

Ekonomernas envig – Cassel, Ohlin och Åkerman om börskraschen 1929

BENNY CARLSON

är professor emeritus i ekonomisk historia vid Ekonomihögskolan, Lunds universitet, och ägnar sig främst åt ekonomisk och social idéhistoria.
benny.carlson@ekh.lu.se

I tider av kris och börsoro kan det vara lämpligt att kasta en blick över axeln.

Den stora börskraschen 1929 är en av alla tiders mest spektakulära ekonomiska händelser. I Sverige reagerade framför allt tre nationalekonomer på händelserna på Wall Street före, under och efter kraschen. Gustav Cassel och Bertil Ohlin såg euforin och paniken på börserna som fenomen åtskilda från den övriga ekonomin. Deras teoretiska argument var att upp- och nedgångar på en aktiebörs inte kan skapa eller förstöra kapital eller köpkraft. Johan Åkerman däremot varnade enträget för en kommande börskrasch och när den kom varnade han för att den längs många vägar skulle påverka den reala ekonomin.

Det kan i tider av kris och börsoro finnas skäl att blicka bakåt mot tidigare förlopp av liknande magnitud. Börskraschen på Wall Street hösten 1929 är en av 1900-talets mest spektakulära ekonomiska händelser. Den är följaktligen flitigt omskriven, naturligt nog mest ur amerikanskt perspektiv. Här ska vi anlägga ett svenskt perspektiv. Hur reagerade svenska nationalekonomer före, under och efter kraschen?

Ett flertal ekonomer var engagerade i debatten om utvecklingen på Wall Street och de dryftade många faktorer och samband. Av utrymmesskäl kommer emellertid blickfältet att begränsas till de tre mest aktiva – Gustav Cassel, Bertil Ohlin och Johan Åkerman – och deras syn på samspelet mellan börsaktiviteten och den reala ekonomin. Tidsmässigt avgränsas undersökningen till åren 1928–30. Det innebär ett utsnitt ur debatter som pågick under längre tid. Långt tidigare hade Cassel (SvD 1 november 1923) anklagat Åkerman för att vara en konjunkturdogmatiker besläktad med ”forna dagars astrolog”. Även debatten mellan Ohlin och Åkerman spände över en längre period och berörde fler frågor än orsakerna till och effekterna av börskraschen (se Åkerman 1932a).

En stor del av debatten ägde rum i dagspressen. Av utrymmesskäl kommer dessa artiklar inte att listas bland referenserna. I stället anges tidning (*Stockholms-Tidningen* = ST, *Svenska Dagbladet* = SvD) och datum i texten.

Har resonemangen om en börskris för 90 år sedan något intresse i vår egen tid? Ja, de innehåller argument som föregriper dagens penningpolitiska debatt. Ska en centralbank fokusera på ett enda mål – prinsnivån – och överlåta åt andra aktörer att hantera de effekter en sådan politik får på tillgångspriser och företagens och konsumenters beteende, eller bör banken agera för att undvika att tillgångsbubblor blåses upp och brister med konsekvenser för hela ekonomin?

Lars Jonung har bidragit med kloka synpunkter.

Innan vi går vidare kan några elementära fakta, hämtade från den mest kända framställningen av dramatiken på Wall Street, John Kenneth Galbraiths *Den stora börskraschen* (1954), vara på sin plats. Aktiekurserna nådde sin höjdpunkt den 3 september 1929. De första kursfallen kom 19, 21 och 23 oktober. Därefter följde de tre svarta dagarna 24, 28 och 29 oktober. Torsdagen den 24 oktober omsattes nästan 13 miljoner aktier. Galbraith (2000, s 108) beskriver hur börserna präglades av ett ”vansinnigt säljrus” och – allteftersom börstelegrafens berättade om en fruktansvärd kollaps – ”av en vild, obarmhärtig skräck”. ”Detta, om något, var panik.” De båda följande dagarna blev lugnare men måndagen den 28 och tisdagen den 29 oktober satte paniken in igen. På måndagen omsattes dryga nio miljoner aktier och kursnedgången blev större än under hela den föregående veckan. På tisdagen såldes mer än 16 miljoner aktier. Det var, konstaterar Galbraith (2000, s 119), ”den mest förödande dagen i New York aktiebörs historia”. På onsdagen skedde en återhämtning. Kursfallen upphörde i mitten av november. Då hade aktiekurserna halverats sedan toppnoteringen i september. Nya kursfall följde emellertid ända fram till 1932 då börserna hade förlorat nästan 90 procent av sitt värde.

1. Några kraschtolkningar

Många forskare har vridit och vänt på orsakerna till och effekterna av den stora börskraschen utan att någon entydig bild utkristalliserats. Här är inte platsen att plöja igenom denna digra materia. En vanlig tolkning är i vart fall att kraschen skapade en osäkerhet som fick konsumenter och investerare att dra åt svängremmen (t ex Friedman och Schwartz 1965; Romer 1990). Walton och Rockoff (2002, s 502) sammanfattar ett rimligt synsätt: 1920-talet var en tid av optimism och många trodde – som så många gånger förr och senare – att tekniska och vetenskapliga framsteg hade skapat en ”ny era”. Börskraschen medförde ett kraftigt psykologiskt omslag och ”nästan över en natt tog osäkerhet och pessimism om framtiden ett grepp om allmänheten”. En åsikt är att Federal Reserve i sitt försök att bromsa haussen förvärrande situationen (White 1990), en annan är att Fed stod inför ett olösligt dilemma när aktiepriserna skenade samtidigt som varupriserna var stabila eller fallande eftersom ”beslutsfattarna inte kan slå två flugor i en smäll” (Aliber och Kindleberger 2011, s 99). Harold James (2010, s 131–132) rubricerar börskrisen ”mysteriet från 1929” eftersom ingen på ett övertygande sätt lyckats klarlägga dess orsaker och hänvisar till Ben Bernankes liknelse: att försöka förstå den stora depressionen är som att söka efter den heliga Graal.

2. Synen på ekonomerna

Det finns mig veterligt mycket lite skrivet om svenska ekonomers hållning till börsdramatiken 1929. Det lilla som finns handlar mest om Cassel. För

honom var, skriver Erik Lundberg (1969, s 5), ”1929–32 års konjunkturkatastrof i huvudsak ett *monetärt* fenomen bestämt av det starka priset. [...] Denna koncentration av intresset på prisnivåns utveckling medförde att Cassel [...] helt felbedömde 1929 års kris.” Douglas Irwin (2014, s 207) menar tvärtom att Cassel bedömde situationen rätt. Cassel varnade vid sitt USA-besök våren 1928 inför representanthusets bank- och valutautskott för att en stramare penningpolitik skulle få ”en effekt på den allmänna prisnivån som leder till depression i produktionen i det här landet [...] allt enbart för att bekämpa några spekulanter i New York”. Om den fortsatta utvecklingen skriver Irwin (2014, s 208): ”Cassels förskräckande förutsägelser började uppfyllas.” Ohlins syn på börskraschen har, efter vad jag kunnat finna, inte tilldragit sig något påtagligt retrospektivt intresse. Att Åkerman förutsåg börskrisen och depressionen är däremot ganska väl bekant, om än inte särskilt omskrivet.

3. Ekonomernas förspel 1928–29

Drogs kapital som strömmade till fondbörsen i New York bort från övriga näringslivet? Den frågan, som figurerade i finanspressen, besvarade Cassel (SvD 5 mars 1928) med ett bestämt nej:

För det första kan ju börsspekulationen såsom sådan icke ta något kapital i anspråk, då mot varje köpare av börsvärden måste stå en säljare och alltså varje affär frigör lika mycket kapital som den binder. Men naturligtvis kan fondbörsen, och i detta fall speciellt Newyorks fondbörs, ta kapital i anspråk i den mån det gäller tillkomsten av nya aktier. Detta betyder emellertid helt enkelt att fondbörsen ställer kapital till förfogande för nya realinvesteringar runtom i landet.

Inte desto mindre var överdriven fondbörspekulation skadlig och kunde leda till bakslag och ”viss depression i företagsamheten”. Den borde hållas inom vissa gränser, men inte med hjälp av höjt diskonto.

Därnäst attackerade Cassel (SvD 11 april 1928) ”den s k konjunkturforskningen”. Regelbundna konjunkturörelser hörde tiden före världskriget till och den moderna konjunkturforskningen var ”en modesak, som för närvarande håller på att sprida sig jorden runt”. ”Att det här till stor del är fråga om rent charlataneri synes otvivelaktigt.”

I första numret av Industriförbundets *Det ekonomiska läget* (april), skrev Åkerman (1928a, s 9) att Federal Reserve borde höja diskontot för att bromsa ”den ohejdade spekuleringen i industriaktier, som redan torde ha överskattat produktionens räntabilitet, och som därför måste leda till bakslag med olyckliga konsekvenser”.

I *Ekonomisk Tidskrift* ifrågasatte Åkerman (1928b, s 117) argumentet att spekuleringen saknade direkt samband med övriga näringslivet och varnade för ”att en deflation för den spekulativa krediten och en plötslig minskning av industrikapitalets värde nödvändigtvis leder till förluster inom hela näringslivet”. Börshausse framkallade riskfyllda investeringar, börskris ska-

pade desorganisation inom den finansiella och industriella ledningen och när även arbetarna investerade i aktier skulle en börs kris snabbt utvecklas till en fördelningskris. Avslutningsvis resonerade Åkerman (1928b, s 128) om de intressen som hindrat en åtstramning och till vilka ekonomerna kunde räknas: ”Slutligen torde de vetenskapsmän, vilka upphöjt prisnivåns stabilisering till suverän penningpolitisk norm [...] utan tvivel influerat på de två senaste årens Federal Reserve politik, varigenom en stark inflation av den på spekulativa ändamål inriktade krediten uppkommit.”

Ohlins (ST 1 juni 1928) syn på ”Börskurser och diskontopolitik” var radikalt annorlunda än Åkermans. För honom var Federal Reserves diskontohöjningar under året från 3,5 till 4,5 procent en oangenäm överraskning. Eftersom produktionen i amerikansk industri gått ner under vintern behövdes tvärtom ”en liberal och stimulerande kreditpolitik”. Bakom räntehöjningarna låg ”en känsla av att den våldsamma spekulationen på Newyorks fondbörs till varje pris måste hejdas”. Men haussen var naturlig och innebar bara att börsen förhandsdiskonterade den ökade räntabiliteten i en uppåtgående konjunktur. Någon kreditåtstramning behövdes inte. ”Låt hellre börsspekulationen fortgå. Efter överdrifter i ena riktningen kommer av sig själv en naturlig reaktion. Denna är visserligen ej behaglig men dock långt att föredraga framför att själva produktionens utveckling hålles tillbaka av en hårdhänt kreditpolitik.” Att Fed ändå hade agerat berodde enligt Ohlin på fruktan för att ett bakslag på börsen skulle utlösa en allmän ekonomisk kris. Denna fruktan var emellertid bara en kvarleva från en tid när man såg konjunkturproblemet som ett krisproblem. Nyare forskning visade ”att växlingen mellan goda och dåliga tider är en böljegång, vars övergång från uppåt till nedåt kan försiggå mycket mjukt”. ”En börs kris är farlig endast om den inträffar på en tidpunkt, då uppgången inom det ekonomiska livet drivits för långt och förutsättningar finns för en allmän kris.” En annan faktor som kunde ha påverkat Fed var föreställningen att fondbörsen under perioder med stigande kurser tar kapital i anspråk. Ohlin instämde med Cassel att detta var en villfarelse eftersom aktieaffärer endast innebär att pengar/köpkraft flyttas från en person till en annan.

I julinumret av Handelsbankens *Index* presenterade Ohlin (1928a, s 5) en utförlig version av sitt budskap och gjorde klart att en centralbank inte borde bekymra sig om börsspekulation:

Ju flera uppgifter centralbankernas kreditpolitik skall fylla, desto större blir ovillkorligen sannolikheten för att tillgodoseendet av en uppgift endast kan ske på bekostnad av en annan. Börsspekulationen, produktionen och betalningsbalansen kunna mycket väl temporärt ställa olika krav, särskilt på diskontopolitiken.

Det var alltså inte nödvändigt att agera mot en börshausse. Om något skulle göras så borde det, ansåg Ohlin (1928a, s 8), ske ”genom ’moralisk’ påtryckning från centralbankens sida gentemot privatbankerna, och från dessa gentemot spekulanterna”.

I juni-numret av *Det ekonomiska läget* upprepade Åkerman (1928c, s 4) sin varning: "Jämte avbetalningsköpen torde aktiespekulationens spridning till mindre bemedlade samhällsklasser vara den företeelse som kan få de mest ödesdiga följderna vid ett konjunkturomslag." Spekulationsvågen hade utlösts genom diskontosänkningen sommaren 1927 och de följande diskontohöjningarna hade kommit för sent." Det ekonomiska läget i Amerika måste betecknas som kritiskt, och utsikterna till en avveckling av de högt uppdrivna börslånen utan förluster för näringslivet i dess helhet, synas mycket små" (Åkerman 1928c, s 7). I oktobernumret förklarade Åkerman (1928d, s 5) att erfarenheterna från 1927 "med skärpa uppvisat svagheten och ensidigheten i den icke sällan framförda tesen, att det står centralbankens ledning fullständigt fritt att hålla prisnivån fullständigt konstant och att konjunkturväxlingarna i och med denna nya politik fullständigt skola utplånas".

I oktober deklarerade Cassel (1928, s 60) däremot att en centralbank endast har en uppgift, att hålla varuprisnivån konstant: "Vi måste komma ifrån den uppfattningen, att det skulle vara en skyldighet för centralbanken att hålla ordning på okloka fondbörsspekulanter." En sund reglering av fondbörsen måste ske med andra medel än diskontopolitik.

I december hissade Åkerman (1928e, s 8) åter varningsflagg: "Konjunkturutsikterna för 1929 innebära betydande riskmoment [...] och man måste gå tillbaka till hösten 1920 för att finna en parallell till det ovissa inslaget i den nuvarande situationen." Denna varningsflagg ville Ohlin (ST 14 december 1928) genast hala:

Vad först utsikterna i Förenta staterna beträffar, så synes det mig föreligga ringa anledning att där vänta en depressionsartad utveckling under år 1929. [...] Att ett mindre bakslag inom produktion och handel kan följa på ett sammanbrott på fondbörsen är visserligen sant, men för min del tror jag icke, att verkan därav kan bli synnerligen djupgående.

Åkerman (ST 30 december 1928) anklagade Ohlin för att bara acceptera konjunkturprognoser präglade av "oföränderlig optimism" och av "en fast, oföränderlig periodicitet i det ekonomiska livet". Det synsättet tog inte hänsyn till "det invecklade psykologiska inslaget i bankpolitiken och företagarverksamheten". Åkerman räknade med ett konjunkturomslag inom några veckor eller månader. Men när människor trodde på "oavbrutet stigande varupris eller aktievärden för all framtid" var det "en otacksam uppgift att återföra dessa föreställningar till verklighetens plan". Ohlin och andra ekonomer föreställde sig tydligen "att efterkrigstidens centralbankspolitik samt produktions- och försäljningsorganisation [...] i grunden förändrat den ekonomiska riskens natur".

Ohlin (ST 31 december 1928) ville inte förknippas med åsikten att konjunkturerna varierar med perioder av fast och oföränderlig längd. Han ville bara ha sagt att en ny konjunkturredgång inte kunde komma så tidigt som våren 1929.

I början av det nya året tillbakavisade Cassel (1929a) varje tanke på att konstruera ett bredare prisindex än den allmänna varuprisnivån, omfattande löner och tillgångspriser. Kort därpå konstaterade han belåtet att hans artikel från oktober föranlett en omfattande diskussion runt om i världen. Men ännu förkunnades budskapet att fondbörsen drog kapital från det verkliga näringslivet. Något sådant kunde emellertid inte hända. Att kapitalet på väg till näringslivet tog en omväg via börsen kunde dock, medgav Cassel (1929b, s 24), orsaka ”en betydande osäkerhet, som vid ett eventuellt bakslag kan tänkas åstadkomma allvarsamma rubbningar”. Vilka metoder fanns då för att stävja spekulatören? Den frågan var det upp till bankerna och inte centralbanken att besvara.

Åkerman (1929a, s 103–104) satte fingret på de frågor han ansåg att diskussionen handlade om: ”1) Kan börslånens stegring på något sätt skada näringslivet? samt 2) Om så är fallet, kan kreditgivningen till börslånemarknaden (the call loan market) inskränkas utan att samtidigt företaga en allmän kreditrestriktion?”. Med hänvisning till Cassels och Ohlins argument att börsspekulation inte skapar något självständigt kapitalbehov radade Åkerman (1929a, s 105) upp sina motargument. Börslån går inte alltid till produktionen, ”utan att man här kan tala om en kedjehandel med värdepapper bland spekulanterna, vilka hålla den en gång lämnade krediten bunden så länge som haussen pågår”. Och hur kom det sig om värdepappershandel bara betyder att köpkraft flyttas från den ene till den andre, att ”man ansåg en varuprisstegring till följd av ökad utlåning så utomordentligt mycket farligare än en stegring av aktieprisen”. Dessutom blir emissionerna mer riskfyllda ju längre en *hausse* pågår och förbindelserna mellan spekulatörer och produktion underskattas.

Åkerman (1929b, s 184) anklagade Cassel för att förfäktat ”ett automatiskt och enkelriktat kausalförhållande mellan kreditgivning och varuprisnivå” och tog upp tre penningpolitiska normer till granskning: stabilisering av växelkurser, prisnivå och produktionsökning. Själv förordade han den tredje, som låg nära Davidsons och Lindahls norm (att prisnivån ska fås att variera i omvänt förhållande till produktiviteten). Den normen krävde tillgång till information om produktionen av fast realkapital och konsumtionsvaror, om industrins räntabilitet och lönenivån samt om kreditgivningens fördelning på produktion, konsumtion och spekulatörer. Åkerman (1929b, s 187–188) beklagade att räntan sommaren 1927, under inflytande av ”ivrare för prisstabiliseringen”, hade sänkts till 3,5 procent vid sjunkande prisnivå, trots att börslånen ökade. I början av 1928 lades kursen om men det gick inte att ”hejda den utveckling som igångsatts med sådan kraft”.

I oktober förklarade Åkerman (1929c, s 17) ”att centralbanken från sommaren 1927 förlorat kontrollen över penningmarknaden, varigenom spekulanterna, som kunna räknas i miljoner och äro spridda över Amerika och Europa, kunnat skapa en egen penningmarknad med högre räntenivå”. Även Ohlin (ST 30 september 1929) lät förstå att det fanns ”vissa tecken

som tyda på att ett konjunkturomslag, låt vara av mjukaste slag, skall komma i Amerika till nästa år”.

4. Ekonomernas reaktioner på kraschen

Cassel (SvD 31 oktober 1929) var först ut att kommentera börskraschen. I ledaren ”En brusten bubbla” konstaterade han att det var omöjligt att fullt överblicka situationen men att ”kursförlusterna efter den långvariga vilda, besinningslösa haussen äro katastrofala”. ”Någon gång skulle likvideringen av dessa dårskaper komma, och det var klart att ju längre det dröjde, desto större skulle katastrofen bli.” Han såg dock ingen större risk för den reala ekonomin: ”Man räknar med flera månaders depression för affärlivet. Emellertid får man ej förglömma att denna börskrasch endast är en bortrensning av en osund överspekulation, som tagit de mest våldsamma former, och ej en föregångare till en inbrytande lågkonjunktur.”

En vecka senare förklarade Cassel (SvD 7 november 1929) att de stigande aktievärdena hade varit naturliga med tanke på de ökade företagsvinsterna. Under 1929 hade emellertid industriproduktionen mattats av. Orsaken till kursfallet på New York-börsen fanns ”helt enkelt att söka i avstannandet av industriens högkonjunktur. Federal Reserve-bankernas räntesatser hade föga betydelse för fondbörsen”.

Åkerman (1929d, s 1) raljerade över kommentatorernas efterklokhet: ”Sedan krisen på aktiemarknaden nu inträffat och till sin omfattning ställt alla föregående börskriser i skuggan, har man inom ekonomiskt intresserade kretsar kommit överens om, att denna händelse var länge väntad och önskvärd.” Han frågade sig varför varningsropen haft så svårt att bli hörda och pekade på psykologiska faktorer som självförstärkande optimism och konformism:

Den stigande konjunkturen är till en del en psykologisk företeelse, ty tillförsikten ökas i den mån den sprides till allt flera delar av näringslivet; det betraktas rent av som illojalt mot företagarkerksamheten att peka på de stigande riskerna och detta gäller särskilt mot haussens slut, då överskattningen av de framtida vinstmöjligheterna blivit allmän.

Åkerman (1929d, s 12) fann det svårt att ”överskåda omfattningen av den kapitalförstörelse, som åstadkommits i Amerika”. De svåraste rubbningarna kunde förmodas uppstå ”därigenom att så stora delar av befolkningen berövats sina sparmedel”, vilket skulle leda till en kraftig om än tillfällig minskning av konsumtionen. Åkerman (1929d, s 15) återkom också till resonemanget om att allt hänger samman i det ekonomiska livet:

Fortfarande synes man på många håll icke ha insett, att industriländernas produktionsförmåga och köpkraft i grund och botten är en enda enhet och att alla försök med partiell reglering av priset på varor, sparkapital eller produktionsmedel äro dömda att misslyckas. Därmed följer också, att krisartade förändringar på den internationella penningmarknaden sprida sina verkningar till alla delar av den internationella världen [...].

Ohlin (ST 25 november 1929) trodde inte att börsens sammanbrott kunde leda till väsentlig konjunkturförsämring. Börs krisen innebar visserligen att många småspekulanter gjort förluster och måste inskränka inköpen av bilar, grammofoner och radioapparater och dessutom kunde få svårt att klara avbetalningarna på redan inköpta artiklar. En del industrier kunde tvingas minska sin produktion, vilket i sin tur skulle påverka andra industrier. ”Verkningarna sprida sig på så sätt i allt vidare cirklar.” Hans optimism var emellertid obruten: ”Federal Reserv [sic] systemet har för närvarande en så stark ställning och en så stor elasticitet, att alla farhågor i den vägen äro onödiga.” Dessutom tänkte president Hoover forcera offentliga arbeten. ”Min slutsats blir alltså att man kan vänta en minskad produktionstakt men ingen kris inom amerikanskt näringsliv under det närmaste halvåret.”

Åkerman (ST 2 december 1929) anklagade i en replik än en gång Ohlin för att kräva att prognoser ”alltid skola vara optimistiska” och fortsatte: ”I Amerika har man under de båda senaste åren och fram till den stora börs krisen helt och hållet tillämpat prof. Ohlins föreskrift, men i dag erkännes det allmänt, att det varit lyckligare både för den nya och den gamla världens ekonomiska hälsa, om man lyssnat till de varnande rösterna.” Men nu gällde det kraschens följder. Åkerman tolkade Ohlins ledare som att det vore möjligt att ”isolera penningmarknaden i förhållande till produktionen”. Själv ansåg han att det fanns ”otaliga förbindelser mellan förändringarna på penningssidan och på varusidan”. Konjunkturerna i olika länder kunde inte heller isoleras från varandra. Det internationella kapitalet hade dragits till börsen i New York, där det till en del förintats – ”detta är den stora börs krisens verkliga innebörd”.

Ohlin (ST 6 december 1929) förnekade att han krävt optimistiska prognoser och radade upp ”fakta som visa att konjunkturerna i år varit bättre, icke sämre än i fjol”. ”Dr. Å. gör sig saken för lätt när han kallar ett ekonomiskt uppsving för en nedgång bara för att det skall passa med hans förutsägelser.” Ohlin gav därefter Åkerman en teoretisk näsknapp:

Här möta vi i sanning en ny teori, eller i varje fall en som nationalekonomerna förut ansett tillhöra den ekonomiska vidskepelsen. Skulle kapital försvinna därför att en aktiekurs sjunker? Börs krisen betyder som bekant i stort sett, att redan före 1928 emitterade aktier först jobbats upp i höga kurser och sedan fallit igen. Då intet verkligt kapital skapades genom uppgången, kan intet ha gått förlorat – ”förintats” – genom fallet.

Ohlin slutade med att i överlägsen stil tvåla till Åkerman: ”Han måste lära sig att anslå en annan ton än den han nu använt mot mig och nyligen mot professor Heckscher i tidningen ’Ekonomen’.”¹ Varpå Åkerman (ST 8 december 1929) svarade ”att tonen i prof. Ohlins anmärkning på tonen i min artikel torde följa bumerangens rörelse”.

I en ledare bagatelliserade Cassel (SvD 9 december 1929) ”Den stora

¹ Åkerman och Eli Heckscher förde under 1929 i *Ekonomen* en omfattande diskussion med fyra inlägg av Åkerman och två av Heckscher om tillförlitligheten i prisindexberäkningar.

börskrisens verkningar”: ”Att en sådan förlust skulle komma var ju alldeles naturligt och borde icke på något sätt kunnat verka överraskande.” Avmattningen skulle av sig själv skapa en konjunkturuppgång när industrins kapitalbehov minskade samtidigt som den ”ständigt flytande strömmen av nya besparingar” ställde kapital till förfogande och genererade förnyad aktivitet.

5. Ekonomernas efterspel 1930

Ohlin (ST 2 januari 1930) inledde det nya året med en optimistisk prognos. ”Ingenting talar för, att den [börskrisen] kommer att utöva något väsentligt inflytande på det ekonomiska världsläget under mer än några månader.” Framtidsutsikterna var ljusa. ”Man har full rätt att vänta att den ekonomiska utvecklingen under de närmaste åren skall förtjäna beteckningen ekonomiskt *framåtskridande*.”

I årets första nummer av *Det ekonomiska läget* förkastade Åkerman (1930a, s 6–7) uppfattningen att börslån inte tar kapital i anspråk och slog fast att händelserna i USA i slutet av 1929 ”på nytt understrukit, att förändringarna på penningmarknaden och inom produktionens område äro nära förenade med varandra”. Han trodde inte att räntesänkningarna efter börsfallet skulle få någon större effekt, ”ty efter en sådan allmän omvärdering av realkapitalets värde är man faktiskt okunnig om de rätta, lönande områdena för sparkapitalets anbringande”. Det gjorde att företagarna under ”den klagörande likvidationsprocessen” förhöll sig avvaktande.

I april 1930 höll Åkerman föredrag om ”Prisnivån och räntepolitiken” i Nationalekonomiska Föreningen (NF). Han framställde prisnivåpolitiken i maritima termer: ”Det är som att söka styra ett fartyg efter en bestämd kompassriktning, med ögonen fastnitade vid kompassnålens ställning över detta gradtal, utan hänsyn till magnetiska störningar, tidvatten, strömdrag, vind, vågor och blindskär” (NF 1930, s 74–75). Sin kritik av denna politik sammanfattade han i tre punkter: 1) Måttet på prisnivån – prisindextalet – är ett sammansatt och abstrakt medeltal. Det ekonomiska livet genomgår oavbruten förändring och samma varor spelar olika roll vid olika tidpunkter. 2) Prisnivån är bara *ett* mått på vad som sker. Den penningpolitiska normen måste vara något mer allmängiltigt. 3) Sambandet mellan prisnivå och räntepolitik är mer invecklat än vad prisstabiliseringens anhängare vill påskina. Prisnivåns växlingar beror utöver monetära faktorer på tekniska och kommersiella framsteg. Den norm Åkerman ville se var stabilisering av produktionsökningen, närmast liktydigt med konjunkturstabilisering.

Hur skulle centralbanken kunna stabilisera produktionsökningen? Utöver de i kvantitetsteorin ingående faktorerna penningmängd, varumängd och prisnivå borde även den fjärde faktorn, omloppshastigheten, studeras. Det kunde ske via uppgifter om kassabehållning och varulager i olika delar av näringslivet. Åkerman slutade sitt anförande med en förhoppning om att Sverige skulle visa vägen för en nyorientering i denna riktning.²

² Ett produktionsindex lanserades av Åkerman (1932b).

Ohlin trodde att de vanliga grosshandelsprisindexalen överdrev prisfall-
let eftersom de bara inbegrep ett fåtal varor. Han höll med Karin Kock, som
lätit förstå att Åkerman negligerat guldbristens betydelse och förvånade sig
över att Åkerman, ”såsom en utomordentligt beläst man”, inte kände till
de analyser som visade att guldbrist kan vålla prisfall. Ohlin sade sig själv
känna till ”ett stort antal sådana analyser” (NF 1930, s 98). Åkerman kunde
trösta sig med att Heckscher förklarade att ”[d]en vidskepelse varmed man
betraktat prisnivån har varit mycket farlig” eftersom denna var ”en abstrak-
tion från en mängd olika faktorer” (NF 1930, s 104–105).

Cassel deltog inte i föreningens diskussioner men analyserade i en arti-
kel den amerikanska diskontopolitiken. Kritiken mot Fed för att med alltför
liberal kreditpolitik hösten 1927 ha satt igång börsspekulationen gav han
inte mycket för. Det hade varit rätt att under första halvåret 1928 succes-
sivt höja diskontot till fem procent för att bekämpa prisstegringen. Hös-
ten 1929 lät Fed av ”lusten att bekämpa fondsbörsspekulationen förleda
sig till” att höja diskontot till sex procent. Efter kraschen i oktober sänkte
Fed successivt diskontot till 4,5 procent vid årets slut. ”Dessa diskontosänk-
ningar kommo emellertid för sent. Prisfallet hade redan börjat och adderat
sin deprimerande inverkan till den, som framkallades av fondbörsens sam-
manbrott” (Cassel 1930, s 44).

Åkerman (1930b, s 103) ställde i *Ekonomien* frågan: ”Varför är det dåliga
tider?” Han ansåg att det förelåg ”en djupt rotad uppfattning, att den eko-
nomiska organismen är enkel, att den fungerar som en smörgåsmat”
och fortsatte: ”Goda, ’normala’ tider anses vara regeln och depressionerna
besynnerliga undantag, som varje gång kräva en speciell, fast förklaring, i
stil med att myntet fastnat i automaten. Och ändå har årtionde efter årti-
onde bevisat, att den ekonomiska utvecklingen går vågformigt framåt.”

6. Slutord

Diskussionen om utvecklingen före, under och efter New York-börsens kol-
laps 1929 anfördes i Sverige i huvudsak av tre nationalekonomer: Gustav
Cassel, Bertil Ohlin och Johan Åkerman. Cassel och Ohlin bagatelliserade
händelserna på Wall Street. De såg euforin och paniken på börserna som feno-
men åtskilda från den övriga ekonomin. Deras teoretiska argument var att
upp- och nedgångar på en aktiebörs inte kan skapa eller förstöra kapital
eller köpkraft. Om man bara för en penningpolitik som håller prisnivån sta-
bil finns inte mycket att frukta. Cassel utfärdade visserligen varningar, men
inte för effekterna av en börskras utan för att en stramare penningpolitik i
syfte att bromsa börseuforin kunde leda till deflation och depression. Ohlin
gick på samma linje och ansåg i efterhand att den räntehöjning som Fede-
ral Reserve sent omsider företog hade förvärrat kraschen och konjunktur-
omslaget. Ohlin var emellertid till skillnad från Cassel notorisk optimist.
Han såg fortfarande ett par månader efter kraschen lysande framtidsutsik-
ter avteckna sig mot horisonten. Åkerman varnade enträget för en kom-

mande börskrasch och ansåg att räntan borde höjts på ett tidigt stadium för att bromsa aktiespekulationen; ju längre boom desto allvarligare krasch. När kraschen kom varnade han för att den längs många vägar skulle påverka den övriga ekonomin.

Duellen mellan Ohlin och Åkerman var intensiv. Även om Ohlin kanske från en nationalekonomisk teorihorizont ses som segrare var det snarare den realistiske pessimisten och inte den teoretiska optimisten som bäst förstod vad som var å färde. Åkerman var klar över de psykologiska verkningarna av en börskrasch, verkningar som ofta betonats i forskningen om händelseutvecklingen efter de svarta dagarna i oktober 1929.

Cassel avskydde de moderna konjunkturforskarna som han emellanåt liknade vid babyloniska astrologer. Både Ohlin och Åkerman tillhörde denna skara men de hade på babyloniskt vis svårt att begripa varandra. Ohlin representerade ett deduktivt och Åkerman ett induktivt synsätt; Åkerman (1930a, s 50) beklagade sig över Ohlins ”helt och hållet negativa inställning till den moderna, induktiva nationalekonomien”. Man skulle, för att använda Åkermans senare tillkomna begreppsapparat, kunna säga att Ohlin höll sig med en kalkylmodell medan Åkerman arbetade med kausalanalys.

Situationen på 1920-talet har vissa likheter med 2010-talet med en kraftig högkonjunktur utan inflation. På 1920-talet var det prisstabilisering som gällde. Åkerman förespråkade i linje med Davidson och Lindahl en alternativ norm enligt vilken effektivisering av produktionen innebär att prisnivån tillåts sjunka utan att detta tolkas som deflation. I vår tid är normen ett inflationsmål på två procent som centralbankerna haft svårt att uppnå ens med minusränta. Inflationsmålet kan, liksom prisnivåmålet för 90 år sedan, ifrågasättas om det är så att effektivare produktion är orsaken till att det inte uppnås.

REFERENSER

- Aliber, R Z och C Kindleberger (2011), *Manias, Panics and Crashes*, Palgrave Macmillan, London.
- Cassel, G (1928), ”Diskontopolitik och börspekulation”, *Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift*, vol 9, s 57–60.
- Cassel, G (1929a), ”Stabiliseringsproblemet”, *Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift*, vol 10, s 1–4.
- Cassel, G (1929b), ”Tar fondbörsen kapital i anspråk?”, *Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift*, vol 10, s 21–24.
- Cassel, G (1930), ”Fördröjd diskontopolitik”, *Skandinaviska Kreditaktiebolagets Kvartalskrift*, vol 11, s 41–44.
- Friedman, M och A Jacobson Schwartz (1965), *The Great Contraction 1929–1933*, Princeton University Press, Princeton.
- Galbraith, J K (1954), *Den stora börskraschen*, nyutgåva 2000, Ordfront Förlag, Stockholm.
- Irwin, D A (2014), ”Who Anticipated the Great Depression? Gustav Cassel versus Keynes and Hayek on the Interwar Gold Standard”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 6, s 199–227.
- James, H (2010), ”1929: The Stock Market Crash”, *Representations*, vol 110, s 129–144.
- Lundberg, E (1969), ”Gustav Cassels insatser som nationalekonom”, *Skandinaviska Bankens Kvartalskrift*, vol 50, s 1–6.
- Nationalekonomiska Föreningen (1930), ”Prisnivån och räntepolitiken”, *Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar*, 25 april 1930.
- Ohlin, B (1928), ”Centralbankspolitik och börskurser”, *Index*, vol 3, s 2–9.
- Romer, C D (1990), ”The Great Crash and the Onset of the Great Depression”, *Quarterly Journal of Economics*, vol 105, s 597–624.
- Walton, G M och H Rockoff (2002), *History of the American Economy*, Thomson Learning, Boston.

- White, E N (1990), "The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited", *Journal of Economic Perspectives*, vol 4, s 67–83.
- Åkerman, J (1928a), *Det ekonomiska läget*, vol I, april 1928.
- Åkerman, J (1928b), "Federal Reserve bankernas penningpolitik", *Ekonomisk Tidskrift*, vol 30, s 101–128.
- Åkerman, J (1928c), *Det ekonomiska läget*, vol I, juni 1928.
- Åkerman, J (1928d), *Det ekonomiska läget*, vol I, oktober 1928.
- Åkerman, J (1928e), *Det ekonomiska läget*, vol I, december 1928.
- Åkerman, J (1929a), "Kapitaldisposition och kreditransonering", *Ekonomisk Tidskrift*, vol 31, s 95–109.
- Åkerman, J (1929b), "Penningpolitikens normer", *Ekonomisk Tidskrift*, vol 31, s 170–190.
- Åkerman, J (1929c), *Det ekonomiska läget*, vol II, oktober 1929.
- Åkerman, J (1929d), *Det ekonomiska läget*, vol II, december 1929.
- Åkerman, J (1930a), *Det ekonomiska läget*, vol III, februari 1930.
- Åkerman, J (1930b), "Varför är det dåliga tider?", *Ekonomien*, vol 7, s 103–108.
- Åkerman, J (1932a), "Svar till prof. Bertil Ohlin", bilaga till *Det ekonomiska läget*, vol V, s 33–50.
- Åkerman, J (1932b), *Industriförbundets produktionsindex – motiv och principer*, Sveriges Industriförbund, Stockholm.