedja och mötesplats. Genom seminarier, rapporter och samarbete med studieförbunden sprider vi kunskap, påverkar policy och skapar dialog om de globala utmaningar som det svenska samhället står inför. Denna rapport är den första inom ramen för Global Utmanings Demokratiprogram.

Innehåll

Om författarna	2
Förord	4
1. Slutsatser – sammanfattning	5
2. Inledning	6
Kriser – ett nödvändigt ont?	6
3. Förklaringarna	8
Extremt lång högkonjunktur	8
Global obalans	9
Pumpad konsumtion med lånade pengar	9
Sub-prime-fällan	10
Obegriplighet som affärsidé	10
Revision och rating	11
Global marknad – lokala regler	13
Avreglering och felreglering	13
De ägarlösa företagen	14
Krisdrivande incitament och Moral Hazard	15
Marknadspsykologi och media	16
Bruten förtroendetriangel	17
4. Förändringsförslag	18
4.1 IMF i dag	18
4.2 Ett reformerat IMF	20
Ledning, styrelsesammansättning och röstetal	20
Nytt ekonomiskt världsråd	21
Speciella dragningsrätter – en nygammal global reservvaluta	22
Regionala IMF	22
Policyfrågor	22
4.3 Internationella – men inte globala organisationer för regelverk och tillsyn	23
4.4 Basel 3, ett reviderat gemensamt regelverk	23
Gemensamt regelverk	24
Kapitaltäckningskrav	24
4.5 Tillsyn och insyn	25
Gränslös kontroll	24
Öppenhet och insyn	25
Stopp för skatteparadisen	25
Bolagskod och incitament	25
Revisorer och ratinginstitut	26
Företagsstyrning	26
4.6 Ansvar	26

Förord

Så sent som några år in på 2000-talet kunde ledande företrädare för den svenska Riksbanken och Finansdepartementet vifta undan frågor om globaliseringens betydelse, de växande globala obalanserna och Kinas växande ekonomiska roll som tämligen ointressanta. Det var inte frågor som de skulle ägna sig åt. Risker för en finansiell härdsmälta med globala dimensioner var överdriven – något som passade domedagsprofeter.

Intresset för reform av Internationella Valutafonden (IMF) var minimalt. Huvudskälet då var att ”Sverige skulle förlora inflytande” om styrningen av IMF bättre skulle spegla hur världen har förändrats under de snart 65 år som gått sedan organisationen bildades. Vilket inflytande – frågade vi oss då, Karin Rudebeck, statssekreterare med ansvar för finansiella och internationella frågor och jag som då var en av fem vice riksbankschefer, med ansvar för bl a IMF-frågor.

Vi försökte båda förgäves – var och en på sitt håll – att väcka våra kollegors intresse för den nya, sköna men långt ifrån perfekta värld som hade växt fram inför allas ögon. Om man ville se.

Måste det bli kriser av nära nog katastrofala dimensioner (facit finns inte ännu) innan frågor om reform av de internationella institutionerna och regelsystemen kommer på dagordningen? Så är det kanske. Samhällsansvar och global politik har inte på långa vägar hållit gemensamma steg med marknadernas globalisering. Finansmarknaderna är bara ett exempel, klimatfrågan riskerar att bli ett ännu allvarligare.

Ännu återstår mycket innan vi vet hur de reformer som kan förebygga nya finansiella kriser kommer att se ut och framförallt, det kommer att dröja tills de är genomförda. Men att reformer behövs och att globala marknader ställer krav på global förmåga att samarbeta, förebygga och hantera de kriser som uppstår är det nog inte så många som ifrågasätter längre. Även om meningarna kan gå isär om vad som mer exakt ska göras.

Det tar tid att tänka om och tänka nytt. Och alltför ofta är tjänstemän och politiker mer intresserade av makt än av sak. Att kontrollera och bevara hellre än att förändra. Att tänka kort och inte långt, smalt och inte brett och komplext.

Detta var en av många anledningar till att Global Utmaning skapades 2005. Organisationen är idag en tankesmedja, mötesplats mellan olika intressen och en resurs för folkbildning om de stora och komplexa frågor som hör samman med globaliseringen.

Rapporten, som har författats av ekonomijournalisten Olle Rossander och Karin Rudebeck, går igenom och förklarar bakgrunden till krisen samt skissar på ett antal nödvändiga reformer som skulle kunna minska risken för nya djupa kriser på de finansiella marknaderna. Rapporten är den första inom ramen för Global Utmanings Demokratiprogram.

Projektet har möjliggjorts tack vare särskilt stöd från Öhrlings PricewaterhouseCoopers.

Stockholm 2009-06-02

Kristina Persson,
ordförande i Global Utmanings styrelse

1 Slutsatser – sammanfattning

Finanskrisen och den extrema lågkonjunkturen visar med en kuslig övertydlighet att marknadens självreglerande krafter inte räcker till. I den kraftigt växande globala ekonomin krävs nya stabiliserande regelverk och en ökad insyn och tydlighet för kunder, konsumenter, placerare och aktörer. Detta låter sig lätt sägas men det största problemet nu är att omsätta detta i konkreta förslag som går att genomföra, både politiskt och praktiskt.

En genomgång av de olika förklaringar som finns till finanskrisen och dess dramatiska påverkan på den reala ekonomin ger viss vägledning om vilka åtgärder som bör och kan genomföras.

Bland de förklaringar till krisen som vi har identifierat bör nämnas bristen på insyn och kunskap såväl hos marknadens aktörer och kunder som hos övervakare och myndigheter.

Förslagslistan måste alltså präglas av de allt överskuggande kraven på ökad insyn i den finansiella marknaden. Med ökad insyn minskar riken för missbruk samtidigt som det ökar aktörernas möjlighet att bedöma riskerna.

Svårigheten blir att åstadkomma detta och få till stånd globala regler på en global marknad.

Till de mest nödvändiga förändringarna hör ett i grunden reformerat IMF. Organisationen måste inte bara få en ny styrning som bättre speglar den värld i vilken den verkar. Den måste också ges nya uppgifter inriktade på att skapa stabilitet på den globala finansiella marknaden.

Detta förutsätter också nya och reformerade internationella regelverk och övervakningsorgan som på ett effektivt sätt kan samarbeta med de nationella tillsynsmyndigheterna.

En viktig del av de förändringar som krävs gäller inte minst ägarstyrningsfrågor och möjligheter för samtliga aktieägare att bli tillräckligt väl informerade och få möjlighet att påverka skötseln av de företag i vilka de äger aktier.

2 Inledning

Finanskrisen har blottlagt stora svagheter i det internationella finanssystemet. De institutioner, regelverk och övervakningsorgan som har utvecklats under efterkrigstiden har inte förmått att kontrollera och/eller bromsa en utveckling av de globala finansmarknaderna som lett till en kris också i den reala ekonomin. Finanskrisen har på ett tidigare aldrig skådat sätt förvärrat en lågkonjunktur som sannolikt ändå hade inträffat.

Dominerande ekonomisk teori, regelverk och tillsynssystem är uppbyggda kring antaganden om att störningar i marknadsekonomin är tillfälliga och att det grundläggande systemet i sig är stabilt. Det vi upplever nu är dock djupare störningar, obalanser som förstärker varandra bort från jämvikten.

Nu hör vi oftare i debatten att också dessa mer djupgående obalanser är ett ofrånkomligt återkommande fenomen. De behövs för att rensa ut. Vi måste inse att med vissa, längre mellanrum måste förstörelsens vindar in för att ge utrymme och växtkraft för det nya.

En slutsats som vissa drar är därför att det sämsta vi kan göra, är att göra någonting.

Men den grundläggande motsättningen förefaller inte främst att vara mellan *laissez faire* och handlingsvilja, utan mellan insikten att krisen denna gång är global och den vacklande förmågan att handla globalt.

De flesta menar att man både bör försöka lindra effekterna av den nuvarande krisen och minska riskerna för en nästa kris, eller åtminstone att begränsa omfattningen av den när den kommer.

Debatten nu är främst fokuserad på vad som kan göras för att hindra en fortsatt fördjupning och spridning av krisen. Den gäller främst omfattningen av finanspolitiska åtgärder, penningpolitiska insatser utöver räntesänkningar, utformningen av stödåtgärder för systemviktiga institutioner, andra riktade stödåtgärder och frihandelns betydelse.

Nya regelverk för finansmarknaden diskuteras också livligt, men kan knappast i första hand ses som

medel för att komma ur den nuvarande krisen, utan främst som åtgärder för att hindra/begränsa kommande kriser.

I denna rapport tar vi i första hand upp de åtgärder som diskuteras för att på längre sikt förebygga – eller åtminstone lindra effekterna av – kriser i framtiden. Vi tror att det är just i ett krisläge som brister och fel blir tydliga och att det då också är lättare att genomdriva reformer – reformer som behövs på global, regional och nationell nivå.

Måste Internationella Valutafonden (IMF), Världsbanken (VB) och Bank Of International Settlement (BIS) reformeras i grunden? Ska G20 – den informella sammanslutningen av de 19 största ekonomierna och EU – institutionaliseras och stå för mer av politisk styrning? Kommer de ekonomiska stormakterna och deras centralbanker, Federal Reserve, ECB och Bank of China, att ta hand om och skapa de nya regelverken? Ställs mindre och fattigare länder än mer utanför när de tvingas acceptera de ekonomiska stormakternas beslut?

Kort sagt: Hur ska framtidens globala finansmarknader styras och av vem?

För att söka svaren på och diskutera dessa frågor har Global Utmaning initierat ett projekt där denna skrift är ett första steg. Skriften är resultatet av synpunkter och förslag från ett tiotal olika experter, underlag som hämtats från olika, främst utländska artiklar och rapporter samt författarnas egna analyser och slutsatser.

Kriser – ett nödvändigt ont?

Trots att vi fortfarande är mitt up i den ekonomiska krisen kan det vara på sin plats att försöka få lite perspektiv på vad som faktiskt händer.

Det kan också finnas anledning att fundera över krisernas roll i ekonomin. Kanske är de som skogsbränder – en för stunden katastrofal händelse som är

förutsättningen för en långsiktigt nödvändig utveckling.¹ Kanske är de lika oundvikliga? Kanske är de lika svårhjälpade? Kanske det enda man kan och bör göra är att begränsa skadorna?

– Det är till och med så att kriser av det här slaget, sett i ett större perspektiv, är önskvärda som korrektiv. Det ligger i den ”kreativa förstörelsens” natur men den får ju inte leda till att hela sektorn slås ut.

Vi behöver alltid en finansiell sektor. Vi behöver däremot inte alltid en bilindustri i ett land, säger Bo Lundgren, generaldirektör på Riksgälden.

– Det är svårt, kanske inte ens önskvärt att undvika kriser, säger t.ex. Bo Lundgren. Risken för att man då och då får en överoptimism, eller en överpessimism, är mycket stor.

Historien ger kanske Lundgren rätt. Följderna av en aldrig så djup kris blir sällan så katastrofala som många gärna tror, när man står mitt i eländet. Oljekriserna, Asienkrisen, 90-talskrisen, IT-bubblan – inte någon av dessa fick riktigt så stora och negativa konsekvenser som många trodde när de rasade som värst. Å andra sidan pekar många på att den här krisen är unik genom att vara samtidigt finansiell, reell och global – och med ett extremt snabbt förlopp. Det innebär att det, den här gången, kan vara sällsynt svårt att förutse hur krisen kommer att utvecklas – och avvecklas. Tidigare kriser, om än aldrig så många ger inte tillräcklig ledning.²

En mycket viktig skillnad från 30-talskrisen, som ofta används som referens, är från vilken nivå problemen startar. Då levde stora delar av också industrivärldens befolkning mycket nära existensminimum.³ En negativ BNP-utveckling på några procent och stigande arbetslöshet kastade miljontals människor i svält. I dagens industriländer innebär några tap-

pade procentenheter ett rätt litet hack i välståndskurvan och i de flesta fall finns, i vart fall, nödortfoga skyddsnet för arbetslösa.

Det gäller emellertid inte för invånarna i världens fattigaste länder. Krisen har blivit global och Världsbanken räknar med att antalet människor under fattigdomsstrecket kommer att öka med 50 miljoner i år.

När dagens finansiella kris beskrivs som en av de värsta i kapitalismens historia finns också debattörer som menar att detta blir kapitalismens död eftersom den visar att systemet inte fungerar. Men om dagens kris betraktas i ett längre perspektiv blir den kanske inte så märkvärdig: Studerar man den amerikanska BNP-utvecklingen i reala termer sedan början av 1800-talet så syns t ex 30-talets kris och andra kriser som små hack i kurvan. De är nog så besvärande när de pågår som värst men inget som i grunden påverkar den långsiktigt positiva ekonomiska utvecklingen.

– Krisen är inte ”marknadens” fel, som många säger utan en effekt av det mänskliga beteendet och mycket psykologi. Det ligger i den mänskliga naturen. Jag tror att vi får leva med finansiella kriser allt oftare. Det är priset för det som är det goda i marknadsekonomin, säger riksgäldsdirektör Bo Lundgren.

– Vi kan aldrig förebygga och hantera en sådan här kris fullt ut men ska man göra något gäller det att först titta efter vad det var som ledde fram till den här krisen och vad som gjorde att den blev så djup och dramatisk, säger Bo Lundgren och pekar på tre huvudområden: politiska misstag, bristande transparens och en överdriven girighet.

Men Lundgrens tre förklaringar räcker inte riktigt till för att förstå vad som hänt och för att komma fram till vad som måste göras. Listan i nästa kapitel blir därför något längre.

¹ Kreativ förstörelse (tyska schöpferische Zerstörung, engelska creative destruction) är ett begrepp introducerat 1942 av nationalekonomen Joseph Schumpeter för att beskriva den förändringsprocess som åtföljer viktiga teknologiska eller ekonomiska landvinningar. Enligt Schumpeter står entreprenörers innovationer för långsiktiga ekonomiska utvecklingen i kapitalistiska samhällen, genom att de ersätter befintlig teknologi och förstör för redan etablerade företag, som byggt sina maktpositioner eller monopol på dessa. (Wikipedia).

² Se ”The Aftermath of Financial Crises” (Carmen M. Reinhart University of Maryland. NBER and CEP, Kenneth S. Rogoff Harvard. University and NBER).

³ En illustrativ skildring från 30-talskrisens USA är John Steinbecks roman ”Vredens druvor”.

3 Förklaringarna

Visserligen är det för tidigt att skriva krisens historia men det hindrar inte att det redan nu går att urskilja ett antal förklaringar till vad som inträffat. Faktorer som griper in i och påverkar varandra. Alla är kanske ännu inte heller identifierade.

Det vi ser nu är kanske inte bara en börskrasch och en djup lågkonjunktur, recession eller depression. Det kan också vara ett tecken på och följderna av ett fundamentalt skifte i det kapitalistiska systemet – utvecklingen mot i praktiken ägarlösa företag som utsätts för ”kapitalkidnappning”.

Enskilda mer eller mindre avgränsade händelser som kan ha fått stor omedelbar effekt på olika marknader har – inte minst i massmedia – getts rollen av Förklaringen med stort F.

Dit hör beslutet att sätta bankirföretaget Lehman Brothers i konkurs den 15 september 2008 och den amerikanska, s k sub-prime-krisen där det visade sig att rader av låntagare inte kunde betala sina skulder när räntorna steg och huspriserna sjönk. Sub-prime-krisen och Lehman-konkursen bör dock betraktas i förhållande till krisen som skotten i Sarajevo 1914 till första världskriget – en utlösande faktor men de underliggande förklaringarna är långt fler och mer komplicerade.

Det är alltså inte en enstaka händelse eller fenomen som skapat krisen – det är en serie fenomen som var och en påverkat såväl helheten som varandra. Någon komplett och logiskt rangordnad lista över förklaringar finns alltså inte. Det hindrar inte att vi har identifierat en rad förklaringar som vi menar hör till de allra viktigaste och som ger vägledning när det gäller att hitta förslag till åtgärder.

Extremt lång högkonjunktur

En lika trivial som viktig förklaring är högkonjunkturen. Med undantag för Japan har industriländerna och en stor del av utvecklingsländerna kunnat glädja sig åt en av de längsta högkonjunkturerna under hela efterkrigstiden. Tillväxttakten globalt har varit prak-

tiskt taget obrutet hög i nästan 15 år. Att det då skulle komma en lågkonjunktur är inte särskilt oväntat. Skeppsredaren Dan-Sten Olsson sa i en tidningsintervju i juli 2007:

– Det här är den längsta högkonjunkturen jag har varit med om och efter sol kommer alltid regn. Efter 2009 kan det nog uppstå en lågkonjunktur, på grund av en för hög industriell kapacitet i världen.

Mycket riktigt har den långa högkonjunkturen drivit fram en på sina håll enorm överkapacitet. För Sveriges del syns detta inte minst inom personbilindustrin. Både Volvo och Saab hade med största säkerhet hamnat i kris alldeles oavsett finansmarknadens problem. Men denna traditionella konjunktursvängning har förstärkts och påskyndats av finansmarknadens utveckling.

Global obalans

Ofta framhålls de makroekonomiska obalanserna i världen som en av förutsättningarna för den finansiella krisen. Obalansen gäller handeln mellan stora ekonomier som den mellan Kina och USA, Kina har under det senaste decenniet med hjälp av en kraftig satsning på exportindustri och en undervärderad valuta byggt upp ett stort överskott i bytesbalansen och en stark statsbudget. USA har tvärtom utvecklat mycket stora, ”dubbla” underskott, både i handeln och i statsbudgeten.

Denna obalans och det flöde av likviditet som obalanserna skapat, har bidragit till låga räntor och därmed låga lånekostnader och ett stort rikstagande utan rimlig prissättning på risk. Den höga likviditeten har lockat fram en finansiell kreativitet som i sin tur har lett till den exploderande derivatmarknaden.

Det är intressant att konstatera att just den utveckling som varit i USA skulle, i vilket u-land som helst, ha lett till ett aktivt ingripande från IMF med krav på sanering av statsfinanserna. Parallellerna dras ännu längre av Simon Johnson, tidigare ekonomisk rådgivare till ledningen inom IMF. Om IMF:s personal kunde tala fritt, skulle de, enligt honom, säga samma

sak till USA som de säger till andra länder i kris. Att den politiska makten måste bryta den nära kopplingen till den finansiella eliten om krisen ska kunna lösas på ett hållbart sätt.

Här är kanske ett av Bretton Woods-systemet största brister: oförmågan och oviljan att komma med samma synpunkter och krav på de rika industriländerna som man har på fattiga u-länder. Förklaringen är kanske så enkel som att ingen gärna biter den hand som föder en. Valutafonden liksom Världsbanken är totalt dominerad och finansierad av västländerna och USA.

De krav som finns på en total reformering av beslutssystem och uppgifter för institutionerna ter sig allt mer nödvändiga.

Men en sådan reform av IMF och VB innebär inte att globala obalanser inte uppstår. Professor Peter Englund på Handelshögskolan menar att det är fel att försöka komma till rätta med makroekonomiska obalanser.

– Vi kommer alltid att då och då hamna i situationer med stora makroekonomiska obalanser. Det är meningslöst att drömma om att kunna skapa ett regelverk som skulle göra oss immuna mot makroobalanser! Det är politiskt omöjligt att få till stånd ett sådant regelverk på global nivå.

– Snarare är det så att vi behöver ett finansiellt system som är så robust att det, inom rimliga gränser, tål den här typen av återkommande obalanser.

Pumpad konsumtion med lånade pengar

Den amerikanska högkonjunkturen som smittat av sig och påverkat hela världsekonomin har till stor del drivits av en snabbt ökande privat konsumtion. Stigande priser, inte minst på husmarknaden och möjligheter att ta nya lån så att mer medel frigörs för konsumtion var en bidragande orsak. Överskottet på kapital, delvis lånade från Kina och en långvarig lågräntepolitik som gav fart åt tillväxten visade sig också vara ödesdigert felaktig. Marknaden svämma-

des över av billiga pengar samtidigt som de finansiella marknaderna avreglerades i flertalet industriländer. En avreglering som tillät vad som med ett understatement kallas finansiell kreativitet i syfte att maximera avkastningen och minimera riskerna. På några år skapades en enorm handel med vad som i praktiken visade sig vara luft. Teoretiska värden på finansiella instrument och, för många privatkonsumenter, uppblåsta fastighetsvärden användes som säkerhet för lån, som användes för att skapa nya affärer eller privat konsumtion.

Den extrema amerikanska lågräntepolitiken har visat sig vara som att kissa i byxorna – först befriande, varmt och skönt, sedan kallt, äckligt och kris-skapande.

Bland de enskilda beslutsfattare som utsetts inte bara till syndabockar utan faktiskt skyldiga till krisen hör förstas förre chefen för den amerikanska riksbanken, Federal Reserve, Alan Greenspan, men också de presidenter och administrationer som Greenspan verkade under.

Under sin mandatperiod hjälteförklarades han för att först ha avvärjt eller i vart fall mildrat IT-bubb-lans efterföljande kris, sedan för att hållit fart på konsumtionen och därmed konjunkturen samtidigt som inflationen låg på en extremt låg nivå. Många såg den inte bara som sällsynt lyckosam utan till och med så omvälvande att man i praktiken inte längre skulle behöva oroa sig för en djup lågkonjunktur eller hög inflation – de sågs som avskaffade! Vad man då bortsåg från var att de billiga pengarna gjorde att prissättningen på risk blev felaktigt låg.

Björn Savén, VD för riskkapitalbolaget Industri-kapital, menar att Greenspans politik skapade en verklig och farlig obalans – den mellan den faktiska ekonomiska utvecklingen och den på längre sikt rimliga:

– Man har låtit den verkliga ekonomin springa för långt framför BNP-potentialen. Det avgörande felet med den här krisen var Alan Greenspans teori år 2003 om ”monetized growth”⁴ som innebar just detta.

– Vi har tagit ut framtiden i förskott och nu får vi

⁴ Begreppet används bl a för att beskriva en hur samhället i dag konsumerar vad som ska produceras i morgon och betalar med morgondagens kapital. (Robert Riddell, ”Urban Planning”).

betala tillbaka den. Vi har levt på lånade pengar och det är inte alltid helt fel men det blev för mycket, menar Björn Savén.

En förklaring till vad som hänt kan vara det amerikanska politiska systemet. Greenspans räntepolitik har utan tvivel gynnat den sittande presidenten. George W. Bush hade, inför sitt omval, god nytta av sällsynt positiv ekonomisk utveckling. Och Alan Greenspan hade god nytta av en positivt inställd president när mandatperioden skulle förnyas.

Sub-prime-fällan

På samma sätt kan sägas att sub-prime-bubblan skapades av det politiska systemet. Den pumpades upp av en rad presidenter, kanske i bästa välmening men också för att locka röster.

Lånen, som regleras av Community Reinvestment Act skapades ursprungligen under president Jimmy Carters administration för att ge fler, också de med låga inkomster, möjlighet att köpa hus. Lånen, som i sista hand gavs ut av Fannie Mae och Freddie Mac, fick en låg initial ränta som efterhand höjdes till marknadsränta. Regelverket ändrades sedan under följande administrationer och gjordes, framförallt under först Bill Clintons och sedan George W. Buchs tid, på pappret, synnerligen förmånligt. Den politiskt vackra tanken var att ge snart sagt alla människor en chans att skaffa eget hus – och hänga med i den enorma värdestegringen på husmarknaden.

Verkligheten blev emellertid till sist mardrömsartad och påminner i mångt och mycket om den svenska bankkrisen på 90-talet, men i mycket större skala.

Banker och finansinstitut såg en chans att snabbt tjäna grova pengar i form av avgifter och provisioner genom att låna ut pengar till människor som egentligen inte hade råd med det.

Verksamheten utvecklades explosionsartad av två skäl: Lånemäklare fick betalt efter hur många lån de lyckades förmedla till bankerna. De hade ingen som helst anledning att fundera över låntagarens förmåga att betala tillbaka eller klara framtida räntor. Ban-

kerna och finansföretagen kom på att de kunde bunta ihop en större mängd sådana här skräplån och statistiskt ”bevisa” att risken var mycket liten för att fler än några enstaka låntagare inte skulle klara sina åtaganden.⁵ Därmed kunde de hopbuntade lånen få god ”rating” och säljas vidare till bra priser till kunder som hade pengar att placera och som sökte hög avkastning och låg risk – en motsägelse i sig, som alltför få noterade i tid. När huspriserna av olika skäl började falla, samtidigt som de tidiga sub-prime-lånens räntor steg, visade sig de statistiska modellerna vara helt felaktiga – rader av husköpare klarade inte av sina lån och krisen blev ett faktum.

Obegriplighet som affärsidé

De amerikanska sub-prime-lånen och de sätt på vilka de hanterats har fått symbolisera finanskrisen men de är på inget sätt det enda område där den finansiella kreativiteten har skapat ett antal mer eller mindre svärvärderade instrument.

Kanske började det hela redan för drygt 20 år sedan då det skapades en marknad för de lån som vissa u-länder med betalningsproblem hade. Riskvilliga placerare tog över lånen till en bråkdel av deras ursprungliga värde. Den ursprunglige långivaren fick tillbaka kanske 25 procent av det utlovade beloppet. Den nya ”långivaren” hoppades kunna klämma låntagaren, u-landet, på kanske hälften av lånet i alla fall på lite sikt. Det skulle i så fall bli en bra avkastning. Men risken för att u-landet inte kunde betala alls var stor. En metod för att då sprida risken var att strimla lånet i många delar, kanske packa ihop det med andra lån, och sälja andelar till andra riskvilliga investerare.

Så skapades vad som skulle bli en exploderande marknad för rader av derivat och så kallade strukturerade produkter med mer eller mindre obegripliga förkortningar: CDO (collateralised debt obligations), SIV (structured investment vehicles), CMO (collateralized mortgage obligation). Det hela påminner en del om när Ivar Kreuger finansierade sina riskfyllda

⁵ De statistiska sambanden, bevisen, byggde på historiska data. Risken för spridningseffekter fanns inte med i kalkylerna.

affärer med sk debentures. Värdepapper som många inte riktigt förstod vad det var.

Det ursprungliga, högst lovvärda, syftet var att sprida risker men de kom efterhand att användas också för att dölja risker och kortsiktigt maximera avkastningen. Olika tekniker användes för att skapa ”leverage” som blev ett av finansmarknadens nya inne-ord. På finansmarknaden har det länge funnits tekniker för att med låg egen insats låna ett större belopp och placera alltihop i någon form av värdepapper. I stället för att kanske tjäna tio procent på satsade 100 000 kronor kan man låna 900 000 till 5 procents ränta och få tio procent på hela summan. I stället för att tjäna 10 000 kronor får jag, efter räntekostnader, 155 000 motsvarande 55 procent på satsade pengar.

Under den ihärdiga högkonjunkturen med stigande huspriser, råvarupriser och aktiekurser blev detta en nästan bergsäker placering. Lockelsen att gå från en hävstång på 10:1 (låna tio gånger pengarna) började olika experter och finansinstitut som Bear Stearns och Lehman Brothers skapa produkter som skulle ge 30:1! När vanliga, någorlunda säkra placeringar gav låg avkastning sökte sig allt fler till dessa nya vägar för att få upp vinsten – och alltför många glömde sambandet mellan risk och avkastning.

Kanske kan man säga att det hela började när två kreativa finansmän på bankfirman JP Morgan 1998 på allvar började utveckla en finansiell produkt, BISTRO (Broad Index Secured Trust Offering) och lyckades få den godkänd av de övervakande myndigheterna. Historien om BISTRO, hur den kom att godkännas och växte till en multimiljardmarknad är nästan som en deckare, väl beskriven av Financial Times journalist Gillian Tett.⁶

Efterhand blev produkterna så komplicerade att allt färre förstod hur de egentligen fungerade. Ett fåtal experter på de säljande företagen kunde kanske, med datorstöd, räkna ut hur de fungerade men varken kunder eller ens den egna företagsledningen förstod dem. Flera högt uppsatta ansvariga chefer för finansföretag har medgett att de själva aldrig riktigt satt sig in i, än mindre förstått, derivatmarknaden.

Obegripligheten blev nästan som en del av affärs-

idén. Produkten, d v s det konstruerade värdepapperet gavs ett imponerande namn på engelska och försågs med många sidor småstilt förklarande text fylld av juridiska och ekonomiska facktermer. Många icke-experters vågade aldrig tillstå att de inte förstod utan räknade med att något så komplicerat måste rimligen vara genomkontrollerat och tryggt. Det hela blev som i ”Kejsarens nya kläder”, när ingen vågade tillstå att de inte begrep vad de köpte och några inte ens visste vad de sålde och därför inte hade en aning om vilken risk det var fråga om.

Lockelsen att på kort tid få tillbaka flera gånger pengarna genom att placera i något som påstods vara säkert, blev för stark. Alltför få frågade sig hur det var möjligt. Tilltron till regelverken och ratinginstituten var stark – men, som det visade sig, oberättigad. Först när krisen kom insåg plötsligt rader av placerare, fonder, storföretag och kommuner att de köpt extrem risk och att stora delar av deras placeringar raderades ut.

Revision och rating

Många placerare lockades av den, som det visade sig, falska trygghet som regelverk, revision och rating gav.

Nationella övervaknings- och kontrollorgan som Finansinspektionen i Sverige, FSA (Financial Services Authority) i Storbritannien och SEC (Securities and Exchange Commission) i USA har utvecklat mer eller mindre detaljrika regler för banker och finansföretag.

Problemet har visat sig vara att företagen kunnat lägga en del av sin verksamhet utanför sin ordinarie redovisning, i till synes helt fristående bolag, gärna med säte i något av världens många skatteparadis. Dessa tillgångars, eller hela bolags värde och risk har då kunnat passera obemärkta för myndigheter och bankanalytiker.

De nationella kontrollorganen är också just nationella. Medan bolagen blivit allt mer internationella och globala har regelverken förblivit lokala. I en hel del fall har företagen kunna välja att, formellt

⁶”Fool’s Gold; How unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and unleashed a Catastrophe” av Gillian Tett, Free Press, 2009.

och bokföringsmässigt, placera sin verksamhet där regelverken ansetts mest lämpliga. En stor del av de svenska aktiefonderna är alltså placerade i Luxemburg och huvuddelen av alla amerikanska storföretag har sitt säte i Delaware utan att ha vare sig kontor eller verksamhet där.

Vad som för en utomstående kan tyckas vara en hård och bestämd kontroll kan i själva verket visa sig vara i det närmaste obefintlig.

Det är i det närmaste obegripligt att huvuddelen av världens största och mest ansedda revisionsföretag har tillåtit banker, framförallt investmentbanker, att ha tillgångar och skulder ”off-balance-sheet” och i ”shadow-banking”, utan att upplysa aktieägarna om detta. Att lägga tillgångar och skulder ”off-balance” innebär att dessa inte formellt påverkar bankens balansräkning trots att det rör sig om åtaganden för vilka banken har haft fullt ansvar. ”Skuggbanker” kallas dessa institutioner, ofta formellt registrerade i olika skatteparadis, som ägnat sig åt bankliknade verksamhet och handlat med finansiella instrument, utan att vara formellt reglerade eller övervakade av myndigheterna.

Frågan är alltså hur revisorerna kunnat godkänna detta. André Wallenberg på Öhrlings Pricewaterhouse Cooper säger:

– Jag har inget bra svar på den frågan. Det är huvudsakligen ett amerikanskt fenomen och investmentbankerna har ju inte haft så hårda regler som andra banker och de har därför kunnat ha en högre gearing (utväxling) men det förklarar inte varför man tappat bort off-balance. Nej, jag vet faktiskt inte.

Men är det inte detta man har revisorer till? Att de skall säga ifrån?

– Jo, så är det absolut, säger han. Man kan verkligen förundras över att man har kunnat skapa alla dessa instrument och institutioner och lägga dem på armlängds avstånd och inte bedömt dem, trots att riskerna i slutänden ändå ramlar tillbaka på banken!

Revisorernas underlåtenhet kan nu komma att leda till stora rättsprocesser i USA där aktieägare menar att de borde ha blivit informerade om de risker som

deras bolag utsatts för.

De så kallade ratinginstituten⁷ har efterhand fått såväl myndigheters som marknadens uppdrag och förtroende att värdera och uttala sig om allt från komplicerade derivat till enskilda svenska kommuners kreditvärdighet. Ju bättre ”betyg” ett värdepapper, företag eller institution ges, desto lägre ränta får de betala för sina lån. För stora aktörer kan också en liten skillnad i betyg betyda miljoner i ökade eller minskade lånekostnader. För den som utfärdar nya derivat är en värdering från ratinginstituten en absolut förutsättning för att få produkten såld på marknaden. Finansinstituten lyckades efterhand konstruera värdepapper som, av i dag svårbegripliga skäl gavs högsta betyg, AAA. På något sätt lyckades utgivarna av värdepappren konstruera dem och datorberäkna modeller på ett sådant sätt att risken praktiskt taget trollades bort.

Vad som kan ha spelat stor roll för att det gick snett är de osannolikt höga vinsterna och de märkliga partsförhållandena. Lönsamheten för utgivarna av derivaten var mycket hög liksom arvoden till ratinginstituten. Några enstaka andelar av procent i avgifter på placeringar i miljardklassen ger snabbt stora vinster.

Minst lika relevant är att utgivaren av värdepappren, som vill ha så högt betyg som möjligt också var den som betalade arvodet till företaget som utfärdade betyget! Och var den som hade konstruerat de datormodeller som användes för riskvärderingen och satt på all relevant information. Det ligger i sakens natur att ett sådant jävsförhållande förr eller senare skulle leda till problem.

Nu, när krisen exploderat ligger också ratingföretagens trovärdighet i botten. De får i debatten hård kritik för att inte i tid ha varnat för de risker som sedan skapade krisen. Institutet försvarar sig oftast med att deras analyser dels enbart värderar kreditrisken, och inga andra risker, dels inte gör några prognoser utan enbart arbetar med historiska data.

Det är ett tvingande krav att systemet görs om så

⁷ Ratinginstituten är privata företag som skapades för att i första hand värdera obligationer och andra låneinstrument. Efterhand har de även tagit på sig att värdera även andra värdepapper. De tre stora, Moodys, Standard & Poor och Fitch, som alla är synnerligen lönsamma, beskylls ofta för att bilda ett oligopol som effektivt stoppar all konkurrens.

att marknaden kan få en opartisk, rättvis och relevant kreditvärdering. Så är det inte i dag!

Global marknad – lokala regler

En av de grundläggande förklaringarna till att krisen med sina olika beståndsdelar och förklaringar kunnat uppstå är det snabba politiska skifte som skedde när Margaret Thatcher var premiärminister i Storbritannien och Ronald Reagan president i USA. Båda drev fram mycket snabba avregleringar, inte minst av finansmarknaden, och drev tesen att marknads självreglerande krafter skulle ta hand om eventuella avarter och missbruk. Båda missade dock att säkerställa en av förutsättningarna för en fungerande självreglering: öppenhet och information. Alla parter måste vara och bli lika snabbt informerade om vad som sker. Om det inte sker uppstår sk asymmetrisk information. Så blev det när de globala marknaderna skapades och regelverken förblev lokala.

Med skilda skatter och krav på säkerhet och insyn uppstod ett alltmer utvecklat regelarbiter: Finansföretagen placerade sig själva och sina produkter där det för stunden lönade sig bäst. Världens sk skatteparadis blomstrade. Och så länge allt fungerade väl, dvs finansmarknaden gick med lysande vinster, klingade kritiken mot skatteparadisen ohörd. Först nu, efter ett par decennier har de dominerande ekonomierna bestämt sig för att ta itu med de mest uppenbara problemen.

Men helt enhetliga internationella regler är fortfarande långt borta. Alltför många, med skilda intressen måste kunna enas, om världen skall kunna få enhetliga, strikta och åtminstone till vissa delar gemensamma regelverk: De får inte göras alltför komplicerade och de måste vara kontrollerbara.

Vad som nu tycks kunna ske är en samordning på europeisk nivå men internationella myndigheter är långt borta. Bara inom EU finns en hel del att göra med tanke på att det finns drygt fyrtio gränsöverskridande banker som i dag formellt övervakas och kontrolleras av varje enskilt land. I USA finns nära tjugo (!) olika myndigheter som reglerar banker men ingen alls för försäkringsbolag eller lånemäklare.

Avreglering och felreglering

Förutom övertron på självreglering som starkt bidrog till krisen finns också ett antal regler som själva skapade problem. Vi har tidigare nämnt The Community Reinvestment Act som innebar att allt fler, också de som egentligen inte hade råd, kunde låna pengar till husköp.

Det var också en välmenande regeländring av Bill Clinton som underblåste de senaste decenniernas chefslöneexplosion. På 80-talet, då debatten gick hög om chefernas höga löner, införde Bill Clinton en straffskatt på löner över en miljon dollar. Följden blev att företagen hittade på aktieoptioner och andra ersättningar, som inte beskattades för att belöna sina chefer.

Andra, nu aktuella regelverk som stökat till det, är de internationella redovisningsregler IFRS (International Financial Reporting Standards) som efter många års förhandling nu tagits fram och införts framförallt inom EU. En av de viktigaste reformerna var att ett företags tillgångar skulle tas upp till marknadsvärde. Tanken var att ägare, spekulanter och kunder skulle få bättre information om hur det står till i företaget och hur aktien skall värderas.

Men på en snabbt fallande marknad kan de nya redovisningsreglerna snabbt skapa svindlande förluster som inte alls behöver avspegla den reala utvecklingen för företaget. När marknadsvärdet på värdepapper och fastigheter åker berg-och-dal-bana med tiotal procent över dagen, blir det i det närmast omöjligt att avgöra vad som är ett rimligt värde.

En följd av regelverken är alltså att företagen tvingas redovisa stora pappersförluster som kanske inte alls avspeglar verkligheten några veckor senare.

En annan, och för finanskrisen långt värre konsekvens är hur reglerna slår för banker. När värdet på bankens tillgångar sjunker snabbt minskar det kapital som används som mått på hur mycket banken (enligt Basel-reglerna) får låna ut. En bank skall hålla minst 8 procents kapitaltäckningsgrad. Sjunker tillgångarna minskar kapitalet och banken tvingas säga upp lån för att kunna hålla 8-procentsnivån.

Följden av detta regelverk har blivit att när tiderna är goda och tillgångarna högt värderade, kan banken

ösa ut pengar i nya lån. Och det är egentligen då som bankerna borde bromsa så att konjunkturuppgången inte blir för stark. När tiderna blir dåliga blir det tvärtom så att när pengarna borde ut och stimulera marknaden tvingas banken göra tvärtom. Regelverket blir procykliskt och förstärker marknadssvängningarna.

Här krävs en snabb förändring av regelverken så att det blir tvärtom. När konjunkturen ångar på bör kapitaltäckningskravet ökas så att banken tvingas samla i ladorna för att sedan, när det vänder, få lättnader i kraven.

En hel del regelverk kan också kritiseras för att de skapat långt mer arbete och kostnader än vad de tillfört i form av säkerhet. Efter inte minst Enron-skandalen vid sekelskiftet i USA infördes den så kallade SOX-lagstiftningen (Sarbane-Oxley Act) som lade en rad krav och kostnader på företagen. Många menar att SOX gjort mer skada än nytta. De många som på principiella grunder ifrågasätter alltför omfattande regelverk menar att de till och med kan bli kontraproduktiva och ge en falsk trygghet.

Ekonomiprofessor John Hassler hör till en av dem:

– De omfattande regelverken i USA kan ha bidragit till att verksamheten blev mindre genomlyst. Hade man inte haft regelverken skulle parterna kanske ha krävt mer information och inte förlitat sig på regelverket.

Styrelseproffset Lennart Låftman hör också till dem som skyr nya regelverk och frågar närmast retoriskt:

– Hjälpte de regler vi införde efter den förra krisen? Vi skapade då regler som passade den krisen. Det blir som med militären som rustar för det förra kriget!

Det viktiga är, menar Låftman, att ta bort så många regler som möjligt och frilägga det som är viktigt.

– Myndigheterna får inte föreskriva för mycket för då finns inte tid för de, till synes, enkla frågorna, som till exempel att fråga sig om något är billigt eller dyrt. Det gäller att ständigt fråga om det här en är bra affär – och då ska man inte krångla till det med nya nyckeltal och andra mystiska mått.

De ägarlösa företagen

Den kanske mest omvälvande förklaringen till den pågående finanskrisen är att den delvis är ett resultat

av ett gigantiskt skifte av det kapitalistiska systemet. På några decennier har en mycket stor del av världens börser fått företag som inte längre kontrolleras av enskilda kapitalägare, familjer eller grupper. Istället har ägandet övertagits av miljontals småsparare, försäkringstagare och blivande pensionärer som överlåtit sin ägarmakt till tjänstemän i de olika fonder som vuxit som svampar ur jorden. Den nya fondkapitalismen är här.

De ägarlösa företagen⁸ utgör nu en överväldigande majoritet av världens stora börser. I New York och London finns knappt något, i traditionell mening, ägarstyrtd företag kvar. Den exploderande fondmarknaden kan till stor del förklaras av demografiska fakta och sociala förhållanden. Några nyckeltal kan förklara vad som hänt: Vid förra sekelskiftet började de flesta arbeta vid 16 års ålder, pensionsåldern sattes i Sverige till 67 år och medellivslängden var 58! Vid det senaste sekelskiftet låg yrkesinträdet närmare 25, pensionsåldern runt 62 och medellivslängden ca 82 år.

Dessa siffror visar varför det gamla pensionssystemet, där de yrkesaktiva via skatten skulle betala för pensionärerna, inte längre håller. Nu måste var och en spara till sin egen pension och då hamnar pengarna i fonder. Utvecklingen har varit densamma i hela västvärlden och är på god väg i de växande u-landsekonomierna. När dagens yrkesaktiva börjar ta av pensionskapitalet kommer fonderna att fyllas på av miljarderna nya sparare i Asien, Afrika och Latinamerika.

Dessa fonder, som alltså äger några bråkdelar av företag tar i mycket begränsad mån något ägaransvar för ”sina” företag. Det är knappt så att de röstar på bolagsstämmorna och än mindre deltar de i styrelse- och strategiarbetet. Tvärtom är det många som enbart styrs av sin önskan att varje kvartal se sitt aktieinnehav stiga något mer än index. Följden blir en rad korta placeringar – och inte sällan frustration; alla kan inte slå index. För att klara sina höga avkastningskrav har många fonder också lockats in på den riskfyllda men (kortsiktigt) högvastande derivatmarknaden.

Med kortsiktiga fonder som minoritetsägare hamnar företagets ägarstyrning i praktiken hos de anställda cheferna, VD, och deras ledningsgrupp. Dessa drivs inte bara till kortsiktiga placeringar av omsorg om sina fondägare utan också av att de själva

har anställningsavtal, bonuskontrakt som ger mer i klirr i kassan om vinsten på kort sikt kan bli så hög som möjligt.

Utvecklingen mot allt mer kortsiktighet har påskyndats under de senaste decennierna av den s k share-holder-value-skolan som blivit nästan standard i all managementlitteratur. Den lär ut att företagets yttersta mål i alla lägen är att ge tillbaka maximal avkastning till aktieägarna i form av stigande börskurser och höga utdelningar. Detta, menar man, skulle också i längden gynna övriga stake-holders, d v s anställda och samhället.

En följd av detta har blivit urholkade balansräkningar. I stället för att spara pengar till dåliga tider och hålla en hög soliditet har många företag belånat sig maximalt och/eller delat ut överskottet till aktieägarna. När krisen kommer står företag och banker utan tillräckliga reserver och tvingas, också i kortvariga kriser, till drastiska nedskärningar.

Krisdrivande incitament och Moral Hazard

Utvecklingen mot allt fler ägarlösa, tjänstemanna-styrda företag har drivit fram en rad olika incitament som främjar kriser. Föga förvånande visar det sig nämligen att företagsledningar som hanterar och ansvarar för andras pengar lätt får en annan attityd till pengarna än de ägare som aktivt sköter sina egna pengar. Rader av exempel visar hur tjänstemännen i de ägarlösa företagen gör sitt yttersta för att berika sig själva och då inte sällan på bekostnad av vad som kan anses vara långsiktigt bra för de verkliga ägarna.

Ett av de kanske tydligaste exemplen kan hämtas från just sub-prime-krisen där det var privata låneförmedlare som lockade husägare och köpare att ta de nya dyra lånen. Förmedlarna fick mer betalt ju fler lån de lyckades förmedla. Risker för att låntagarna i längden inte kunde betala fick bankerna och deras aktieägare ta.

Det måste ha varit så att det inte fanns tillräckligt starka incitament för vilja se och göra något åt detta. Ingen brydde sig om riskerna och institutionerna verkade anse att om går det åt pipan är det ändå någon annan som får stå för förlusterna. Dessutom kunde det vara så att de individer som fattade besluten riskerade som värst att få sparken medan, om det gick bra, skulle de själva tjäna mycket pengar, säger nationalekonomen professor John Hassler.

Just detta fenomen, moral hazard, där den som tar risken inte behöver stå för förlusterna har präglat krisen och vad som föregick den. Moral hazard problematiken är ett svårlöst dilemma i samhällets relation till systemviktiga institutioner, d v s institutioner som inte kan tillåtas falla, d v s där staten tvingas gå in om en allvarlig kris uppstår.

Företagsledningar skapade också en slags ”moral hazard” över tiden genom att styra företagets kortsiktiga resultat så att det gav höga bonusar medan den eventuella förlusten drabbade företaget först i framtiden. Vid det laget kunde chefen mycket väl ha slutat, försedd med en väl tilltagen pension.

Den kritik som kan och bör riktas mot bonussystemet omfattar en rad punkter. Ett felaktigt utformat bonussystem leder till minst fem konkreta fel:

- Fel styrning: Företagets inriktning kan bli alltför kortsiktig för att gynna de som omfattas av systemet. Michael C. Jensen, professor vid Harvard i USA har i flera uppsatser och skrifter⁹ pekat på att företagsledningar och VD i praktiken får betalt för att ljuga. Budget- och redovisningssystem, som är tänkta att vara till stöd för god företagsledning, blir i själva verket (själv)bedrägeriets viktigaste verktyg. Genom att lägga upp sin budget på ”rätt” sätt kan också usla resultat leda till höjd bonus och resultatlöner trots att utfallet, ur företagets och aktieägarnas synpunkt, blir sämre. De allra flesta inom näringsliv och offentlig förvaltning vet hur kostnader och intäkter kan flyttas över kvartals- eller årsskiften eller mellan dotterbolag för att styra resultaten.

⁸ Definierat av professor Karin S. Thornburn, Tuck School of Business, som företag som saknar ägare eller ägargruppering med mer än 20 procent av rösterna.

⁹ Bl a ”Paying People to Lie: The Truth About the Budgeting Process” fr september 2001. I Sverige har Jan Wallander bl a i den mycket läs- och tänkvärda boken ”Budgeten - ett nödvändigt ont” (SNS 1995), pekat på de risker en stelbent budgetstyrning för med sig.

- Fel signaler: Genom alltför riklig belöning för tveksamma resultat skickar systemet fel signaler till andra anställda och till företagets omvärld. De som inte blir lika rikligt belönade blir naturligtvis missnöjda och deras lojalitet mot företaget kan svikta.
- Fel personer belönas eftersom höga vinster inte sällan är en följd av tidigare chefs insatser eller av arbete som har utförts längre ner i företagshierarkin.
- Fel rekrytering: Det är inte alls säkert att det är de girigaste cheferna som företagen behöver för att utvecklas väl. Kan styrelsen inte förmå chefen att göra sitt bästa eller sträva mot fastlagda mål utan extra ersättning har man förmodligen valt fel chef.
- Fel riktning: Systemet har, i de allra flesta fall, byggts så att några kan belönas rikligt när allt går bra, men riskerar inte att förlora något om det går dåligt.

Det besynnerliga i debatten om bonuslöner är att det finns en rad forskningsrapporter som visar att det inte finns något signifikant samband mellan företagets utveckling och ersättningsformerna för ledningen.¹⁰ De som förespråkar systemet, som regel de som själva gynnas av det, använder sig av närmast anekdotiska ”sanningar” om detta samband.

I fenomenet incitament ingår inte bara belönings-system för enskilda tjänstemäns löner utan alla de styrsignaler som används inom företaget – allt från ersättningar och olika förmåner till väl formulerade deklarerationer om företagets vision, mission och mål.

De snedvridande incitamenten påverkar inte bara enskilda aktörers ersättningar utan hela företags möjlighet, vilja och inriktning att – i varje fall kortsiktigt – redovisa mycket höga vinster.

Avkastningskraven har under senare år i många branscher, framförallt i finanssektorn hamnat på uppemot 20-25 procent, trots att inflationen sjunkit till cirka 2 procent. De svenska storbankernas avkastning på eget kapital har sedan 90-talets bankkras legat på mellan 15 och 20 procent – lysande resultat! Dessa

vinstkrav har smittat av sig på industrin i övrigt, som ibland lockats, eller av sina ägare tvingats, till allt mer kortsiktiga affärer vilket i sin tur gått ut över balansräkningarna med sjunkande soliditet som följd.

Följden har blivit att företagen kanske avstått från traditionella investeringar i industriell produktion som inte kan generera den typen av vinster på kort tid. I stället har man lockats till kortsiktiga och riskfyllda placeringar och/eller förvärv och fusioner. Att de senaste årens enorma vinstkrav inte är uthålliga visar sig nu när finanskris och lågkonjunktur präglar verkligheten. Företagens och bankernas ointresse för effektiv riskkontroll kan förmodligen förklaras med dessa felaktiga incitamentsystem.

Marknadspsykologi och media

Aktörerna på marknaden styrs inte enbart av ”marknadsrationella” krafter. Assymetrisk information skapar övertag och underläge mellan aktörerna. Psykologiska faktorer leder till flockbeteende och önsketänkande. Marknaden kan inte alltid hantera det faktum att människor inte är ”Economic men”, utan också drivs av andra, för marknaden, irrationella krafter. En hel del av det senaste årets utveckling har styrts av rädsla och förtroendebrist. Bristande kunskap och dålig information har förmått också stora, kompetensrika företag och institutioner att agera kortsiktigt och riskfyllt.

I stället för att analysera vad som verkligen sker agerar beslutsfattare efter vad de tror att andra skall göra. Och dessa andra agerar i sin tur på vad de tror att dessa första och åter andra skall göra. Finansmannen George Soros hör till dem som tidigt varnat för denna cirkelanalys, reflexivity, som ett allvarligt hot mot rationellt tänkande och fundamental analys.

Marknadshysterin (vare sig det gäller köp eller sälj) sprider sig likt panik blixtnabbt. Ingen vågar

¹⁰ Se bl a: Grunditz, Johan and Lindqvist, Johan. (Göteborg 2004), CEO Compensation and Company Performance: “The results ...clearly indicate that there is no relationship between CEO bonus and company performance among Sweden´s Listed Companies.” och Chaterine M. Daily, Dan R. Dalton, Kelly School of Business som studerat 299 företag under 70 år och konstaterar att ”there is no relationship between equity holding by chief executives, management or board members and company financial performance.” Och Nordic Investor Services, NIS studie 2008: ”Inga tydliga samband mellan avkastning och aktierelaterade incitamentsprogram.”

ägna sig åt lugn och eftertanke eftersom det tar tid och under den tiden kan marknaden röra sig förödande fort. Det var detta marknadsmisslyckande som fick president Franklin D. Roosevelt att under depressionen mynta uttrycket ”The only thing we have to fear is fear itself.”

En aktiv part i denna utveckling är massmedia. Genom att starkt fokusera på nyheter som skapar ökad efterfrågan på lösnummer, tittare och lyssnare och därmed, när det gäller kommersiella media ökade annonsintäkter har massmedia en tendens att starkt underblåsa rådande tendenser. När börsen går upp fylls media med tips, analyser och köprekommendationer. Och då går börsen upp än mer. När börsen går ner handlar nyheterna om just kursras och förluster. Och då går börsen ner än mer.

Den hårda konkurrensen i branschen har också tvingat fram hårda besparingar och rationaliseringar. Det har naturligtvis gått ut över tids- och utrymmeskrävande analyser. Spalter och sändningar fylls bättre och billigare med enklare texter och snabbt gjorda intervjuer. Följden blir alltför ofta en okritisk rapportering och en brist på perspektiv och sammanhang. Källorna kan vara få, och de kan till och med vara parter som levererar nyheter av ett starkt egenintresse. Att använda massmedia för att pumpa den egna börskursen eller främja affärerna har utvecklats till en skön konst som behärskas av dyrköpta konsulter.

Därmed inte sagt att det inte finns analyserande och djuplodande texter som, i det här fallet tidigt varnade för bubblor i ekonomin och för de följder den nya ägarlösa kapitalismen kunde föra med sig. Problemet är att dessa dränktes i det dagliga flödet av skräpjournalistik. Och det är fullt naturligt. Den journalist som skriver varnande texter om en kommande jordbävning i Tokyo lär inte få något större genomslag. Den dag katastrofen inträffar blir nyheten desto större. Och då kommer kritiken mot att journalisterna inte varnade i tid.

Bruten förtroendetriangel

Det finns slutligen en förklaring till att en del av de fenomen som beskrivits ovan har kunnat uppstå och utvecklas. Det gäller brottet mot den förtroendetriangel-

el som en så stor del av samhället bygger på – sambandet mellan regler, sanktioner och övervakning.

Regler som inte övervakas och/eller inte beivras lär i längden inte åtlydas. När polisen struntar i småbrotten ökar de efterhand och betraktas kanske inte ens som brott. Hastigheterna på vägarna tycks hållas först när fartkamerorna kommer upp. Regler där straffet inte står i proportion till den fördel som man kan tillskansa sig genom ett regelbrott, åtlyds i längden inte. Om det kostar ungefär lika mycket att parkera fel under en vecka som att betala avgiften i parkeringshuset är det lätt att bli felparkerare. Slutligen, om samma organ sköter såväl reglerna som kontrollen och bestraffningen uppstår lätt både missbruk och misstankar om jäv, och otillbörlig hänsyn. När Vägverket inte bara beslutar om vägar utan upphandlar och bygger i egen regi samt kontrollerar och övervakar byggandet blir myndighetens roller lätt sammanblandade – i synnerhet om en del av verksamheten bedrivs på kommersiella villkor.

Finansmarknaden uppvisar goda exempel på alla tre områden. Både i Sverige och i många andra länder är marknads övervakningsmyndigheter sorgligt underbemannede och inte heller alltid försedda med rätt kompetens. Det har gjort att de har kunnat användas som rundningsmärken eller genom att man valt att arbeta utanför deras jurisdiktion. Och när företag brutit mot reglerna och verkligen åkt fast är påföljden i form av böter ofta långt under vad de har kunnat tjäna under den tid brottet begåtts.

När – vilket är vanligt i Sverige – en myndighet både skriver regelverken, kontrollerar dem och dömer ut sanktionerna kan rättssäkerheten bli lidande. Tankarna om en uppdelning av makt och ansvar som bl a Montesquieu utvecklade har inte ännu slagit rejäl rot i Sverige. Det finns också anledning att fundera över den svenska sk bolagskoden som formellt är frivillig men i praktiken är ett tvingande regelverk för börsnoterade bolag. Koden förvaltas och övervakas av en organisation (börsen) som i praktiken styrs av de storföretag som ska övervakas. Den formen av ”självreglering” används flitigt på just finansmarknaden i Sverige. Tanken bakom detta syns lika vacker som den om marknads självkontrollerande krafter – och lika fundamentalt otillräcklig.

4 Förändringsförslag

Av den genomgång som vi har gjort av problem och orsaker till finanskrisen framgår med all önskvärd tydlighet att det krävs genomgripande reformer för att undvika, eller i vart fall minska effekterna av nästa kris på den finansiella marknaden.

Under de senaste månaderna har det först fram en hel del förslag, några mer konkreta än andra.

Det för närvarande mest aktuella och relevanta dokumentet är det som tagits fram på uppdrag av EU inför G20-mötet i april 2009. Bakom detta finns en grupp experter under ordförandeskap av Jacques de Larosiere. Bland annat föreslås en internationell samordning av regelverken och samarbete för att uppnå ett mer omfattande kontroll- och övervakningssystem av hela den finansiella sektorn inom EU. Detta dokument har nu även antagits av EU-kommissionen som underlag för deras reformagenda.

I USA har den nya administrationens finansminister Timothy Geithner lagt fram ett förslag för att bland annat förmå finansindustrin att flytta över huvuddelen av derivathandeln till börserna. Bakom detta ligger missförhållanden i den s k OTC-handeln som bl a inneburit att värdepapper för miljarder har handlats ”over-the-counter” utan registrering och kontroll.

En stor del av de viktigaste förändringarna kan och bör ske genom en reformering av det s k Bretton Woods-systemet. Systemet skapades av de västliga industriländerna för 65 år sedan. IMF:s uppgift var att bevara makroekonomisk stabilitet och fasta växelkurser i västvärlden. För att främja världshandeln och för att finansiera återuppbyggnaden av Europa efter andra världskriget bildades en parallell institution, the International Bank for Reconstruction and Development (IBRD), mest känt som Världsbanken. Nu är nästan alla världens länder med i IMF och Världsbanken och uppdragen har fått många fler dimensioner. Organisationerna har gradvis och till dels anpassats till de nya förutsättningarna, men reformbehoven är fortsatt mycket stora.

Av den internationella debatten kan man få intrycket att listan på reformer är lång. Problemet är att det är ont om verkligt konkreta förslag kring vem

som bör göra vad och hur det i så fall skall kunna genomföras.

Debatten har också huvudsakligen fokuserat på dagens akuta kris, inte minst i Sverige. Detta är, menar några helt rätt. Två ansedda amerikanska ekonomi-professorer, Anil Kashyap och Fredric Mishkin, skrev i Financial Times (10/3–09) en artikel där rubriken ”Put out the fire before fixing the sprinkler” väl sammanfattar budskapet. Riksgäldsdirektör Bo Lundgren är inne på samma linje när han svarar på frågan om det finns anledning att ändra något i det övergripande internationella regelverket:

– Det kanske det finns, men det finns anledning att ta god tid på sig. Nu handlar det om att hantera den här krisen.

Vi menar tvärtom att det är fel och dessutom farligt att nu enbart ägna sig åt kortsiktig krishantering och lägga de långsiktiga strukturella problemen åt sidan. Vi tror att det är just i ett krisläge som brister och fel blir tydliga. Det är också lättare att då genomdriva de nödvändiga reformer som kan behövas på global, regional och nationell nivå.

Chefen för den brittiska finansinspektionen, Adair Turner, har beskrivit sin syn på bristerna i de globala finansiella regelverken på följande sätt:

“Regulators were too focused on the institution-by-institution supervision of idiosyncratic risk: central banks too focused on monetary policy tightly defined, meeting inflation targets. And reports which did look at the overall picture, for instance the IMF GFSR sometimes simply got it wrong, and when they did get it right, for instance in their warnings about over rapid credit growth in the UK and the US, were largely ignored.” (Turner)

Han sammanfattar några av de viktigaste områdena på finansmarknaden där förändringar krävs. I det följande har vi emellertid gjort listan ännu längre.

4.1 IMF i dag

Den pågående krisen understryker med skärpa att de internationella institutioner som skulle hantera de

transnationella och globala finansiella marknaderna måste reformeras. Dessa institutioner, IMF, VB m fl måste bidra inte bara till en ekonomisk utveckling som är hållbar över tiden utan också till en utveckling som tar hänsyn till fördelningen av ekonomisk makt och resurser mellan världens länder, minskar fattigdomen och bidrar till att hejda klimatförstörelsen. Det är högt ställda krav men nödvändiga och realistiska. Utmaningarna gäller mycket mer än den globala finansmarknadens funktionssätt och de borde få konsekvenser för många globala och transnationella institutioner. Här fokuserar vi på IMF:s roll och struktur, men gör det utifrån detta grundläggande perspektiv.

IMF är idag den globala institution som formellt har ansvaret för att bevara den finansiella stabiliteten och gripa in för att förhindra kriser, eller hantera kriser när de väl har uppstått. Så har det inte alltid varit. IMF bildades av de västliga industriländerna efter andra världskriget och var då en västlig, regional organisation. Efter avkoloniseringen och Sovjetunionens sammanbrott har medlemskapet vidgats. Nu är nästan alla världens länder med och IMF:s uppdrag har fått många fler dimensioner. Uppdrag som organisationen varken getts medel eller möjligheter att lösa på ett tillfredsställande sätt. Bristerna finns både i den institutionella uppbyggnaden, i verksamhetens inriktning och i de reella möjligheterna att agera. Listan över brister blir lång:

- Den verkställande ledningen domineras av länder från västvärlden.
- Systemet för att vikta ländernas röstetal är baserat på en gammal formel, där bruttonationalprodukten ges störst vikt. EU:s andel av total världs-BNP är emellertid betydligt lägre än dess röstetal. Skulle PPP (länders produktion mätt i köpkraftsparitet) ersätta BNP som mätetal skulle västvärldens andel minska kraftigt till förmån för tillväxtekonomierna. Skulle folkmängden vägas in skulle kvoter och röstetal skifta ytterligare. De reformer som genomförts och som nu diskuteras innebär endast marginella förskjutningar.

- Alla reformbeslut måste tas med 85 % majoritet. USA har vetorätt eftersom man har mer än 15% av rösterna.

- IMF:s chef skall vara europé.¹¹
- Medlemsländernas finansiella sektorer utvärderas inom ramen för ”Financial Sector Assessment Programs (FSAP)”. Deltagandet är frivilligt, de flesta länderna är med – men varken Kina eller USA deltar i programmet.
- Det blir allt viktigare att bevaka riskerna för globala och regionala obalanser. Fonden bedriver arbete inom detta fält och presenterar sina analyser två gånger om året. Den senaste utvecklingen visar att mer behöver göras, inte minst när det gäller gränsöverskridande risker och koppling av analyserna till förslag på åtgärder.
- De viktigaste slutsatserna i de olika stabilitetsrapporterna presenteras som policy-rekommendationer. Länder som är beroende av stöd från IMF är tvungna att lyssna på vad IMF har att säga och följa dess rekommendationer. Andra medlemmar tar minst sagt lätt på råden.
- IMF:s råd till låntagarländerna – och villkoren för långivning – har varit hårt fokuserade på kortsiktig makroekonomisk balans.
- IMF har enbart en marginell roll när det gäller att hantera kriser som har sitt ursprung i den rika delen av världen. I praktiken hanteras sådana kriser i första hand av olika informella konstellationer av finansministrar och centralbankschefer från de största länderna.

Varken IMF, eller någon annan institution förutsåg den senaste krisen.¹² Däremot har man de senaste åren varnat för de risker som fanns inbyggda i de makroekonomiska obalanserna. Ingen förutsåg heller krisens spridningskraft och styrka när den väl börjat. Hanteringen av den nuvarande krisen är samtidigt ett tydligt bevis på att handlingskraften och makten att påverka till stora delar ligger utanför IMF.

¹¹ USA och Europa har fördelat chefsposterna för Världsbanken och IMF mellan sig. Världsbankens chef skall sålunda alltid komma från USA.

Om det finns någon samordnad global krishantering ligger den i första hand i de olika G-grupperingarna. Rollen från G-7, G-8 har denna gång tagits över av G-20. En slutsats som många drar är att man bör acceptera verkligheten, formalisera G-20 och ge denna grupp en överordnad roll när det gäller de globala och transnationella aspekterna av finansmarknaden. Många frågor skulle dock i så fall förbli olösta.

G-20 är ingen global sammanslutning. Med i G-20 är de 19 största ekonomierna samt EU. Med undantag av EU representerar de deltagande länderna endast sig själva. De största EU-länderna har samtidigt dubbel representation genom att de är med också som enskilda deltagare. De fattigaste länderna och många mindre tillväxtekonomier har ingen representation alls i G-grupperna.

G-grupperna är tillfälliga konstellationer utan egna resurser och deras arbete är av rådgivande karaktär och inga bindande beslut fattas. Världsbanken, IMF, OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) och flera andra internationella organisationer tar dock betydande intryck av gruppernas synpunkter. De konkreta förslag som kom ut från G-20-mötet i mars i år, vid sidan av försiktiga förslag om att reglera finansmarknaden, gick till stor del ut på att förstärka IMF:s lånekapacitet på olika sätt.

Om G-20 skulle ersätta IMF måste en ny IMF-liknande institution byggas upp. Är lösningen då att formalisera G-20:s informella makt och göra gruppen till det formella styrorganet för IMF? G-grupperna kommer att finnas kvar. Men de är ingen lösning på IMF:s reformbehov.

4.2 Ett reformerat IMF

På sitt sätt har finanskrisen gett nytt liv åt ett tynande IMF. Under den långa högkonjunkturen och med ökat fokus på de olika G-gruppernas arbete har IMF helt enkelt inte haft någon roll att spela i världsekonomin. Nu har lånebehoven ökat och fonden har fått och utlovats betydande kapitaltillskott. Den extrema

fokuseringen på kortsiktig makroekonomisk balans som lånevillkor i länder med statsfinansiell kris har lättats upp något, inte minst mot bakgrund av vad som händer i Europa och USA. En ny lånemekanism, eller garantisystem, har skapats för att kunna ge stöd åt tillväxtekonomier som plötsligt tappat stora delar av det privata kapitalinflödet. De speciella dragningsrätterna diskuteras åter. Men det mesta återstår att göra för att tillväxtekonomier och de fattiga länderna ska känna tilltro för fonden och för att de rika medlemmarna ska bry sig om vad fonden säger.

Ledning, styrelsesammansättning och röstetal

Man kan dela upp IMF:s medlemmar i huvudsak i tre grova kategorier: långivarländer, låginkomstländer som kan få begränsade lån under speciella villkor och tillväxtländer som kan behöva lån vid akuta betalningsbalanskriser. Fonden kan ses som en kreditförening där medlemmarna antingen är långgivare eller låntagare. Men fonden är framför allt en global institution med uppdrag att främja global finansiell stabilitet. Detta ställer krav på samtliga medlemmar och på deras vilja att samarbeta. Båda perspektiven måste beaktas när styrelseformer och röstetal diskuteras.

IMF:s formella styrelse består av varje medlemslands finansminister/centralbankschef. De träffas en till två gånger per år. Någon verklig styrning från detta organ äger inte rum.

Medlemmarna är indelade i 24 valkretsar. Bland EU:s medlemsländer utgör Tyskland, Frankrike och Storbritannien var för sig egna valkretsar. Därutöver finns EU-medlemmar i sju andra valkretsar. Sverige finns med i en nordisk-baltisk valkrets. Nästan alla afrikanska länder söder om Sahara är fördelade mellan de två största valkretsarna, men uppdelningen av valkretsarna är inte entydigt geografiskt baserade.

¹² Däremot fanns det enskilda individer som såg riskerna.

Direktörerna för valkretsarna utgör fondens styrgrupp under ledning av den verkställande direktören.

För varje medlemsland beräknas en ”medlemsandel” – en kvot – som i princip bygger på landets ekonomiska styrka. Ländernas röstetal, baseras på detta mått. Till detta får varje land att antal basröster. Kvoterna resulterar i helt orimliga fördelningar av röstetalen. USA har t ex 17% av rösterna, Kina 3,7%. Sverige har 1,1% medan Indien har 1,9%, Brasilien 1,4% och Belgien 1,2%.

Ad hoc justeringar har genomförts och planeras, men ingen genomgripande reform har ägt rum. Varken tidigare eller nuvarande svenska regeringar har drivit på för en radikal reform. Här krävs snabba och resoluta beslut om inte IMF åter skall hamna i bakvatten:

Styrningen av IMF:

Förslag

- Helt nya kvoter måste beräknas baserade på aktuella ekonomiska data. Medlemsländernas röstetal måste delvis baseras på dessa kvoter. Samtidigt måste en rimlig balans skapas mellan röstetal baserat på ekonomisk styrka och röstetal som avspeglar medlemsländernas gemensamma intressen. Detta skulle kunna avspeglas i varje lands basröster, men också genom att folkmängd vägs in som en faktor när kvoterna beräknas.
- Inget land skall ha vetorätt.
- Indelningen i valkretsar måste ändras i grunden. Snedfördelningen till förmån framförallt för Europa och till nackdel framförallt för de stora tillväxtekonomierna måste rättas till. Valkretsarna bör vara regionalt baserade och antalet medlemmar i en valkrets bör maximeras. Europa bör representeras av förslagsvis två stolar, en för EMU-medlemmar och en för övriga.
- IMF:s direktör skall tillsättas i en öppen process och valet baseras enbart på meriter och inte på geografisk hemvist.
- IMF:s styrelse måste förändras så att den blir en

verklig styrelse som kan ta ansvar för och påverka verksamheten. Styrelsens sammansättning skall baseras på den nya regionala indelningen i valkretsar.

- Styrelsens representanter skall väljas inom varje regional valkrets.
- De årliga mötena med samtliga medlemsländers finansministrar kan vara kvar.

Nytt ekonomiskt världsråd

Inga institutionella reformer kommer runt det faktum att de starkaste ekonomierna i praktiken kommer att ha den största makten, eller att de analyser och förslag som produceras inom olika institutioner färgas av dessa maktrelationer och interna kompromisser. En kraftfullare och tydligare ledning av IMF är viktigt, men är inte svaret på just detta problem.

Därför behövs:

- En panel eller ett ”Ekonomiskt världsråd” som består av ett begränsat antal framstående experter med olika bakgrunder och inriktningar med uppgift att analysera långsiktiga trender i världsekonomin och på de finansiella marknaderna, uppmärksamma risker i utvecklingen, identifiera brister i de globala ekonomiska och finansiella strukturerna och presentera förslag på samlade åtgärder på global nivå.
- En särskild fond med bidrag från IMF:s medlemsländer för att finansiera rådets arbete. Ledamöterna i rådet kan utses av IMF:s styrelse på förslag av en valberedning som skall bestå av oberoende experter och väljas för en begränsad tidsperiod. Rådet ska ha tillräckligt med resurser för att kunna lägga ut kvalificerade analysuppdrag som motsvarar omfattningen av de globala ekonomiska utmaningarna. IMF kan vara en organisation som mottar analysuppdrag. Arbetet ska ske under stor öppenhet och offentlig granskning.

Speciella dragningsrätter – en nygammal global reservvaluta

De globala obalanserna i sparandet är en viktig, kanske den viktigaste, förklaringen till dagens kris. USA har kunnat låna från överskottsländerna i egen valuta. Många länder, framförallt Kina men också andra, har velat bygga upp sin valuta-reserv för att skapa ökad säkerhet och har nu stora dollartillgodohavanden. Dollarns roll som reservvaluta har bidragit till att USA kunnat leva långt över sina tillgångar och därmed bidragit till dagens globala obalanser.

Ett embryo till en mer generell reservvaluta finns redan genom IMF:s ”Speciella Dragningsrätter, SDR”. Något förenklat kan de sägas vara IMF:s speciella valuta-reserv.¹³ Dragningsrätterna fördelas mellan medlemsländerna i proportion till varje lands kvot. Värdet bestäms av en korg av valutor, f n euro, brittiska pund, yen samt amerikanska dollar. Vikterna i korgen omprövas vart femte år. Som ett led i krishanteringens beslutade G-20 i mars i år att ge IMF befogenheter att öka dragningsrätterna med motsvarande 250 miljarder US dollar. Genom att också fördelningen av tillskottet baseras på nuvarande kvoter blir emellertid tillskottet mycket skevt fördelat.

Förslag

- En ny global reservvaluta skapas baserat på ett reformerat och utvidgat system med speciella dragningsrätter. Fördelningen av dragningsrätterna ska baseras på de omräknade kvoterna för medlemsländerna och antalet valutor i korgen vidgas till att omfatta bl.a. renminbin.

Regionala IMF

Även om dagens kris snabbt utvecklades till en global kris har finansiell stabilitet och finansiella risker

ofta en huvudsakligen regional dimension. Som en följd av detta har också regionalt samarbete kring finansmarknadsfrågor vuxit fram. Tydligast är detta inom EU men samarbetet utvecklas också i Asien och i andra delar av världen. Regionala analyser av finansmarknadernas utveckling och reformbehov kan komplettera, nyansera eller ge motbilder till IMF:s och ett framtida Ekonomiskt Världsråds bilder. Möjligheterna till ett konkret och praktiskt samarbete kring finansiella kriser är sannolikt större på regional nivå. Men ett regionalt samarbete kring finansmarknadsfrågor ersätter inte IMF. De globala aspekterna måste fortfarande hanteras på global nivå.

Förslag

- Regionalt samarbete och ansvar för finansmarknadsfrågor skall välkomnas och stödjas. ”Regionala IMF” (som i Europa motsvaras av EU, men behöver vidareutvecklas också där) är inte regionala IMF-kontor, utan självständiga enheter som växer fram regionalt.
- En förändring av IMF:s valkretsindelning så att den bygger på regional representation skulle främja en sådan utveckling. Regionala institutioner måste skapas för att samordna agerandet inom valkretsen och för att välja de regionala styrelse-representanterna.

Policyfrågor

IMF:s verksamhet måste ännu tydligare än i dag anpassas till de nya utmaningar som globaliseringen skapar. Följande förslag är långt ifrån heltäckande men kan vara en början:

Förslag

- IMF:s övervakningsroll måste fokuseras på de risker som finns i globala och regionala obalanser, de risker som finns i finansiella ”mis-matcher” i tid och

¹³ “The SDR is neither a currency, nor a claim on the IMF. Rather, it is a potential claim on the freely usable currencies of IMF members. Holders of SDRs can obtain these currencies in exchange for their SDRs in two ways: first, through the arrangement of voluntary exchanges between members; and second, by the IMF designating members with strong external positions to purchase SDRs from members with weak external positions.” (Källa: IMF:s hemsida).

valutor och de risker för spridningseffekter som finns i detta. Traditionella länderanalyser kan ges mindre vikt än idag.

- Brister i reglerings- och övervakningssystemen måste ges större uppmärksamhet och påtalas.
- Transnationell finansiell integration inom t ex banksektorn har vuxit i betydelse. Varken globala, regionala eller nationella regelverk och övervakningssystem är anpassade till detta. IMF och regionerna måste, som övervakare av transnationella stabilitetsrisker också ta en aktiv roll som övervakare av de nationella och regionala tillsynsorganen och deras sätt att arbeta.
- Rekommendationer till länder att öppna upp sina kapitalmarknader måste anpassas till styrkan i det enskilda landets finansiella institutioner.
- I fondens rekommendationer för hur makroekonomisk stabilitet skall uppnås, och i de villkor som ställs för fondens lån måste tydligare avvägningar göras mellan stabilitet, tillväxt och fattigdomsbekämpning på längre sikt.
- IMF, men också andra organ, måste analysera effekterna över tiden av de växande pensionsfonderna på finansmarknaden och de globala flöden som dessa resulterar i. De risker som är förknippade med dessa bör övervakas och hanteras.

4.3 Internationella organisationer för regelverk och tillsyn

The Bank for International Settlement, BIS, bildades på 30-talet med uppgift att främja internationellt samarbete kring finansmarknadsfrågor och fungera som ”Centralbankernas bank”. BIS har nu 55 medlemmar.

Många organisationer eller kommittéer som arbetar med frågor kring finansiell stabilitet och den globala finansmarknaden har sina kontor i anknytning till BIS. Det gäller t ex både sekretariatet för Basel-kommittén för banktillsyn och sekretariatet för Financial Stability Board (tills för några månader

sedan Financial Stability Forum). Basel-kommittén hade ursprungligen elva medlemmar (G-gruppen G-10), men består numera av medlemmar från Australien, Belgien, Brasilien, Kanada, Kina, Frankrike, Tyskland, Indien, Italien, Japan, Korea, Luxemburg, Mexiko, Holland, Ryssland, Spanien, Sverige, Schweiz, Storbritannien och USA. Denna kommitté tar fram standarder, riktlinjer och rekommendationer som är normgivande för många tillsynsmyndigheter. Regelverken i Basel I och Basel II har arbetats fram av denna kommitté.

Financial Stability Forum bildades 1999 av G-7 länderna, med uppgift att bevaka risker på den finansiella marknaden och att skapa regleringar och övervakningssystem som kan motverka dessa risker. G-20 mötet i London i mars i år beslöt att döpa om Financial Stability Forum till Financial Stability Board, FSB, och att vidga dess medlemskap till att omfatta alla G-20 länderna plus en handfull ytterligare (dock inte Sverige).

4.4 Basel 3 – ett reviderat gemensamt regelverk

Det behövs regelverk både på makro- och mikronivå för att reglera finansmarknaderna. Reglerna på mikronivå syftar till att undvika riskfyllt beteende på företagsnivå. På makronivå ska regelverket minska riskerna för spridningseffekter i marknaden. Regelverk för att motverka systemrisk saknas, eller är frivilliga och utnyttjas då i liten utsträckning. Ett närliggande exempel är Swedbanks och SEB:s stora engagemang i Baltikum och Ukraina, med valutarisker och stundtals en mycket aggressiv marknadsföring, men utan ingripande från Riksbanken och Finansinspektionen förrän på ett mycket sent stadium.

En starkt bidragande orsak till krisen har emellertid också varit de regelverk som styr individuella banker, försäkringsbolag och företags ekonomiska redovisning och som syftar just till att undvika kriser. Både i bankernas (Basel 1 och Basel 2) och företagens (IFRS och US Gap) regelverk är en viktig del hur tillgångar skall värderas. I de senaste reglerna används principen ”mark to market”. Det innebär att

tillgångar ska tas upp till marknadsvärdet på bokslutsdagen, till skillnad från äldre regler där tillgången värderades efter inköpspris minus avskrivningar.

För bankernas del skapar reglerna, som beskrivits tidigare, en kraftig procykliskitet som förstärker konjunktursvängningarna. Vid en lågkonjunktur sjunker värdet på både bankens egna tillgångar och låntagarnas säkerheter. Banken måste då antingen öka sitt eget kapital och/eller dra ner på sin utlåning. Det senare förstärker då lågkonjunkturen.

En viktig funktion för banker och andra finansinstitut är att matcha sparande och kreditefterfrågan med olika tidsprofiler. Den risk som detta skapar hanteras i normala tider t.ex. genom internupplåning mellan banker. När kriser uppstår, blir krediter svårare att förnya, likviditetsproblem uppstår och krisen i finanssektorn förstärks.

Regelverket har tillåtit fenomen som tillgångar ”off balance sheet” och ”shadow banking”, vilka anses höra till förklaringarna till dagens kris. Transparensen grumlats, ägare, kunder och placerare kan omöjligt värdera de risker banker och finansföretag tagit på sig.

Gemensamt regelverk

Förslag

- Alla internationellt verkande finansinstitut skall övervakas och kontrolleras av IMF. IMF skall också föreslå ändringar/skärpningar i regelverken när brister uppdagas och i takt med förändringar på den globala finansmarknaden.
- Begränsa möjligheterna att ha tillgångar ”off-balance-sheet” och tvinga, med hjälp av regelverket fram en öppen redovisning av dessa.
- Alla nya finansinstrument ska granskas och godkännas av det nationella tillsynsorganet med krav på behov, öppenhet och begriplighet.
- Alla derivat skall handlas över börs.
- Banker som ägnar sig åt in- och utlåning till allmänhet och företag skall inte samtidigt bedriva aktiehan-

del i egen bok och företagsaffärer.

- Internationella och nationella regler måste utformas så att de fokuserar på systemriskerna som kan vara globala, transnationella, regionala eller nationella. Regelverken måste så långt som möjligt vara bindande, annars förefaller kortsiktiga bedömningar att ta överhanden.
- Identifiera systemviktiga institutioner, dvs banker och institutioner vars verksamhet är så stor och /eller så inriktad att landets hela finansiella system hotas om de skulle hotas av eller gå i konkurs. Dessa måste underkastas hårdare regler och övervakas mer intensivt.
- Andra banker och finansföretag måste tillåtas gå i konkurs så att ägaransvar kan utkrävas.

Kapitaltäckningskrav

- Ändra kapitaltäckningsreglerna så att de blir kontraproduktiva. Detta kan t ex göras genom att ställa ökade kapitalkrav i takt med att tillgångarna värderas upp och utlåningen/utväxlingen i förhållande till givna tillgångar (som då inte kan värderas rakt av enligt mark-to-market-principen) ökar mer än genomsnittligt.
- Ompröva mark-to market principen och skapa en värderingsmetod med mindre häftiga svängningar.
- Krav på likviditet formuleras i förhållande till de risker som sk mis-match i tid och mellan in- och utlåning kan skapa i en krissituation.

4.5 Tillsyn och insyn

Bland de viktigaste erfarenheterna av krisen är att det brister både i myndigheternas tillsyn och i marknaden och aktieägarnas insyn. Hade dessa vetat och förstått vad som skedde och vilka risker banker och finansföretag tog skulle finanskrisen aldrig inträffat, eller åtminstone inte fått ett så häftigt förlopp.

Det finns alltså all anledning för såväl de internationella som de nationella tillsynsmyndigheterna

att se över sina regelverk och sin kontrollkapacitet. Uppgiften bör vara att granska att regelverk följs, varna i tid för risker och ingripa för att förhindra att risker övergår i kris. Tillsynen måste ske på global, regional och nationell nivå och måste omfatta både tillsyn av enskilda institutioner och risker för spridningseffekter.

Gränslös kontroll

IMF bör få rollen av en internationell finansinspektion som ser till att de nationella finansinspektionerna sköter sitt jobb. IMF kan också bistå länder som saknar effektiva tillsynsmyndigheter att bygga upp dessa.

Inom EU finns ett förslag inom ramen för de Larosièrere-rapporten om att en central europeisk ”finansinspektion” ska inrättas, European System of Financial Supervisors (ESFS). Inom ramen för detta samarbete föreslås de nationella inspektionerna fortsätta att sköta den dagliga övervakningen. Uppgiften blir också att utveckla samarbetet mellan myndigheterna och ESFS och skapa ”colleges of supervisors” (en samarbetsgrupp för inspektionerna) för att övervaka gränsöverskridande institutioner. ESFS skall också stärka den regionala krisbevakningen och krishantering. Rapportens förslag är ett viktigt steg i rätt riktning. ESFS skulle kunna fungera som ett regionalt IMF när det gäller tillsyn.

Öppenhet och insyn

Förslag

- De internationella och nationella myndigheternas regelverk skall genomsyras av kravet på öppenhet, insyn och begriplighet både när det gäller företagens redovisningar och de produkter som marknadsförs.
- Institutioner som tillhandahåller eller förmedlar värdepapper och sparprodukter av andra slag (banker, börser m fl) skall säkerställa att informationen kring produkterna och deras utveckling blir korrekt och tydlig för den målgrupp till vilken den riktas.
- IMF bör kontrollera att de nationella övervaknings-

myndigheterna skapar former och institutioner för ett aktivt konsumentskydd på den finansiella marknaden.

- Det nationella övervakningsorganet skall ha rätten och skyldigheten att förbjuda handel där informationskravet inte uppfylls.
- Konsumenterna på finansmarknaden, sparare och placerare, skall ges samma produktskydd som läkemedels- eller livsmedelsköpare. De nationella tillsynsorganen skall godkänna, eller underkänna, produkter på samma sätt som sker med läkemedel eller livsmedel.

Stopp för skatteparadisen

Förekomsten av skatteparadis har underlättat för finansiella företag att kringgå regelverk och undvika beskattning i det egna hemlandet. Det pågår nu ett arbete som resulterat i en rad nya överenskommelser men ytterligare begränsningar för skatteparadisen behövs. Det kan ske genom påtryckningar från de stora ekonomierna och överenskommelser som stoppar alla ekonomiska transaktioner med dessa länder.

Bolagskod och incitament

Mellan marknad och reglering finns en arena för institutionernas egna samverkan och självreglering. Balansen mellan marknad, reglering och sektorns egna etiska ansvar är inte given. Mycket av både den teoretiska och politiska debatten om finansmarknads roll och funktion kretsar kring dessa frågor. Den senaste krisen har visat att sektorn i flera avseenden inte mäktat med att ta sitt eget ansvar. Det gäller inte minst information till aktieägarna och det närmast perversa incitamentssystem som bidragit till krisen.

En del av de problem som visat sig under finanskrisen kan motverkas av en uppförandekod. Koden kan ge rekommendationer och riktlinjer inte minst när det gäller ersättningsfrågor, öppenhet, insyn och redovisning.

Förslag

- En bolagskod skall ”ägas” av en institution styrd av en majoritet av oberoende experter. Den bör vara föremål för fortlöpande revidering och anpassning till förändringar i marknaden.
- Koden bör i normalfallet rekommendera företagen att inte använda rörliga ersättningar eller bonussystem för högre chefer.
- Om rörliga ersättningar ändå införs skall aktieägarna bli väl informerade om hur dessa beräknats och på vilket sätt ledningens prestationer väntas öka med hjälp av rörlig ersättning. All rörlig ersättning ska spegla verkliga prestationer.
- Om företag trots allt väljer denna ersättningsform bör den utformas så att det är det uthålliga och långsiktiga resultatet som kan ge en högre ersättning.
- Ersättningar, pensionsavtal och avtal om avgångsvederlag till styrelseledamöter och medlemmar av företagsledningen skall beslutas på bolagsstämman.

Revisorer och ratinginstitut

På den internationella marknaden domineras såväl revisions- som ratingbranschen av ett fåtal mycket stora företag. Oligopol-tendenserna är tydliga.

Att varken revisorer eller ratinginstitut slog larm om den finansiella sektorns avarter kan förklaras med både ekonomi och psykologi. Båda branscherna är till sin karaktär mycket enhetliga. Samma slags studenter rekryteras och ges en mycket likriktad utbildning. De få stora företagen arbetar på ett likartat sätt och sammantaget har detta sannolikt bidragit till flockbeteende, önsketänkande och en oförmåga att se trendbrott.

Det finns också ett starkt ekonomiskt beroende mellan de granskade och granskarna. Både när det gäller revisorer och ratinginstitut är det den granskade som beställer och betalar för att bli granskad. Risken är påtaglig för en skadlig intressegemenskap.

Förslag

- Staten måste skapa oberoende ratinginstitut.
- Ökad kontroll (via CESR¹⁴) av de privata kreditvärderingsinstituten.
- Uppmärksamma de psykologiska faktorerna mer i utbildning och forskning både i nationalekonomi och i företagsekonomi.

Företagsstyrning

Det institutionella ägandet, som beskrivits ovan, kräver nya former för företagsstyrning. När företag i praktiken saknat ägare har anställda tjänstemän i fonder anställt tjänstemän som företagsledare vilka i praktiken agerat som vore de ägare till företaget. Med den viktiga skillnaden att många av de fysiska aktieägarna såg sitt ägande och därmed företaget som ett mycket långsiktigt engagemang.

En ökad insyn i verksamheten kan ge de många mindre aktieägarna en chans att både förstå och i viss mån styra ”sitt” företag. Modern teknik gör detta möjligt.

Förslag

- Börsnoterade bolag skall göra det möjligt för alla att, via Internet, följa bolagsstämman. Aktieägare skall genom säker identifikation kunna rösta via Internet på bolagsstämman.
- En översyn av IFRS:s regler bör ske snarast.

4.6 Ansvar

Finanskrisen och dess följder har visat på behovet av samordnade ansvarsprinciper för såväl företag som organisationer. Grundtanken måste vara att med risk följer ansvar. Vi har berört problemet med ”moral hazard” och menar att tydliga, i förväg kända, rekommendationer och regelverk kan minimera skadeverkningsarna. Så till exempel måste det vara självklart att det i sista hand är aktieägarna som måste bära

¹⁴ CESR är den europeiska värdepapperstillsynskommittén (Committee of European Securities Regulators).

ansvaret för ett företags misskötsel. På samma sätt måste ledningspersoner i ansvarsställning bära ansvar för sina beslut och självklart inte belönas för sina eller företagets misslyckanden.

Det politiska systemet – regeringar, riksdagar och centralbanker – har ett stort ansvar för att behovet av reformer uppmärksammas i tid. Det är deras skyldighet att tidigt försöka förstå problemen och arbeta för en bättre balans mellan de globala marknadskrafterna och de kollektiva, långsiktiga intressena. Krisen har visat att de globala marknaderna behöver politiskt

samarbete och regelsystem för att fungera väl. För att detta ska vara möjligt måste nationalstaterna engagera sig mer i uppbyggnaden av övernationella institutioner. "Global Governance" saknas ännu inom många områden.

Det är vår förhoppning att den svenska regeringen med kraft engagerar sig i detta internationella reformarbete. Som EUs ordförandeland kommer Sverige under det kommande halvåret att erbjudas många tillfällen att få visa prov på ledarförmåga och statsmannaskap.

