

Finansiella kriser och skuld kriser

Dagens kris i ett historiskt
perspektiv

- Relativt god ekonomisk utveckling 1995 – 2007.
- Finanskras/bankkras bröt ut 2008.
- Idag hotande skuldkras.
- Perioden från finanskrasens utbrott och framåt kallas ibland för **The Second Great Contraction.**

Frågor:

- Vad orsakade finanskrisen?
- Är finanskrisen unik ur ett historiskt perspektiv?
- Leder finanskriser till skuldkriser?
- Vad kan vi lära av tidigare skuldkriser?

Några orsaker till finanskrisen

- Låga räntor i USA under lång tid.
- Ledde till ökad efterfrågan på bostäder som pressade upp bostadspriser.
- Lättnader i kreditgivning.

- Potentiellt riskfyllda bolån buntades ihop och paketerades om till CDO.
- Ratinginstitut bedömde risken i CDO.
- Underskattade riskerna fundamentalt.
- Skapandet av CDO var ett exempel på "financial engineering".

- "Financial engineering" tolkades av vissa som att vi gick in i ny era där finansiell riskspridning skulle bli mer effektiv än tidigare.
- Tolkades som att risk för framtida finansiella kriser var liten. IMF i april 2007:
- "the risks to the global economy have become extremely low and for the moment there are no great worries".

- Kombinationen av låga räntor samt lättvindig utlåning ledde efter hand till en kraftig överbelåning hos hushållen.
- Relationen mellan hushållens belåning och BNP växte.
- Fram till 1993 var denna relation runt 80%.
- År 2006 var denna relation 130%.

- USA har under lång tid haft underskott i bytesbalansen.
- Innebär att kapital har strömmat in i USA.
- Har bidragit till att pressa upp tillgångspriserna i USA.
- Samtidigt växte den finansiella sektorns andel av BNP från ca 4% på 1970-talet till nästan 8% år 2007.

- Har främjat tillväxten av "the shadow banking system".
- Utgörs av bland annat hedgefonder och investmentbanker (IB).
- IB förmedlar långsiktiga lån till organisationer och företag.
- IB gör även själv långsiktiga investeringar.

- IB tar inte emot inlåning från allmänheten.
- Istället sker finansiering genom upplåning på penningmarknaden med korta löptider.
- Således sysslar IB med vad som kallas "maturity transformation".
- Innebär att man transformerar kortsiktigt utbud av sparmedel till långsiktiga lån.

- IB:s vinster genereras av att långsiktig utlåning/investering genererar en högre avkastning än de räntor som man betalar på de kortsiktiga lånen.
- IB var inte lika hårt reglerade som reguljära banker.

- Innebar att IB inte behövde ha lika stora säkerheter som reguljära banker.
- Hävstången (leverage) per dollar eget kapital blir större.
- Hypotetiskt exempel:

Scenario 1:

$$\frac{\text{Eget kapital}}{\text{Skulder}} = 0,20$$

$$\frac{\text{Kassakrav}}{\text{Utlåning}} = 0,20$$

- Inlåningsränta 4% Utlåningsränta: 6%

- För 1\$ eget kapital kan IB låna 5\$.
- För 1\$ i kassa kan IB låna ut 5\$.

$$\text{Vinst: } 5 \cdot (0,06 - 0,04) = 0,1\$$$

- Avkastning: 10% på eget kapital.

Scenario 2:

$$\frac{\text{Eget kapital}}{\text{Skulder}} = 0,10$$

$$\frac{\text{Kassakrav}}{\text{Utlåning}} = 0,10$$

- Inlåningsränta 4% Utlåningsränta: 6%
- För 1\$ eget kapital kan IB låna 10\$.
- För 1\$ i kassa kan IB låna ut 10\$.

$$\text{Vinst: } 10 \cdot (0,06 - 0,04) = 0,2\$$$

- Avkastning: 20% på eget kapital.

- Slutsats: I goda tider innebär "leverage" att IB kan leverera hög avkastning på eget kapital.
- Det är också vad vi observerade under åren fram till 2007.
- Dock verkar hävstångsprincipen även i andra riktningen, dvs om IB börjar göra förluster urholkas reserverna snabbare ju större "leverage" IB har.

- Som exempel så hade Lehman Brothers 2008 en "leverage ratio" (totala tillgångar dividerat med eget kapital) på över 30.
- CDO baserade på bolån var en tillgång som IB investerade i samt förmedlade till sina kunder (både inhemska och utländska).
- Över tiden innebar det att stora mängder inhemskt och utländskt kapital fanns placerat i CDO:s.

- Innebar att om en finansiell kris drabbade USA skulle den ofelbart sprida sig över världen.
- Då fastighetsbubblan sprack 2008 tappade CDO i värde.
- Då många "shadow banks" hade stora innehav av CDO ökade marknadens misstro mot dessa aktörer och de kunde inte förnya sin kortsiktiga upplåning.

- Ledde till panikförsäljning av CDO för att kunna betala tillbaka de kortsiktiga lån som löpande förföll.
- Eftersom få ville köpa CDO föll dessa kraftigt i värde.
- Drabbade även andra finansiella aktörer med innehav av CDO. Deras balansräkningar försvagades.

- Dessa fick då i sin tur problem med den kortfristiga finansieringen och blev tvungna att sälja tillgångar.
- Lehman Brothers konkurs i september 2008 utlöste panik på penningmarknaden.
- Banker och andra företag kunde inte längre finansiera sin löpande verksamhet eftersom inga aktörer ville låna ut medel till rimlig ränta. Interbankhandeln upphörde.

- Federala regeringens respons:
 - Temporär garanti för aktörer med penningmarknadskonton.
 - USA:s centralbank köpte upp värdepapper på penningmarknaden.
 - Stort räddningspaket sjösattes där det bland annat ingick att köpa tillgångar och aktier i den finansiella sektorn.

- En konsekvens av dessa åtgärder har blivit att USA:s statsskuld har vuxit kraftigt.
- Denna effekt har förstärkts av svag konjunkturutveckling de senaste åren.
- Liknande scenario i många andra länder.
- Statsbankrutt hotar numera vissa länder.

Är denna finanskris unik?

- I ett historiskt perspektiv är bankkriser ett återkommande fenomen.
- Bankkriser tenderar att uppkomma under perioder då kapitalet är lätttrörligt mellan länder.
- Finns även en koppling mellan finanskriser och finansiell avreglering.

- En studie av Kaminsky och Reinhart visar att vid 18 av 26 studerade finanskriser hade den finansiella sektorn avreglerats någon gång inom den föregående femårsperioden.
- Generellt visar studier att viktiga tecken på en förestående finanskris är:

- Kraftigt stigande tillgångspriser.
- Avtagande tillväxt.
- Stora bytesbalansunderskott som indikerar stora kapitalinflöden.
- Kraftig skulduppbyggnad (både privat och offentlig).

Effekter av en finanskris

- Efter en fastighetsbubbla tar det relativt lång tid för fastighetsmarknaden att återhämta sig.
- När det gäller värdet på finansiella tillgångar så brukar de återhämta sig relativt snabbt efter en finanskris.

- Den finansiella sektorn tenderar att krympa efter en finanskris.
- Tillväxten de närmaste åren efter en finanskris är ofta blygsam.
- Vid en bankkris stiger statsskulden i genomsnitt med 86% under de kommande tre åren (Rogoff och Reinhart).
- Finanskris brukar åtföljas av skuldcrisis.

Skuldskris ("default")

- Många länder har defaultat på sin utlandsskuld genom historien.
- Stor variation i hur skuldsituationen ser ut då länder defaultar.
- Ett land kan "defaulta" på flera olika sätt.

- Vägra betala skulden (Ryssland 1918).
- När Ryssland 69 år senare ville börja låna på den internationella kapitalmarknaden var man dock tvungen att göra en symbolisk slutbetalning på skulden från 1918.

- "Partial default" är dock vanligare. Kan innefatta:
 - Skriva av delar av skulden.
 - Lägre räntebetalningar än avtalat.
 - Längre löptid på skulden.
- När det gäller skuld denominerad i inhemsk valuta finns möjligheten att inflatera bort en del av skulden.

- Empiriskt finns ett samband mellan andel länder som är i default och andel länder som har hög inflation.
- Efter extern default tenderar inflationen att öka. Kan ses som en extra (inflation)skatt för att finansiera statens utgifter.
- Efter 1945 så är mediantiden ett land är i default tre år.

- Länder som fått en omstrukturering av sin skuld tenderar att snart öka sin belåning igen.
- Länder som defaultar på sin utlandsskuld tenderar att vara utestängda från de internationella kapitalmarknaderna.
- Greklands default 1826 innebar att de inte kunde låna på de internationella kapitalmarknaderna under de följande 53 åren.