

Realräntechock, skuldsanering och budgetunderskott

– en balansräkningsanalys av den svenska depressionen

Budgetunderskottet har på senare tid intagit den främsta positionen i den ekonomisk-politiska debatten. Dess betydelse relativt andra viktiga mål har emellertid överdrivits argumenterar Hans Tson Söderström. I stor utsträckning avspeglar underskottet den privata sektorns anpassning till den dramatiska värdeminskningen av reala tillgångar, som följde av 1990-talets realräntechock. I takt med ökande privata investeringar och bytesbalansöverskott så är det dock viktigt att budgeten samtidigt stärks. En enkel balansräkningsanalys illustrerar resonemanget.

Sveriges balansproblem

Diskussionen om Sveriges ekonomiska läge och den ekonomiska politiken kretsar idag huvudsakligen kring budgetunderskott och statsskuld, medan frågor om tillväxten, sysselsättningen och välfärdsstatens framtid kommit mer i bakgrunden. Otvivelaktigt kommer en lösning av krisen att kräva mycket omfattande neddragningar i de offentliga utgiftssystemen, och det skulle allvarligt försena och försvåra en återhämtning att ställa dessa ingrepp på framtiden. Vid sidan av positiva strukturella effekter på tillväxt och sysselsättning kommer dessa utgiftsminskningar också att innebära en stabilisering och minskning av statsskuldskvoten.

HANS TSON SÖDERSTRÖM är chef för SNS och adjungerad professor i konjunkturanalys och makroekonomisk politik vid Handelshögskolan i Stockholm. 1993 var han rådgivare åt Finlands Bank beträffande hanteringen av Finlands ekonomiska kris.

Vid en analys av den svenska depressionens förlopp är det emellertid viktigt att ha klart för sig att statsskuldens snabba tillväxt inte har utgjort någon *orsak* till krisen utan istället varit ett *symptom* på nedgången i ekonomin. I själva verket skulle krisen ha blivit väsentligt djupare om inte mycket stora underskott i de offentliga finanserna släppts fram. Vid en bedömning av Sveriges ekonomiska läge måste också beaktas att ökningen i statsskulden mer än fullt ut motsvaras av minskade privata skulder. Krisförloppet innebär alltså en *överflyttning* av en given skuldbörda från privat till offentlig sektor. Någon ökning av folkhushållets totala skuldsättning har inte kommit till stånd.

En nödvändig privat skuldsanering utgör alltså själva kärnan i den svenska depressionen – liksom i den finska (Söderström [1993]). Syftet med denna artikel är att schematiskt beskriva orsaken till och karaktären hos denna skuldsanering med utgångspunkt i den privata sektorns balansräkning. Ett räkneexempel med denna utgångspunkt får den offentliga sektorns skuldökning att framstå i en något annorlunda dager än i den dagspolitiska debatten. Man måste också fråga sig

hur krisen skulle ha utvecklats om den offentliga sektorn inte hade accepterat att utgöra en – förhoppningsvis tillfällig – ”parkeringsplats” för den privata sektorns alltför stora skulder.

Utgångsläget 1990

Låt oss som en utgångspunkt ta balansräkningen för den privata sektorn i Sverige omkring 1990, dvs omedelbart före ekonomins nedgång. *Tabell 1* återger denna balansräkning med uppgifter från nationalräkenskaperna efter det att hushållssektorn och företagssektorn konsoliderats och siffrorna rundats av rejält. Som synes utgjorde den totala balansomslutningen ungefär 10 000 miljarder kronor, med tillgångarna fördelade på två tredjedelar i finansiella tillgångar (banksparande, kundfordringar, förlagsbevis, obligationer, m m) och en tredjedel i reala tillgångar (mark, fastigheter, anläggningar, maskiner, inventarier, m m). Finansieringssidan var fördelad på ungefär 70 procent skulder och 30 procent eget kapital.

Innan vi går vidare kan vi göra ett par noteringar kring denna balansräkning. För det första motsvarades de reala tillgångarna relativt väl av eget kapital. Givetvis blir bilden helt annorlunda om den privata sektorn delas upp i exempelvis hushåll och företag (hushållen hade en finansiell nettofordran och företagssektorn en nettoskuld), eller om hushållen delas upp i äldre och yngre (de yngre måste antas ha en betydligt högre skuldsättningsgrad). Men för den privata sektorn som helhet förefaller konsolideringsgraden ha varit relativt god, med en soliditet på 30 procent, och en nettoskuldssättning på ”bara” 500 miljarder kronor. (Eftersom den offentliga sektorns finansiella nettofordran omkring 1990 kan beräknas till omkring noll – som vi senare skall se – utgjorde denna nettoskuld i den privata sektorn samtidigt folkhushållets nettoskuld till utlandet.)

Totalt sett förefaller det inte osannolikt

Tabell 1 Privata sektorns balansräkning före realräntechocken. Miljarder kronor.

Finansiella tillgångar	6 500	Skulder	7 000
Reala tillgångar	3 500	Eget kapital	3 000
Omslutning	10 000	Omslutning	10 000

Källa: Dillén, Larsson & Matthiessen [1994].

att den privata sektorn befann sig i ungefärlig portföljbalans vid denna tidpunkt, givet de omvärldsbetingelser, som då var kända: konjunkturutsikter samt förväntningar om framtida inkomster, räntor, inflation, skatter, m m. Åtminstone två faktorer talar för att så var fallet. För det första att den privata sektorn under den finansiella liberalisering som ägt rum under 1980-talet faktiskt haft möjlighet att genomföra de finansiella anpassningar, som den bedömde som önskvärda. Inslaget av regleringsmässigt ålagd ransoneringsring var omkring 1990 mycket litet, och man kan anta att portföljanpassningen till den avreglerade situationen gick relativt snabbt. För det andra att balansräkningen på ytan såg ”sund” ut; realltillgångarna täcktes relativt väl av eget kapital, och skulderna motsvarades någorlunda av finansiella tillgångar – nettouplåningen för sektorn som helhet var bara 5 procent av balansomslutningen.

Realräntechocken och dess portföljeffekter

Den realräntechock som drabbade svensk ekonomi kring 1990 berodde på flera olika bakomliggande faktorer. För det första steg räntorna i EMS-länderna till följd av den åtstramning av tysk penningpolitik, som föranleddes av inflationsshotet i samband med den tyska återföreningen. Med fast växelkurs kunde Sverige inte avvika från den stigande europeiska räntetrenden. För det andra var Sverige på väg in i en ny kostnadskris med ett sviktande förtroende för den svenska

Tabell 2 Realräntechocken.

	Fore	Efter	
Europeisk nominell ränta	8	10	<i>Tysk återförening</i>
Svensk räntemarginal	2	4	<i>Svensk kostnadskris</i>
Svensk nominell ränta	10	14	
Skatteeffekt	-5	-4	<i>Skattereformen</i>
Svensk nettoränta	5	10	
Inflationsförväntningar	-8	-2	<i>Antiinflationpolitiken</i>
Realränta efter skatt	-3	8	

kronan. Detta innebar en gradvis stigande räntemarginal mellan Sverige och de valutor som ingick i valutakorgen. För det tredje innebar skattereformen 1990-91 att en väsentligt större andel av räntekostnader respektive ränteintäkter brutto slog igenom på hushållens disponibla inkomster. För det fjärde innebar stabiliseringspolitikens omläggning till inflationsbekämpning att inflationstakten föll från omkring 10 procent (inklusive effekterna av skatteomläggningen) till omkring 2 procent.

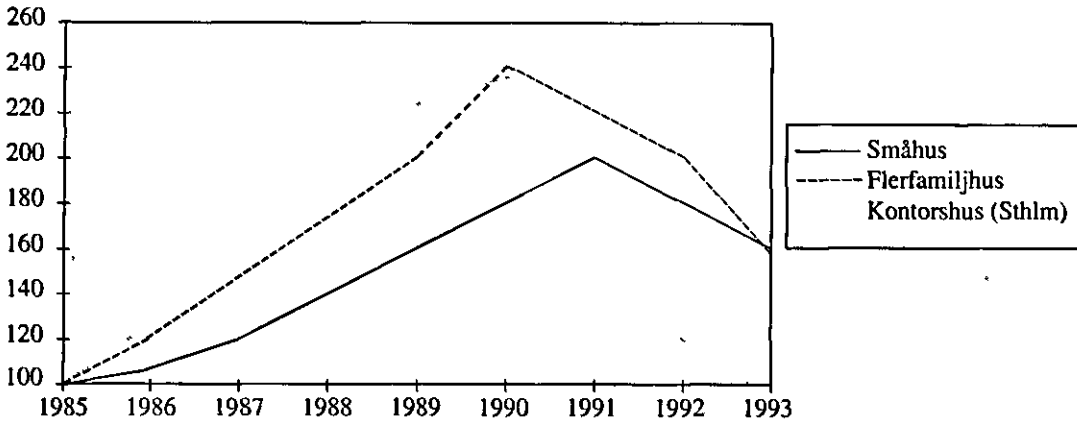
Den sammanlagda effekten på realräntan av dessa olika förändringar finns illustrativt siffrsatta i *Tabell 2*. Enligt detta räkneexempel skulle det ha handlat om en omsvängning i realräntan på omkring 10 procentenheter. Siffrorna bör givetvis tas med en stor nypa salt. Det är exempelvis knappast sannolikt att aktörer på de finansiella marknaderna någonsin uppfattade realräntan *ex ante* som negativ. Värdet på eviga riskfria reala tillgångar borde ju i så fall ha gått mot oändligheten, vilket ju inte fullt inträffade, trots mycket respektgivande uppgångar. De ovan angivna förändringar som senare inträffade måste dessutom till vissa delar (tex skattereformen) antas ha varit i någon mån anteciperade, vilket innebär att förändringen i realränta *ex ante* blir mindre dramatisk.

Även om realräntechocken sålunda var väsentligt mindre drastisk än vad som framgår av *Tabell 2*, så var den ändå tillräcklig för att ge ett kraftigt genomslag på

värdet av de reala tillgångarna i ekonomin. Marknadsvärdet av dessa tillgångar är ju det (riskjusterade) kapitaliserade nuvärdet av alla framtida nettointäkter från tillgången ifråga, med realräntan som kapitaliseringsfaktor. Antag tex att den anteciperade realräntan för all överblickbar framtid steg från 3 till 6 procent. Kapitalvärdet av en realtillgång med oändlig livstid skulle därmed i princip halveras. Till den del som uppgången i realränta var oanteciperad och förväntades vara permanent gav den alltså en kraftigt negativ effekt på marknadsvärdet av ekonomins reala tillgångar.

Det finns åtskilliga faktorer som gör att genomslaget på kapitalvärdena av en uppgång i realräntan blir mindre än vad ett sådant räkneexempel ger vid handen. Uppgången var i någon mån anteciperad (om än i överraskande liten omfattning) och den förväntas knappast i sin helhet vara permanent även om den blir långvarig. De flesta kapitaltillgångar har en relativt begränsad livstid. För skog, fastigheter och många anläggningar utgör förväntade framtida underhållskostnader en väsentlig post i värdekalkylen. Många kapitaltillgångar har en internationell marknad, som bara i begränsad omfattning är beroende av svenska räntevillkor. Detta gäller inte bara maskiner och fartyg, som rent fysiskt kan flyttas ut ur landet, utan även fasta tillgångar (fastigheter och anläggningar) som är substituerbara mot liknande tillgångar i andra länder på en alltmer internationaliserad marknad.

Figur 1 Utvecklingen av fastighetspriser. Basår 1985.



Källa: SCB och Ljungqvist Fastighetsvärderingar.

Omfattningen av realräntechockens faktiska genomslag på de reala kapitalvärdena i den svenska ekonomin är ännu inte fullständigt belagd. De indexar som finns är inte särskilt heltäckande eller tillförlitliga. Enligt SCB skulle priset på småhus ha fallit med ungefär 20 procent i genomsnitt för landet som helhet. Priset på flerfamiljshus skulle ha fallit med omkring en tredjedel. Kommersiella fastigheter i Storstockholmsområdet genomgick en mer dramatisk prisförändring: enligt SCB skulle marknadsvärdet ha mer än halverats. Utvecklingen enligt dessa otillförlitliga tidsserier framgår av *Figur 1*. Härtill kommer utvecklingen av markpriser, skogstillgångar, m m.

Trots osäkerheten förefaller det rimligt att räkna med en genomsnittlig nedgång i marknadsvärdet av de reala tillgångarna i den svenska ekonomin med omkring 30 procent. En uppställning av hur den svenska privata sektorns balansräkning därmed bör ha sett ut efter realräntechocken finns återgiven i *Tabell 3*. För att behålla enkelheten i räkneexemplet har antagits att realtillgångarnas värde fallit från 3 500 miljarder till 2 500 miljarder kronor, dvs med knappt 30 procent. Värdet av finansiella tillgångar och skulder har antagits vara oförändrat. (Värdet av

fastförräntande långfristiga finansiella fordringar bör visserligen ha fallit, men detta motverkas av samma nedgång i värdet av motsvarande skulder och påverkar alltså inte det egna kapitalet i den privata sektorn som helhet, varför vi lämnar dessa värdeförändringar utanför diskussionen här.) Värdesänkningen av realtillgångarna med 1 000 miljarder slår därför i sin helhet igenom på det egna kapitalet.

Tabell 3 Privata sektorns balansräkning efter realräntechocken. Miljarder kronor.

Finansiella tillgångar	6 500	Skulder	7 000
Reala tillgångar	2 500	Eget kapital	2 000
Omslutning	9 000	Omslutning	9 000

Om den privata sektorn befann sig i portföljbalans före realräntechocken kan den knappast ha gjort det efter. Soliditeten, som före chocken låg på 30 procent, har nu fallit till 22 procent. Och detta i ett läge med väsentligt högre realräntor och kraftigt ökad osäkerhet om framtida systersektors-, produktions- och inkomstutveckling. Man måste rimligen räkna med att den eftersträfvade soliditetsnivån efter realräntechocken var minst lika med – och sannolikt högre än – den fak-

tiska nivån före chocken. Det fortsatta räkneexemplet bygger på antagandet att den eftersträvade soliditetsnivån i den privata sektorn efter chocken var 33,3 procent.

För ett enskilt hushåll eller företag är det möjligt att höja soliditetsnivån genom att "banta balansräkningen", dvs genom att minska skulder och tillgångar samtidigt. För den privata sektorn som helhet finns inte denna möjlighet i samma utsträckning. Om tillgångarna inte kan säljas till utlandet eller till den offentliga sektorn, kommer den privata sektorns försök att sanera sina balansräkningar enbart att resultera i ytterligare prisfall på såväl realtillgångar som finansiella tillgångar när aktörerna där försöker sälja tillgångarna till varandra. Det senare innebär en ytterligare stegring av den långa räntan, vilket leder till en ännu kraftigare prispress på de reala tillgångarna. Det är kumulativa processer av detta slag som Irving Fisher [1932, 1933] menade låg bakom alla stora depressioner under modern tid.

I någon mån kan man kanske räkna med att fordringsägarna i den privata sektorn frivilligt var beredda att dra ned på sina finansiella tillgångar och på det sättet medverka till en *contraction of credit* och därmed till en bantad balansräkning för sektorn som helhet. Men i det osäkra läge som rådde är det knappast sannolikt att den önskade balansen mellan finansiella och reala tillgångar skulle ha ändrats till de finansiella tillgångarnas nackdel. Finansiella tillgångar är ju normalt mer likvida, och likviditet har ett högt värde i ett instabilt och osäkert ekonomiskt läge.

Vi skall därför i det fortsatta utgå ifrån att den privata sektorns eftersträvade balansräkning efter realräntechocken har en tillgångssida som upptar finansiella tillgångar till ett oförändrat värde jämfört med före chocken. Därmed får den eftersträvade balansräkningen det utseende som framgår av *Tabell 4*. Den eftersträvade totala balansomslutningen är oförändrad jämfört med situationen omedel-

Tabell 4 Önskad balansräkning för privata sektorn. Miljarder kronor.

Finansiella tillgångar	6 500	Skulder	6 000
Reala tillgångar	2 500	Eget kapital	3 000
Omslutning	9 000	Omslutning	9 000

bart efter chocken liksom även tillgångssidans fördelning. De eftersträvade förändringarna ligger i sin helhet på finansieringssidan. Vid ett givet värde på tillgångarna önskar den privata sektorn öka sitt egna kapital med 1 000 miljarder kronor genom att minska skulderna med detta belopp. Den privata sektorns finansiella saldo skulle därigenom gå från en nettoskuld på 500 miljarder kronor till en nettofordran på samma belopp. Vi skall i det fortsatta se hur denna skuldsanering kan gå till på makroekonomisk nivå.

Anpassningsprocessen

Realräntechocken ställde alltså den privata sektorn i Sverige inför uppgiften att minska sina skulder och öka sitt egna kapital med i storleksordningen 1 000 miljarder kronor. För en enskild aktör eller en hel sektor i ekonomin finns det – vid sidan av värdeförändringar – bara ett sätt att åstadkomma en sådan ökning: genom vad som i nationalekonomisk terminologi kallas *finansiellt sparande*. För hushållssektorn sker detta genom att den privata konsumtionen är lägre än den disponibla inkomsten (inkomsten efter skatt). För företagssektorn sker det genom att de fysiska investeringarna understiger bruttovinsten. Privat finansiellt sparande innebär alltså att den privata sektorn nettoinvesterar i finansiella tillgångar (eller nettoamorterar sina skulder).

I vilken takt kunde nu den privata sektorn tänkas återuppbygga sitt eget kapital efter den minskning som realräntechocken skapat? Den privata sektorn omfattar i Sverige omkring två tredjedelar av

Tabell 5 Finansiellt sparande. Miljarder kronor.

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Σ 92-96
Privat sektor ¹	-3	61	162	165	179	157	724
Offentlig sektor	-17	-112	-193	-158	-136	-88	-687
Bytesbalansen	-20	-51	-31	7	44	69	38

¹ Inklusivt återinvesterade vinstmedel.

Källa: Konjunkturinstitutet.

BNP¹ med ett sammanlagt förädlingsvärde på runt 1 000 miljarder kronor. Att återställa det egna kapitalet på ett enda år skulle alltså kräva att produktionen fortsatte som förut, men att all privat konsumtion och investering upphörde under ett helt år – en uppenbart helt orimlig tanke. Den privata skuldsanering, som realräntechocken foranledde, innebar alltså en process som måste fortgå under ett flertal år.

Under åren omedelbart före realräntechocken, 1989–90, utgjorde det privata finansiella sparandet *minus* knappt 100 miljarder per år, dvs drygt 7 procent av BNP. Det pågick alltså då en mycket snabb skulduppbyggnad i den privata sektorn. Tabell 5 visar hur det finansiella sparandet utvecklats efter realräntechocken. Som synes skedde en snabb omsvängning till ett *positivt* finansiellt sparande i storleksordningen 160–180 miljarder per år. Om prognoserna för 1995–96 är riktiga skulle därmed lejonparten av den privata sektorns skuldsanering vara avklarad, och det privata finansiella sparandet skulle kunna börja avta. (Detta sker då förhoppningsvis inte genom att sparkvoten och bruttovinsterna faller, utan genom att en stigande andel av det privata sparandet kanaliseras till reala investeringar i den privata sektorn.)

Frågan är nu vilka anpassningar i resten av ekonomin som föranleds av att den privata sektorn plötsligt ökar sitt finansiella sparande med 250 miljarder per år, dvs med över 15 procent av BNP. Realekononiskt innebär ju detta att den privata sek-

torn drar ned sin förbrukning av varor och tjänster med detta belopp vid en given produktions- och inkomstnivå. För att produktion och sysselsättning skall kunna hållas uppe måste alltså någon annan sektor i ekonomin öka sin nettoförbrukning av svenska varor och tjänster med omkring 250 miljarder. Alternativt kan vi från den finansiella sidan se det så, att den privata sektorn från att ha ökat sina nettoskulder med närmare 100 miljarder per år nu istället vill nettoamortera eller bygga upp nettofordringar på någon annan sektor med ett belopp på 160–180 miljarder per år. Någon annan sektor måste alltså vara beredd att årligen öka sin skuldsättning (eller minska sina nettofordringar) med detta belopp.

Med den sektoruppdelning som här gjorts existerar bara två andra sektorer som kan svara för "den andra sidan" av den privata sektorns skuldsaneringsprocess: den offentliga sektorn eller utlandet. Det kan här vara på sin plats att påminna om ett elementärt samband i nationalräkenskapsanalys:

$$(S-I) = (G-T) + (X-M) \quad (1)$$

Uttrycket (1) säger att – vid en given nivå på produktion och sysselsättning – det privata finansiella sparandet ($S-I$) måste

¹ Som bekant omfattar de offentliga *utgifterna* omkring två tredjedelar av BNP. En stor del av detta utgörs dock av transfereringar till hushåll och företag. Den offentliga *produktionen* omfattar ungefär en tredjedel av ekonomin.

vara lika med summan av den offentliga sektorns finansiella underskott ($G-T$) och bytesbalansens saldo ($X-M$). Ett privat finansiellt sparande på 170 miljarder kronor måste alltså motsvaras av *antingen* ett budgetunderskott på 170 miljarder *eller* ett bytesbalansöverskott på 170 miljarder (eller någon kombination av dessa två). Den "överproduktion" av varor och tjänster som temporärt äger rum i den privata sektorn måste alltså förbrukas av antingen den offentliga sektorn eller av utlandet om produktionen skall kunna hållas på oförändrad nivå.

Av dessa två alternativ framstår säkert det senare som det rimligaste. Att genom ett stort överskott i bytesbalansen bygga upp fordringar på (eller amortera sina skulder till) omvärlden brukar uppfattas som förståndig politik, som stärker förtroendet för ekonomin och den ekonomiska politiken. Med en initial nettoskuld till utlandet på omkring 500 miljarder kan det också framstå som rimligt att snabbt sätta igång med amorteringar, för att därefter bygga upp en nettofordran i samma storleksordning. På längre sikt är detta självklart den väg som Sverige måste välja. Den mycket kraftiga reala deprecieringen av den svenska kronan skapar också en nödvändig förutsättning för en substitution av import med hemmaproducerade varor, en snabb ökning av svenska marknadsandelar på utlandsmarknaderna och en rejäl utbyggnad av den svenska konkurrensutsatta sektorn.

Som *Tabell 5* visar är vi nu också på väg mot stora överskott i bytesbalansen. Om vi fortsätter på denna väg kan eventuella framtida finansiella överskott i den privata sektorn i sin helhet kanaliseras till utlandet, och vi kommer att före sekelskiftet ha amorterat uppemot hälften av vår utländska nettoskuld.

Problemet har varit att denna omsvängning i bytesbalansen tar tid att åstadkomma. Initialt brukar man räkna med att en depreciering av valutan *försämrar* bytesbalansen (den så kallade J-kurve-effekten),

därför att importen fördyras utan motsvarande prishöjningar på exporten och utan att några reala anpassningar av betydelse sker. En sådan J-kurva kan också observeras i den svenska bytesbalansen 1991-93. En omställning av produktionen från tillverkning för inhemsk marknad till utlandsförsäljning kan också ta några år i anspråk på olika omständigheter i produktspecifikation, krav på nya distributionskanaler, m.m. En ökning av själva produktionskapaciteten i den utlandskonkurrerande sektorn genom nyinvesteringar och överflyttning av arbetskraft tar naturligtvis ännu längre tid, särskilt i en ekonomi som den svenska med relativt stor tröghet på faktormarknaderna.

Om det nu sker en snabb omsvängning av det finansiella sparandet i den privata sektorn men motsvarande omsvängning av bytesbalansen tar tid att genomföra, vad är då lösningen? Ja, vid en given produktionsnivå finns uppenbarligen ingen annan lösning än att den offentliga sektorn går in och tillfälligt tar på sig de skulder som den privata sektorn vill bli av med. Detta sker också med en viss automatik i en modern ekonomi med en stor offentlig sektor som den svenska. När efterfrågan från den privata sektorn minskar faller skatteintäkterna och de offentliga utgifterna – inte minst för arbetsmarknadspolitiken – ökar utan att regering och riksdag egentligen behöver fatta några beslut.

Det svenska budgetsaldots snabba försämring från överskott till underskott på omkring 200 miljarder kronor utlöstes alltså av en skuldsaneringsprocess i den privata sektorn. Den offentliga sektorn fungerar idag som en (förhoppningsvis tillfällig) "parkeringsplats" för skulder som den privata sektorn vill bli av med, men som vi, innan en strukturell anpassning åstadkommit, inte kan skicka till utlandet. De stora budgetunderskotten kan ses som ett resultat av en omfattande "socialisering", där den offentliga sektorn kortsiktigt bidrar till att lyfta av den pri-

vata sektorn en alltför stor skuldbörda.

Man kan i efterhand beklaga att en överskudsättning i den privata sektorn tilläts uppkomma under 1980-talets senare hälft, men vid 1990-talets början var detta ett faktum. Budgetunderskottet är en i allt väsentligt passiv återspeglning av den privata sektorns ansträngningar att rätta till denna obalans. Obalansen måste elimineras innan den privata sektorn åter börjar konsumera och investera i normal omfattning.

Den teori om ricardiansk ekvivalens, som numera ofta används för att argumentera för att budgetunderskottet inte har några positiva effekter på produktion och sysselsättning, behandlar effekterna av ett budgetunderskott som uppkommer i en situation av initial jämvikt i den privata sektorn. Inget kan vara mer fjärran från den svenska (eller finska!) verkligheten.

Samtidigt bör man naturligtvis vara klar över att skuldsaneringen inte är fullständig så länge skulderna ligger kvar i den offentliga sektorn och intecknar det framtida utrymmet för privat och offentlig konsumtion. Först när folkhushållet förbättrat sin förmögenhetsställning genom investeringar i realkapital eller en förbättrad nettoställning gentemot utlandet är skuldsaneringen i egentlig bemärkelse avklarad.

Man måste ändå komma ihåg att den process, som för närvarande pågår, är en omfördelning av en given skuldbörda mellan olika sektorer inom den svenska ekonomin. Skulder flyttas från privat till offentlig sektor. Ekonomin som helhet skuldsätter sig inte – tvärtom, eftersom bytesbalansen ju nu visar överskott. Den som bekymrar sig över den hittillsvarande utvecklingen av den svenska statsskulden bör samtidigt ta ställning till om det hade varit bättre om den höga skuldsättningen hade legat kvar i den privata sektorn.

Alternativen

Vad hade då alternativet varit till den utveckling vi nu bevittnar med en mycket omfattande skuldsanering i den privata sektorn och en därav föranledd hastig ökning av statens skuldsättning? Vi skall här granska några ekonomisk-politiska alternativ, som alla enligt författarens uppfattning är antingen utopiska eller underlägsna.

Det första alternativet är utopiskt och innebär att vi under 1980-talet inte skulle ha dragit på oss någon överskudsättning i den privata sektorn. Här är nu bara att konstatera att så faktiskt skedde. Någon tröst kan kanske ligga däri att många andra länder råkade ut för samma sak i samband med finansiell avreglering, inhemsk överhettning och därefter desinflation. En del varningar utfärdades. En del försök till politiska korrektiv genomfördes eller misslyckades. Men för politiker, rådgivare och aktörerna själva var det – av skäl som jag utvecklat på annat håll (Söderström [1993]) – faktiskt mycket svårt att se att vi var på väg in i en ohållbar situation, som förr eller senare måste resultera i en smärtsam anpassningsprocess.

Det andra alternativet är också utopiskt och innebär att vi inte skulle låtit oss drabbas av någon realräntechock. Kronförsvaret kunde ha uppgivits tidigare, vilket skulle ha medgivit en lättare penningpolitik i början av 1990-talet. Inflationsbekämpningen borde ha varit mer bestämd tidigare, vilket skulle ha mildrat dramatiken i desinflations-processen. Skattereformen borde ha kommit före den finansiella avregleringen. Osv. Problemet med många av dessa ekonomisk-politiska "alternativ" är inte bara att de är efterkloka och ofta politiskt orealistiska, utan även att de är inbördes inkonsistenta. En väsentligt tidigare övergång till rörlig växelkurs skulle tex ha varit hart när omöjlig att förena med en mer bestämd inflationsbekämpning (se Lundgren & Söderström [1995]). Återigen kan

man kanske beklaga att den ekonomiska politiken under 1980-talet medverkade till orimligt låga realräntor. Men anpassningen till internationellt stigande realräntor var vi förr eller senare tvungna att ta.

Ett tredje alternativ är att den kraftiga ökningen av budgetunderskottet skulle ha bromsats på ett tidigare stadium. Det är intressant att spekulera kring vad som då skulle ha skett, mot bakgrund av det synsätt som här presenterats. Utgångspunkten är alltså att en kraftig överskuldssättning plötsligt uppdagas i den privata sektorn, och att denna sektor därför söker minska sin efterfrågan på varor och tjänster vid en given nivå på produktion och inkomster. Den offentliga sektorn skulle då ha reagerat på minskade skatteinkomster och ökade kostnader i välfärdssystemen genom diskretionära skattehöjningar och/eller utgiftsnedskärningar.

Det finansiella sparandet i den privata sektorn skulle därmed i sin helhet ha kanaliserats till ett överskott i bytesbalansen. Produktionen i den utlandskonkurrerande sektorn låg emellertid i utgångsläget nära fullt kapacitetsutnyttjande. Även den mest inbitne anti-keynesian måste därför inse att resultatet inte kan bli något annat än en *effective demand failure* med en negativ traditionell multiplikatorprocess, som väsentligt sänker produktion och sysselsättning. Jämvikt uppkommer när inkomstminskningen sänkt det privata finansiella sparandet tillräckligt för att det skall vara lika med det överskott i bytesbalansen, som uppkommer genom minskad importefterfrågan.

Priset för en lägre statsskuld skulle alltså ha varit en samre BNP-utveckling och högre arbetslöshet. För den som söker empiriskt belägg för detta påstående kan den ekonomiska utvecklingen i Finland rekommenderas som åskådningsexempel.

Den offentliga sektorns finansiella ställning

Mot vad som här har anförts brukar invändas att det skulle ha varit rimligt för den offentliga sektorn att avlasta den privata sektorn dess skuldbörda om det inte hade varit så att de offentliga finanserna därigenom hade riskerat att komma farligt nära insolvensens gräns. Den svenska politiska debatten förs också i sådana termer som om vi idag befunne oss hotande nära en statsbankrutt. Även den internationella misstron mot svensk ekonomi, som ju bl a tagit sig uttryck i kontinuerliga försvagningar av den svenska kronan, anges ofta vara grundad i farhågor om att den svenska staten inte långsiktigt kommer att kunna honorera de fordringar, som nu i rask takt byggs upp på den. Den ekonomisk-politiska debatten (och den ekonomiska politiken) kretsar nu i hög grad kring budgetunderskott och statsskuld.

Denna problemfokusering är delvis vilseledande genom att den baseras enbart på utvecklingen av statsskulden, utan att ta hänsyn till övriga delar av den offentliga sektorns balansräkning. Som en jämförelse kan det vara intressant att föreställa sig vad resultatet skulle bli om analysen av traditionella affärsföretag vore lika enögd. Hur skulle exempelvis våra börsföretag värderas på marknaden om värderingen enbart baserades på skuldernas utveckling i moderbolaget? Många skickliga finansanalytiker ägnar dagarna åt att i detalj studera koncern tillgångarnas tillväxt och marknadsvärde i sådana företag. Men samma analytiker ägnar sedan kvällarna åt förkastelsedomar över den svenska statens kreditvärdighet, baserade enbart på statsskuldens absolutvärde och tillväxttakt!

Låt oss istället se på den konsoliderade offentliga sektorns kompletta balansräkning. "Koncernen", den offentliga sektorn, omfattar då inte bara "moderbolaget", staten, utan även "dotterbolagen":

Tabell 6 Offentliga sektorns balansräkning före realräntechocken. Miljarder kronor.

Finansiella tillgångar	700	Skulder	700
Reala tillgångar	1 300	Eget kapital	1 300
Omslutning	2 000	Omslutning	2 000

Källa: Dillén, Larsson & Matthiessen [1994].

socialförsäkringssektorn samt kommuner och landsting. De senare är ju finansiellt integrerade med staten genom olika transfereringssystem, och deras resultat- och balansräkningar kan påverkas genom politiska beslut i staten.

Tabell 6 visar ifrån dessa utgångspunkter den offentliga sektorns balansräkning vid tiden omedelbart före realräntechocken. Stor osäkerhet råder då det gäller värdering av de reala tillgångarna i den offentliga sektorn, eftersom de flesta av dessa inte regelbundet utsätts för en marknadsprövning på samma sätt som i den privata sektorn. Det finns emellertid anledning att anta att värderingen här är mycket försiktig. Kraftiga avrundningar har gjorts, vilket kan vara befogat inte bara av överskådlighetskäl utan även p.g.a. att det eliminerar den skenbara exakthet som annars präglar dessa till väsentliga delar mycket osäkra sifferuppgifter. Det är storleksordningarna som är väsentliga, inte decimalerna.

Som synes var den konsoliderade offentliga sektorns nettoskuld före realräntechocken ungefär noll. Mot en statsskuld på ungefär 700 miljarder kronor stod finansiella tillgångar på ungefär samma belopp. Den största delen av de senare utgjordes av AP-fondernas finansiella fordringar, huvudsakligen obligationer, som uppgick till ungefär 450 miljarder kronor. Men här ingår också andra offentliga fordringar på den privata sektorn, bla studielån och bosättningslån.

AP-fondernas tillgångar nödvändiggör dessvärre en liten utvikning från huvudte-

mat. I den populära debatten hävdas nämligen ofta att dessa inte bör inräknas i den offentliga sektorns tillgångar, eftersom de inte ens fullt ut täcker medborgarnas pensionsanspråk i AP-systemet. "Det är pensionärernas pengar," som Gunnar Sträng brukade uttrycka saken. Att därför bortse från fonderna på tillgångssidan tyder emellertid på oförmåga att hålla isär resultat- och balansräkning. Den företagsekonomiska analogin skulle vara att inte räkna med en maskin bland tillgångarna i ett företags balansräkning eftersom den är avsedd att generera framtida intäkter.

Den offentliga sektorn har iklätt sig en mängd åtaganden gentemot nuvarande och framtida generationer av medborgare: att svara för utbildning, sjukvård, pensioner, vägar, gatubelysning, avlopp, etc. Det kapitaliserade nuvärdet av samtliga dessa åtaganden uppgår till ett ofantligt belopp, sannolikt mellan 5 000 och 10 000 miljarder kronor beroende på kapitaliseringsfaktor. Men mot nästan inget av dessa åtaganden – utom pensionsåtagandet – står något fonderat kapital. Istället är det det kapitaliserade nuvärdet av alla framtida skatteintäkter som är avgörande för den offentliga sektorns förmåga att fullfölja – och eventuellt utvidga – sina åtaganden. Klaras inte denna balans blir det naturligtvis nödvändigt att genom politiska beslut begränsa åtagandena. Det gäller våra offentliga pensionssystem i lika hög grad som alla övriga åtaganden, vilket vi också nyligen fått empiriskt belegg för. Att helt bortse från vissa poster i en balansräkning, därför att de öronmärkts för vissa inkomst- eller utgiftsflöden strider mot alla rimliga balansräkningsprinciper.

Vi kan då alltså konstatera att den offentliga sektorn vid skuldeflationens början inte hade någon nettoskuld, och att det egna kapitalet därför motsvarade sektorns realtillgångar, vilka här beräknas ha uppgått till 1 300 miljarder kronor. Osäkerheten i siffrorna bör än en gång

Tabell 7 Offentliga sektorns balansräkning efter "skuldavlyftet".
Miljarder kronor.

Finansiella tillgångar	700	Skulder	1 700
Reala tillgångar	1 000	Eget kapital	0
Omslutning	1 700	Omslutning	1 700

understrykas, men sannolikt hade Sveriges offentliga sektor (tillsammans med Finlands och – framför allt – Norges) vid den här tidpunkten en av OECD-områdets starkaste balansräkningar.

Realräntechocken och "avlyftet" av den privata sektorns överskuldssättning förändrar givetvis detta. Tabell 7 visar schematiskt hur balansräkningen påverkas under antagandet att inga andra förändringar sker samtidigt. Här har antagits att statsskulden har ökat med 1 000 miljarder kronor innan den privata sektorn har återvunnit sin finansiella jämvikt. Samtidigt har naturligtvis realräntechocken även slagit mot marknadsvärdet av den offentliga sektorns reala tillgångar; vi har här antagit att det har fallit med 300 miljarder till 1 000 miljarder kronor. Slutsatsen blir att realräntechocken kommer att ha utplånat hela det egna kapitalet i den offentliga sektorn innan den efterföljande anpassningsprocessen är över.

Hur skall man då bedöma detta utseende på den offentliga sektorns finansiella ställning? Är det dags att upprätta kontrollbalansräkning och kontakta Ackordscentralen? Litet mer seriöst finns det åtminstone två tänkbara bedömningsgrunder för att avgöra hur pass hotande en sådan finansiell situation som här skisseras bör anses.

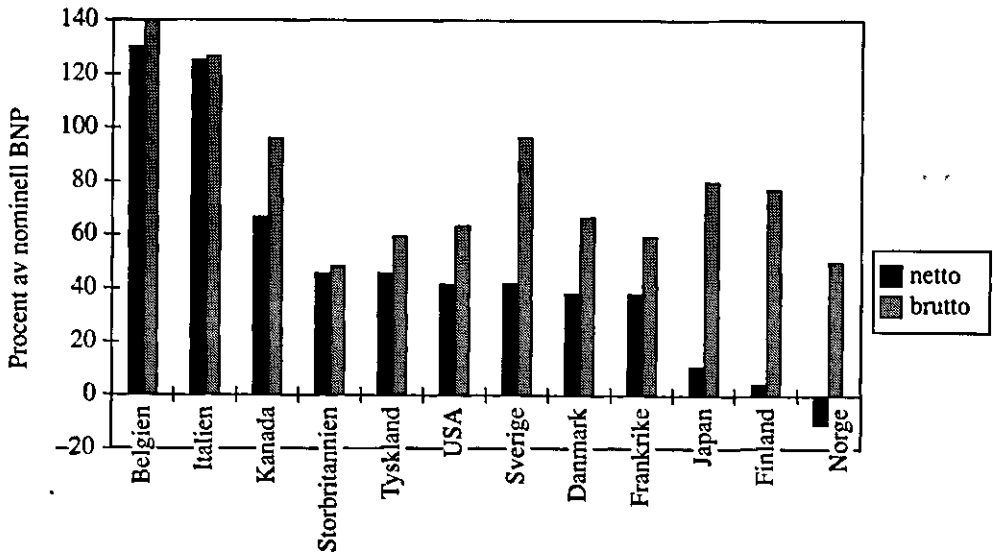
Den första bedömningsgrunden är hur stort eget kapital en offentlig sektor *a priori* kan anses bära ha. Delvis kan detta vara en likviditetsfråga. Om in- och utbetalningsströmmar varierar starkt över tiden kan det vara en fördel att kunna möta obalanserna med variationer i det egna

kapitalet. Men eftersom tillgången till kredit förefaller vara relativt oberoende av det egna kapitalets storlek är det svårt att fastställa lämpligt eget kapital på denna grund. Istället kan man se det hela som en intergenerationell rättvisefråga. Om generation x i sin ungdom fattar beslut om att staten skall svara för dess pensioner, bör denna generation också under sin yrkesaktiva tid svara för en viss kapitaluppbbyggnad i staten för att inte närmast föregående och efterkommande generationer skall missgynnas. Men sanningen är att inte heller denna typ av *a priori*-resonemang leder särskilt långt. Är det exempelvis den egna generationen eller föräldragenerationen som skall svara för kostnaden för grundläggande utbildning? Det finns inga entydiga rättvisesvar på sådana frågor, och inte heller på frågor om hur svaren påverkas av växande befolkning, stigande inkomst, invandring, m m.

En mer konstruktiv utgångspunkt är att göra en jämförelse mellan Sverige och andra OECD-länder vad gäller den offentliga sektorns balansräkning. Är Sverige – efter den här skisserade anpassningsprocessen – verkligen mer illa ute än andra OECD-länder? Jämförelser försvåras av att det saknas tillförlitlig statistik över den offentliga sektorns reallgångar för de flesta av dessa länder. Låt oss därför som en utgångspunkt se på den rent finansiella ställningen i några OECD-länder.

Som framgår av Figur 2 ligger Sverige år 1995 relativt illa till då det gäller statens *bruttoskuld*. Det är också denna uppgift som intagit en så framträdande plats i den ekonomisk-politiska debatten. Men bruttoskulden skulle vara väsentligt större i många länder om de – liksom Sverige – bestämde sig för att fondera vissa utgiftsprogram, och därefter ökade sin upplåning för att skapa denna fond. Om vi jämför det mer relevanta begreppet offentlig *nettoskuld* visar det sig att Sverige – även efter huvudparten av anpassningsproces-

Figur 2 Offentlig skuldsättning 1995.



Källa: OECD [1994].

sen – intar en mer genomsnittlig plats bland OECD-länderna. Det är värt att notera att exempelvis Storbritannien, Tyskland och USA har en sämre finansiell ställning i den offentliga sektorn. Ingen position att skryta med i denna värld av genomgående svaga offentliga finanser. Men heller ingen orsak att göra anpassningsprocessen efter realräntechocken mer utdragen och smärtsam, med ännu större produktionsbortfall och sysselsättningsminskning.

Varnings- och slutord

Det kan kanske vara på sin plats att avsluta denna artikel med ett Frankenstein-citat, som Keynes-kännaren Axel Leijonhufvud ibland gjort till sitt: *"In the course of scientific inquiry I have come across many findings which humanity would be better off not knowing"*.

De förhållanden som här presenterats bör möjligen hänföras till denna kategori. Statsskuldutvecklingen spelar nämligen idag en viktig pedagogisk roll som indikator på den fara som ligger i dröjsmål med

det ekonomisk-politiska reformarbetet. Endast under hotet om statsbankrutt förefaller Sveriges riksdag förmögen att fatta beslut om begränsningar av statens utgiftsåtaganden. Mot denna bakgrund är argumentationen här farlig om den vantolkas så att statsskuldens storlek och tillväxt framstår som oviktig eller om den utnyttjas till förespeglningar om att budgetunderskottet kommer att försvinna av sig självt.

Något sådant har jag dock inte påstått. Däremot har jag i denna artikel vänt mig emot det ekonomisk-politiska synsätt som går ut på att statens budgetunderskott är själva roten till det onda, och att därför Sveriges ekonomiska läge idag skulle ha varit bättre om statsskuldens tillväxt hejdats på ett tidigare stadium. Jag har uppfattat det så att detta synsätt är förhärskande i regering och riksdag, i Riksbanken, hos utländska bedömare som IMF, på de stora tidningarnas ledarsidor och att det i hög grad är styrande för den ekonomiska politiken. Jag har velat framhäva ett annat perspektiv på den svenska kri-

sen, där budgetunderskottet får en betydligt mindre framträdande plats. Låt mig summera i några punkter:

1. Det som orsakade krisen var en överkuldsättning i den privata sektorn, som byggdes upp under 1980-talets senare hälft, och som uppenbarades först när realräntan (efter skatt) steg kraftigt från 1980-talets extremt låga nivåer. Budgetunderskottet är en passiv återspeglning av den privata skuldsaneringsprocess som därmed inleddes.
2. Innebörden av budgetunderskottet idag är en *överflyttning* av skulder från privat till offentlig sektor. Folkhushållet skaffar sig inga nya skulder; tvärtom håller vi genom växande överskott i bytesbalansen på att amortera vår nettoskuld till utlandet.
3. En portföljanpassning av det slag som nu pågår kan inte meningsfullt analyseras i termer av "uthållighet" (*sustainability*). När den privata skuldsaneringen inom något eller några år är avklarad finns inga ekonomisk-politiska motiv att ha kvar ett underskott i de offentliga finanserna, men stigande inhemskt privat efterfrågan kan då också möjliggöra att det elimineras utan realekonomiska skadeverkningar.
4. Den finansiella konsekvensen av att den offentliga sektorn (temporärt) övertar 1 000 miljarder i skulder från den privata sektorn är inte katastrofal. Andra länder har det värre.
5. Alternativet till att låta den offentliga sektorn utgöra tillfällig "parkeringsplats" för den privata sektorns överkuldsättning ter sig å andra sidan förskräckande. Väsentligt större produktionsbortfall och arbetslöshet hade blivit följden.

Fokuseringen på budgetunderskottet i den svenska debatten leder slutligen fel i den ekonomiska politiken. Utgiftsnedskärningar och skattehöjningar kommer

att framstå som helt likvärdiga sätt att komma tillrätta med problemen. Minskade utgifter på forskning eller rättsväsende framstår som lika värdefulla som minskade transfereringar till hushåll och företag. De strukturella problemen på budgetens utgiftssida och på arbetsmarknaden framstår som sekundära i förhållande till budgetsaldot.

Självklart måste en snabb minskning av budgetunderskottet nu komma till stånd när de privata investeringarna och ett växande bytesbalansöverskott tar i anspråk en allt större andel av ett förhoppningsvis fortsatt högt privat sparande. Minskningen kommer att kräva många svåra nedskärningsbeslut, eftersom krisen skapat en ny situation på arbetsmarknaden och väsentligt högre räntekostnader och amorteringar på statsskulden. På sikt måste den offentliga balansräkningen förbättras avsevärt, bl a för att kunna klara framtida konjunkturella påfrestningar.

Men detta arbete får inte skymma behovet av andra angelägna ekonomisk-politiska åtgärder. För att klara överflyttningen av produktionsresurser från skyddad till utlandskonkurrerande sektor utan en ny uppgång i inflationstakten måste faktormarknaderna fås att fungera smidigare, inte minst måste arbetsmarknadspolitiken och lönebildningen reformeras. För att klara sysselsättningsproblemet måste förutsättningar skapas för ökad anställning av lågproduktiv arbetskraft i privat tjänstesektor. För att skapa förutsättningar för tillväxt och framtida stabilitet måste de offentliga utgifternas andel av BNP nedbringas, vilket kräver en total översyn av välfärdsstatens alla utgiftsprogram i stil med NBER-rapporten [1995].

Den underliggande kris som blottlagts av den svenska depressionen är att välfärdsstatens samlade ekonomiska utfästelser för framtiden överstiger det möjliga framtida skatteuttag som systemet genererar. Dagens budgetunderskott är ett naturligt led i en skuldanpassningsprocess som skulle ha uppstått även utan denna

underliggande systemkris. Därför är den starka fokuseringen på den aktuella stats-skuldsutvecklingen missriktad. Förbättringar i budgetsaldot ligger i korten, men de rubbar inte den grundläggande obalansen mellan de offentliga åtaganden som ställts i utsikt och det politiska systemets möjligheter att säkra resurser för dessa åtaganden.

Referenser

- Dillén, M, Larsson, K-G & Matthiessen, J, [1994], *Den offentliga skulden*, Bilaga 15, Långtidsutredningen 1995, Fritzes, Stockholm.
- Fisher, I, [1932], *Booms and Depressions*, Adelphi Company, New York.
- Fisher, I, [1933], "The Debt-deflation Theory of great Depressions", *Econometrica*, Vol 1, No 4, s 337–357.
- Lundgren, N & Söderström, H T, [1995], "Kronförsvaret hösten 1992 – var det vart sitt pris?", i Calmfors, L m fl, *Ekonomisk politik: En vänbok till Assar Lindbeck*, SNS Förlag, Stockholm.
- NBER-rapporten, [1995], *Välfärdsstat i omvandling*, SNS Förlag, Stockholm.
- OECD, [1994], *OECD Economic Outlook*, december 1994.
- Söderström, H T, [1993], "Finland's Economic Crisis: Causes, Present Nature, and Policy Options", i Bordes, C, Currie, D & Söderström, H T, *Three Assessments of Finland's Economic Crisis and Economic Policy*, Bank of Finland, Helsingfors.