

MAHMOOD ARAI
STEFAN FÖLSTER
KARI LANTTO
ROGER PYDDOKE

En ny mikrogrund för makroteorin*

Sedan ett par decennier har Joseph Stiglitz (Stanford University) arbetat med att utveckla mikroteori för marknader där aktörerna har olika information. Vid Econometric Society's möte i Köpenhamn 1987 berättade han om sina försök att med denna ansats, tillsammans med Weiss och Greenwald, skapa en ny makroteori. Utgångspunkten är att skillnaderna i aktörernas information leder till att arbetsmarknaden och kreditmarknaden karaktäriseras av utbuds- och efterfrågeöverskott i jämvikt. Den centrala idén i Stiglitz's teori är att ekonomin är känslig för kreditutbudet, eftersom företagens beteende i hög grad påverkas av deras tillgång till likviditet. Här förmedlas huvuddragen i denna idé.

Den makroekonomiska doktrinhistorien präglas av två rivaliserande synsätt på en ekonomis förmåga att motverka konjunktursvängningar. Enligt det interventionistiska synsättet finns inga automatiska anpassningsmekanismer som kan föra en ekonomi ur en kris, vilket medför

att bestående ofrivillig arbetslöshet kan uppstå. Därför bör regeringen gripa in och återställa balans. Det marknadsliberala synsättet däremot förnekar möjligheten av bestående ofrivillig arbetslöshet. Det medger visserligen att en ekonomi kan präglas av obalans men betonar att dess egna inneboende – om än långsamma – balanserande krafter är överlägsna all politisk intervention.

Ett skäl till att dessa två oförenliga synsätt har kunnat hävda sig jämsides är att inget av dem bygger på en övertygande mikroteori. Mikroteorin har inte kunnat förklara uppkomsten av bestående ofrivillig arbetslöshet, kreditransonering eller förväntningsbildning.

Nya resultat i den mikroekonomiska teorin har dock ändrat förutsättningarna. Genombrotten kom när uppmärksamhet

*Fil kand MAHMOOD ARAI, är doktorand i nationalekonomi och verksam vid Institutet för social forskning, Stockholms universitet.
Fil dr STEFAN FÖLSTER, forskar vid Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet och Industriens utredningsinstitut, Stockholm.
Fil kand KARI LANTTO, är doktorand vid Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet och utredare på Riksförsäkringsverket.
Fil kand ROGER PYDDOKE, är doktorand vid Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet.*

* Vi vill tacka Mats Kinnwall och Eskil Wadensjö för synpunkter. För resebidrag tackas Nationalekonomiska institutionen och Riksförsäkringsverket.

riktades mot ekonomiska aktörers beteende när de har bristfällig information. Här har Stiglitz i samarbete med t ex Greenwald och Weiss blivit en förgrundsgestalt. (Se Stiglitz & Weiss [1981], Greenwald, Stiglitz & Weiss [1984] och Greenwald & Stiglitz [1987].) Under de senaste åren har Stiglitz och hans medarbetare satt ihop vissa delar av den nya mikroteorin till en makroteori. Den nya teorin kallar Stiglitz för "The New Keynesian Economics" – som vi översätter till nykeynesiansk teori – ty dess slutsatser vad gäller stabiliseringspolitiken överensstämmer i grova drag med Keynes egna. Mekanismerna skiljer sig dock avsevärt mellan teorierna.

Den grundidé som den nykeynesianska teorin bygger på är att informationsproblem medför att aktörer kan tjäna på hitills svårförklarade beteenden. Det kan till exempel vara lönsamt att betala löner över den marknadsklarande nivån, att låna ut pengar till en ränta under den marknadsklarande nivån eller att minska produktionen trots att priserna stiger.

Informationsproblemen är av två slag: antingen vet man inte vad en person gör, eller så vet man inte vilka egenskaper en person har. Det första, också kallat för "moral hazard", medför ett incitamentsproblem. Till exempel kan arbetsgivaren ha små möjligheter att observera den anställdes insats. I detta fall kan en hög lön ge den anställde incitament att anstränga sig mer. Ett annat exempel är att banker har svårt att påverka låntagares risktagande. Här kan en låg ränta ge incitament att satsa på mindre riskabla investeringar.

Det andra informationsproblemet, också kallat för "adverse selection", medför ett sorteringsproblem. T ex kan en arbetsgivare som har små möjligheter att observera arbetarnas egenskaper, öka sina chanser att anställa högproduktiva arbetare genom att erbjuda en hög lön. Ett annat exempel är att en bank som har svårt att observera hur pålitliga nya lånta-

gare är, ändå kan locka till sig pålitliga låntagare genom att erbjuda en låg ränta.

Med utgångspunkt från dessa informationsproblem visas hur jämvikt kan uppstå vid priser (lön och ränta) skilda från det pris som ger lika stort utbud som efterfrågan. Med jämvikt menas i allmänhet ett tillstånd där ingen aktör kan förbättra sin situation genom att förändra sitt beteende. Det betyder således *inte* nödvändigtvis att marknaden klarerar efterfrågan och utbud.

Denna möjlighet till jämvikt utan marknadsklarering resulterar i ransonering på arbets- och kapitalmarknaden. Med ransonering avses i detta sammanhang inte någon statlig sådan (som den kreditransonering som Riksbanken sköter) utan t ex ofrivillig arbetslöshet på arbetsmarknaden och avslagna låneansökningar på kapitalmarknaden.

När kapital ransoneras tvingas företagen anpassa produktionen för att undvika risken av likviditetskris eller konkurs. Av detta skäl blir kreditutbudet en viktigare faktor än penningmängden i den nykeynesianska teorin.

Förståelsen av informationsproblemen gör det möjligt att i den nykeynesianska teorin förankra makroekonomiska resultat i rimliga beteendantaganden. Men det viktigaste stödet för den nya teorin består i att den förefaller vara förenlig med ett antal välkända makroekonomiska fenomen. Nyklassiska och neoklassiska makromodeller, men även keynesianska modeller, har däremot konsekvenser som inte verkar överensstämma med empiriska observationer. Vi skall diskutera dessa problem och förklara hur de löses av den nykeynesianska teorin.¹

¹ Stiglitz gav i Köpenhamn en lista på "stylized facts" som är svårförklarliga inom ramen för de harskande teorierna. Till dessa hör att arbetslöshet framst yttrar sig i uppsägningar och inte i arbetstidsvariationer. Arbetslösheten drabbar därför ett mindre antal enskilda individer i stället för att spridas jämnt över alla.

Ransonering på arbetsmarknaden; effektivitetslöneteorin

Ett flertal försök har gjorts att skapa keynesianska mikroekonomiska förklaringar till lönestelhet och ofrivillig arbetslöshet. Ett exempel är hypotesen att institutionella barriärer (som minimilönslagstiftning, fackföreningar och regleringar på arbetsmarknaden) höjer lönerna ovanför den marknadsklarande nivån. Dessa faktorer spelar säkerligen en roll, men deras allmängiltighet ställs i tvivel av observationen att arbetslöshet förekommer även i sektorer och länder som inte har sådana barriärer.²

Effektivitetslöneteorin är ett försök att förklara förekomsten av bestående ofrivillig arbetslöshet och att sysselsättningen inte varierar som läroboksteorin med perfekt information förutsäger, dvs varför inte lönerna faller tillräckligt för att arbetslösheten skall försvinna.

Denna teori kan beskrivas på följande sätt (Se Yellen [1984] och Akerlof & Yellen [1986] för en översikt).³ Företagen kan finna det lönsamt att betala löner som överstiger den marknadsklarande nivån och endast anställa en bråkdel av de sökande. Högre löner ger incitament till de anställda att anstränga sig mer (vilket minskar incitamentsproblemen) och det blir lättare att rekrytera högproduktiva arbetare (vilket minskar sorteringsproblemen). Dessa två problem förklaras nedan. Givet att många företag betar sig på detta sätt så uppstår en permanent arbetslöshet.

Incitamentsproblem (moral hazard)

Antag att en anställd kan välja att prestera mycket eller lite. Väljer han att prestera lite (t ex genom att maska), så finns det viss risk för att han upptäcks och avskedas eller omplaceras. Om arbetsgivaren är välinformerad om arbetarens ar-

betsinsats så är risken stor, vilket avhåller arbetaren från att maska.

Om i stället arbetsgivaren på grund av svårigheter med övervakning är dåligt informerad om arbetarnas arbetsinsats är risken liten att maskningen blir upptäckt.⁴ Vid den marknadsklarande lönen har de som maskar inga incitament att öka sina arbetsinsatser, eftersom deras förväntade förlust av att maska blir obetydlig. De blir i värsta fall avskedade, men kan då istället räkna med en snabb återanställning hos en annan arbetsgivare, eftersom ingen arbetslöshet förekommer.⁵

I en värld med imperfekt övervakning och marknadsklarande löner finns det utrymme för arbetsgivaren att öka arbetsproduktiviteten genom att höja lönen. Då blir arbetet attraktivare för den anställda och förlusten av att bli avskedad större. Detta leder till ökade incitament för högre arbetsinsats vilket leder till

² Andra exempel är teorin om "implicita kontrakt" (Se Rosen [1985], för en översikt) och den sokteoretiska förklaringen av arbetslösheten. Kritiken mot dessa har varit att implicita kontrakt borde leda till arbetstidsvariationer istället för uppsägningar medan den sokteoretiska ansatsen enbart förklarar frivillig arbetslöshet.

³ Här diskuterar vi endast effektivitetslöneteorier grundade på asymmetrisk information. Det finns dock andra effektivitetslöneteorier som förklarar förekomsten av löner ovanför den marknadsklarande nivån utifrån omställningskostnader, sociala normer, hotet om bildande av fackförening och arbetarnas förhandlingsstyrka. (Se Kazamakis [1988] artikel i detta nummer av *Ekonomisk Debatt*.)

⁴ I exemplet bortser vi från faktorer utanför den anställdes kontroll som kan påverka produktionsnivån. I detta fall blir kontroll av arbetsinsats eller resultat ekvivalenta.

⁵ Visserligen kan andra faktorer som rädsla för att få dåligt rykte eller den sociala skammen i viss mån avhålla arbetaren från maskning. Dessa faktorer har dock inte på något systematiskt sätt införlivats i några modeller. Det är sannolikt att dessa faktorer sätter någon slags undre gräns för ansträngningsnivån men ger foga incitament att anstränga sig utöver den.

högre produktivitet.⁶ Om alla arbetsgivare höjer lönen (lika mycket) så faller deras "efterfrågan" på arbetskraft och arbetslöshet uppstår.

Sorteringsproblem (adverse selection)

Om företaget kunde observera de egenskaper hos de sökande som har betydelse för produktiviteten, skulle det kunna rekrytera den arbetskraft det vill ha till marknadsklarande lön. För en given produktivitet skulle företaget anställa de som bjuder ut sin arbetskraft billigast. Problemet för företaget är att personer som har samma observerbara kvalifikationer kan skilja sig i produktivitet. Erbjuder företaget då en högre lön så ökar sannolikheten att den man anställer är högproduktiv. Högproduktiva arbetare antas ha högre alternativsättning.

De arbetare som bjuder ut sin arbetskraft till löner under den rådande lönen avvisas av företagen, dels för att deras produktivitet inte kan avgöras till rimliga kostnader, dels för att det låga budet ses som ett tecken på låg produktivitet. Dessa sökande kan ändå vara lika produktiva som de som har anställning. I denna mening uppstår ofrivillig arbetslöshet eller ransonering.

Sammanfattningsvis kan följande sägas om effektivitetslöner. Arbetskraftsproduktiviteten ökar med lönen. Detta gör att kostnaden för en effektiv enhet av arbetskraft (= lön/produktivitet) först faller när lönen stiger på grund av att produktivitetssökningen dominerar ökningen i lönekostnaden och sedan stiger när ökade lönekostnader dominerar produktivitetssökningen. Företagen väljer den lön som minimerar kostnaden för den effektiva enheten av arbetskraft. Denna lön kan överstiga den marknadsklarande lönen. På detta sätt uppstår ransonering på arbetsmarknaden, dvs den högre lönen ger ofrivillig arbetslöshet.

Effektivitetslöneteorin har ännu ej

genomgått någon noggrann empirisk prövning. Ett test av teorin vore att förklara arbetslöshetsskillnader mellan olika delarbetsmarknader med hjälp av variabler som fångar upp informationsproblemen. En empirisk indikation på att effektivitetslöneteorin kan vara en viktig förklaring till arbetslöshet kommer från undersökningar av löneskillnader (se t ex Krueger & Summers [1988]). Dessa undersökningar tyder på att löneskillnader inte endast kan förklaras med skillnader mellan individer. Löneskillnader härstammar delvis från skillnader mellan branscher eller företag.

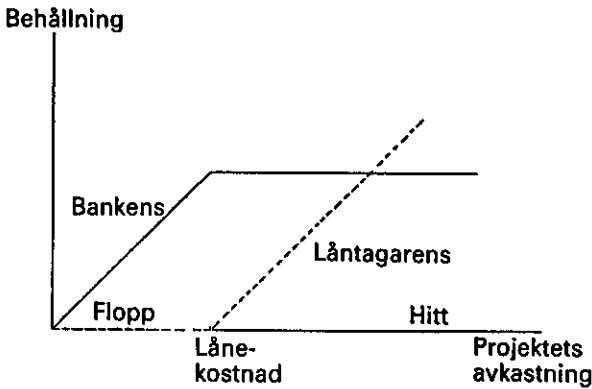
Ransonering på kapitalmarknaden

De flesta verksamheter kräver finansiering i form av aktier, banklån eller leveranskrediter. I den traditionella teorin antas vanligen att företag kan låna på en perfekt kapitalmarknad. Asymmetrisk information medför även på kapitalmarknaden att marknadsklarering ej uppstår, men här är det låntagaren som blir ransonerad. Denna ransonering av likvida tillgångar påverkar i sin tur företagets investerings- och produktionsnivå samt deras prisstrategi. I detta avsnitt visas hur asymmetrisk information leder till begränsningar i företagets tillgång på likviditet.⁷

⁶ En invändning mot denna teori kan vara att arbetsgivaren med andra medel, t ex utformning av branta löneprofiler och företagspensioner kan avhålla arbetaren från låga prestationer. Denna metod fungerar sarskilt väl när arbetaren ackumulerar företagsspecifikt humankapital. Loner ovanför den marknadsklarande nivån och branta löneprofiler är kompletära och kan kombineras beroende på omständigheterna.

⁷ Några försök har redan gjorts att testa om kreditmarknadsrestriktioner har konsekvenser för hushållsbeslut, se t ex Poterba och Summers [1987]. I likhet med effektivitetslöneteorin återstår dock här mycket empiriskt arbete.

Figur 1 Bankens och låntagarens behållning av projektets avkastning.



Ransonering av bankkrediter

Kapitalmarknadens motsvarighet till arbetslöshet är individer och företag som vill låna pengar till rådande räntor, men som inte får göra det. Anledningen till att banken inte i stället höjer räntorna vid efterfrågeöverskott på lån kan vara att ökade räntor sänker den genomsnittliga avkastningen. Sänkningen följer av att vissa potentiella låntagare ur bankens perspektiv inte är kreditvärdiga. Banken vet att även om den gör en kreditundersökning av lånsökarna och delar in projekten i olika riskkategorier, kommer det att kvarstå skillnader mellan projekten som de inte kan urskilja. Banken vet också att räntan den kräver kommer att påverka vilka som söker lån.

Detta kan förstås i termer av sorterings- och incitamentsproblemen, som vi presenterade i avsnittet om effektivitetslöneteori. Sorteringsproblemet följer av att banker har svårt att observera ett givet projekts egenskaper, medan incitamentsproblemet följer av att banken inte kan observera låntagarens val (eller utformning) av projektet. Nedan följer ett exempel som förklarar dessa två problem.

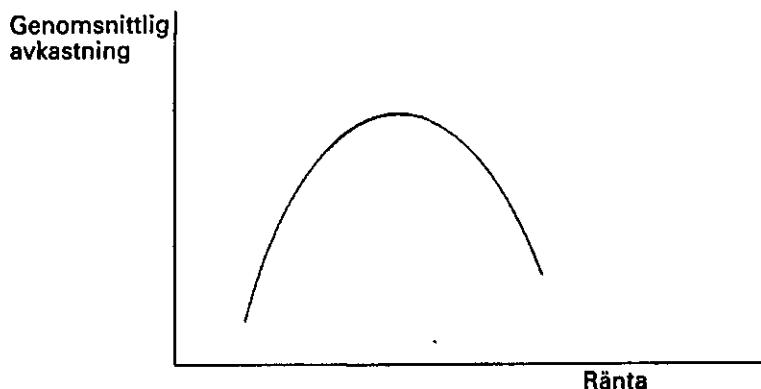
Låt oss börja med sorteringsproblemet. Betrakta två företag med var sitt enda projekt, Schlager respektive Musak, som är lika i alla avseenden förutom en skillnad i risk som (den omusikaliska) banken inte kan urskilja. För båda projekten an-

hålls om lån av samma summa till given räntesats. Avtalet innebär att om projektet ger tillräckligt stor avkastning så betalas hela lånekostnaden (ränta och återbetalning), annars (dvs vid konkurs) får banken endast vad låntagaren har kvar. I det säkra Musak erhålls en avkastning som är (strax över) lånekostnaden. Schlagerprojektet har samma förväntade avkastning, men blir antingen en flopp (vi kallar denna avkastning flopp) eller en hit (med avkastning = hitt). Sannolikheten för flopp är P och för hit $(1-P)$. I Schlagerprojektet är alltså den förväntade avkastningen

$$P \times \text{flopp} + (1 - P) \times \text{hitt}.$$

För att denna skall vara lika med Musaks avkastning måste flopp vara mindre än lånekostnaden och hitt större. Om banken visste om denna skillnad i risk mellan projekten så skulle den föredra Musak, som alltid betalar hela lånekostnaden. Från Schlager får banken hela lånekostnaden endast vid en hit; vid flopp får den bara flopp, eftersom det är allt som låntagaren har. Lånsökaren med Schlagerprojektet är emellertid mycket nöjdare än sin kollega med Musak. Vid en hit betalar han lånekostnaden och behåller själv resten, medan banken tar (nästan) allt för kollegan som driver Musak. I Figur 1 visas bankens och lånsökarens behållning från projektet.

Figur 2 Bankens genomsnittliga avkastning och ränta.



Om varje företag söker lån för endast ett projekt, så innebär en höjd ränta att företag med små men säkra avkastningar (just över den tidigare lånekostnaden; se Figur 1) ej längre ansöker om lån. Lån söks fortfarande av företag som har osäkra projekt med höga sannolikheter för stora förluster (med eventuell konkurs som följd). Av detta följer att en högre ränta kan sänka bankens genomsnittliga avkastning. Detta utgör sorteringsproblemet för banken.

Nu till det andra problemet, incitamentsproblemet. Lånekontraktet i exemplet försäkrar lånsökaren mot stora förluster (vid flop betalar låntagaren i och för sig allt han har, men inte mer). Detta ger upphov till incitamentsproblem om vi tar hänsyn till att företaget väljer vilka projekt det ska söka lån för. Säg att ett och samma företag överväger att driva antingen Schlager eller Musak (och vet om skillnaden i risk). Incitamentsproblemet manifesteras då i att företaget inte söker lån för Musakprojektet, utan i stället för Schlager. Givet en förväntad avkastning kommer företag att söka lån för allt mera riskfyllda projekt (och konstruera allt riskablare projekt) ju högre räntan är.

Informationsproblemen medför att sambandet mellan bankens genomsnittliga avkastning och räntan kan se ut som i Figur 2.

I kurvans vänstra del dominerar effekten att bankens totala genomsnittliga avkastning stiger då räntan stiger, eftersom betalningen från varje projekt som lyckas ökar. I kurvans högra del domineras denna effekt av de negativa sorterings- och incitamentsproblemen. Dessa försämrar bankens förväntade avkastning, när räntan stiger.

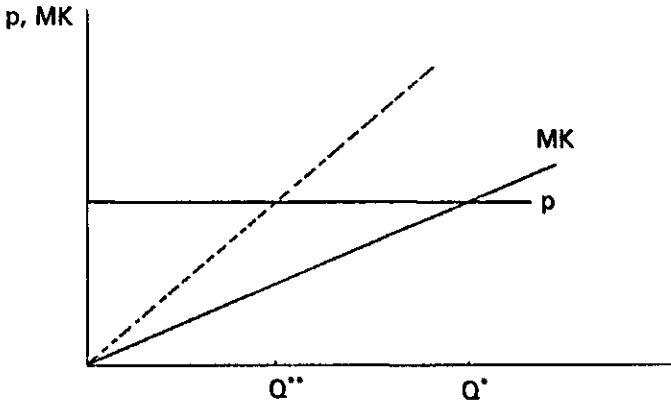
Detta samband ger bankens "utbud" av lån. Det finns en ränta som maximerar förväntad avkastning. Banken tjänar inte på att erbjuda lån till högre ränta, ens om efterfrågeöverskott råder.

Lånsökarna har inte heller incitament att bjuda över då det kan uppfattas som en signal om att projektet är en större risk för banken. Räntan kommer då inte att jämna ut utbud och efterfrågan och kreditransonering (efterfrågeöverskottet) tenderar att bestå!

Nyemitteringar och leveranskrediter

Även andra finansieringskällor kan vara ransonerade. Skillnader i information mellan direktörer eller bolagsstyrelse å ena sidan och potentiella aktieköpare å andra sidan, kan ge upphov till något som Stiglitz kallar "equity rationing" (nyemissionsransonering). I ett starkt företag (där konkursrisken är liten) väntas ägarna ogärna emittera aktier eftersom det sän-

Figur 3 Valet av optimal produktion vid konkursrisk.



ker värdet på aktierna då vinsten fördelas mellan flera papper (och ägare). Försök att skaffa sig likviditet genom nyemission kan därför tolkas som ett svaghetstecken som kan sänka aktiekursen ytterligare. Därför avstår företagen ofta från nyemissioner. Det kan uppfattas som en spontan ransonering av nyemissioner. Se Greenwald, Stiglitz och Weiss [1984].

En annan finansieringskälla är leveranskrediter. De har informationsmässiga fördelar för långgivaren. Företag tenderar vara bättre informerade om konkursrisken hos sina kundföretag än hos andra företag. Till kunderna kan de därför låna billigare än vad andra och mindre välinformerade företag kan göra. Ett nätverk av sådana krediter uppstår för att sprida risken. Leveranskrediter kan dock på samma sätt som bankkrediter vara ransonerade, då långgivarens (leverantörens) information alltid är sämre än låntagarens.

Om en kund drabbas av konkurs och inställer sina betalningar kan företaget drabbas av en likviditetskris. För att förstärka sin likviditet kan företaget försöka driva på inbetalningen av sina utestående fordringar och sluta ge nya leveranskrediter. På det sättet kan chocker som minskar företagets likvida medel och därmed deras möjligheter att ge krediter, ha multiplikatoreffekter i ekonomin. Denna process förklaras i nästa avsnitt.

Makroekonomisk jämvikt

I föregående avsnitt argumenterade vi för att produktionen inom vissa företag direkt kan påverkas av läget på kreditmarknaden till följd av kreditransonering. Nedan visar vi att även företag som inte direkt är ransonerade på kreditmarknaden, anpassar sin produktion efter läget på kreditmarknaden därför att den egna konkursrisken varierar.

Ett företag producerar vanligtvis trots att det är osäkert om det kan sälja. Även om kontrakt har slutits finns risken att kunden går i konkurs. Ju fler enheter som produceras desto större risk att några förblir osålda och att företaget gör konkurs.⁸ Varje ytterligare producerad enhet tillför en ökning i konkursrisken som kan multipliceras med förlusten som uppstår om man försätts i konkurs. Detta ger en marginell förväntad konkursförlust. Företaget betraktar denna som en del av den totala förväntade marginalkostnaden.

I Figur 3 visas företagets förväntade marginalkostnad (MK) inklusive den marginella förväntade konkursförlusten.

⁸ Även när företaget kan sälja alla sina varor till ett lägre pris, håller argumentet. Ju mer företaget producerar desto lägre blir priset som den marginella enheten måste säljas för, och desto större är konkursrisken.

Vid det konkurrensutsatta företagets vinstmaximerande produktion (Q^*) är dess marginalkostnad lika med priset (p).

Den marginella förväntade konkursförlusten beror på tillgången på likviditet. Då andra inte kan låna för att köpa företagets produkter ökar risken för konkurs och därmed företagets förväntade marginalkostnad, se den streckade linjen i Figur 3. Den ökar både när det uppstår störningar på varumarknaden och när krediten blir knappare, och även om endast förväntningar om sådana störningar uppstår. Företaget reagerar genom att dra ned produktionen till Q^{**} .

Denna teori förklarar en rad observationer. För det första förklaras hur företagets produktion varierar med konjunktursvängningar, som visats ovan. Detta gäller chocker som rör hela ekonomin. Men teorin förklarar också hur chocker inom en sektor kan ha effekter på aggregerad nivå. När ett företag försätts i konkurs, kommer dess leverantör att utsättas för en större osäkerhet om den fortsatta efterfrågan. Leverantören försöker minska riskerna genom att minska produktionen. Även innan ett företag försätts i konkurs kan leverantören tappa förtroendet och dra in leveranskrediter. När leverantörens konkursrisk ökar drar leverantörens leverantörer i sin tur ner sin produktion och så vidare.

För det andra förklarar teorin varför företagen inte nödvändigtvis sänker priset under en recession. På marknader med imperfekt konkurrens och/eller imperfekt information måste företagen rekrytera kunder. I detta syfte kan de delvis använda sig av priset. (Se även Nils Gottfries [1985].) Lägre priser idag ger större försäljning i framtiden och större vinst, men innebär lägre vinst under tiden. Under en recession då tillgång på kapital är ransonerad kanske företaget väljer att hålla priserna höga för att säkerställa sin likviditet trots att det innebär ett visst kundbortfall. I gengäld sänker de priserna för att värva kunder under en högkon-

junktur när likviditeten är god.⁹

För det tredje förklaras den cykliska utvecklingen av investeringar och lagerhållning. Keynes argumenterade att investeringar huvudsakligen bestämdes av realräntan.¹⁰ Realräntan ändras emellertid relativt lite över konjunkturcykler. I den nykeynesianska teorin bestäms investeringar och lagerhållning av tillgång på kredit. Under en recession är krediten hårdare ransonerad och investeringar dras ned för att förbättra likviditeten. Detta förklarar också varför lagerhållning i verkligheten ofta minskar under recessioner, och därför förstärker konjunktursvängningar i stället för att dämpa dem.

Multiplikatorer hos Keynes och i den nya teorin

Trots att mekanismerna som leder till produktionsändringar är olika i Keynes teori och den nykeynesianska teorin, så innehåller båda multiplikatoreffekter som sprider konjunktursvängningar. I den traditionella keynesianska teorin beror de multiplikativa effekterna på prisstelheter. En efterfrågeminskning medför att ett företag minskar sin egen efterfrågan betydligt mer än vad som hade varit fallet om pris- och lönesänkningar hade kunnat tillgripas. I den nykeynesianska teorin finns även denna mekanism, fast med en bättre förklaring till löne- och prisstelheterna.

Dessutom finns en viktig multiplikativ effekt via kreditmarknaden. Banker betar sig nämligen precis som andra företag vad gäller konkursrisken. När bankens kon-

⁹ Priser kan också vara stela av liknande skal som effektivitetslone-teorin anför för stela löner (t ex Stiglitz [1987]). Priser kan förmedla information om kvalitet så att en prissänkning uppfattas som en kvalitetsänkning.

¹⁰ Det har alltid varit tvetydigt huruvida Keynes själv talade om den reala eller den nominella rantan. Det är dock endast i termer av den reala rantan som argumentet är logiskt välgrundat.

kursrisk ökar, minskar den utlåningen (utlåning är bankens produktion) utan att nödvändigtvis ändra räntan. Som en följd därav ransoneras fler företag på kreditmarknaden, vilket minskar deras produktion. Även icke ransonerade företag uppfattar en högre konkursrisk och minskar produktionen. Denna process förstärks av att nätverket av företagens ömsesidiga leveranskrediter kan dras in.

Denna multiplikatoreffekt på kreditmarknaden kan utlösas av reala störningar som konkurser eller penningpolitik. Den kan även utlösas av en ogynnsam utveckling av det förtroende som investerare har för det ekonomiska lägets stabilitet. Så fort företagen förutspår en risk att tagna lån inte förlängs drar de in sina egna leveranskrediter och nätverket av leveranskrediter kollapsar. Stabil produktion är beroende av ett ömsesidigt förtroende som har många likheter med det förtroende som behövs för att en bank skall fungera. En signal som knäcker förtroendet leder till en "bankrun" som knäcker även den sundaste bank. På samma sätt kan en förtroendekollaps bland företagen leda till minskade investeringar och indragna lån. Det var antagligen detta ömsesidiga förtroende som Keynes betecknade som "animal spirits".

Det är möjligt att publicering av bytesbalansstatistik kan uppfattas som en signal till åtstramning på kreditmarknaden. Om ett företag befarar att andra ser statistiken som en signal kan dess egen tillit till fortsatt tillgång till likvida medel knäckas, även om de själva tror sig veta att statistiken inte har någon direkt betydelse. Företaget blir då mer restriktivt med lån till andra företag. Reagerar många (alla) företag på detta sätt ökar risken för konkurs och produktionen dras ned. I extrema fall kan en expansiv finanspolitik ha efterfrågeminskande effekter, beroende på förväntningar om dess effekter på andras förväntningar.¹¹

Avslutning

Vi avslutar med några av den nykeynesianska teorins konsekvenser för ekonomisk politik.

Låt oss först betrakta penningpolitiken. I den traditionella keynesianska analysen leder en penningmängdsökning till en räntesänkning vilket i sin tur leder till ökade investeringar.¹² I den nykeynesianska teorin kan inte räntan styras särskilt väl med penningmängden, men penningpolitiken kan ha effekt på bankernas ransonering av kredit. Två fall uppstår. Om bankens konkursrisk är liten och dess utlåning är begränsad enbart av tillgång på pengar så har penningpolitik en direkt effekt på lånevolymen.¹³ Om bankerna däremot har pengar att låna ut men skyr risken, lånar de inte ut mer till företagen bara för att de får mer att låna ut. Bankerna sänker inte heller räntan, eftersom det skulle sänka avkastningen.

Finanspolitiken fungerar i den nykeynesianska teorin i stort sett som Keynes beskrev det både i hög- och lågkonjunktur. Men den kan dessutom fungera som en signal på kreditmarknaden och därmed påverka "animal spirits".

Den nykeynesianska slutsatsen i Stiglitz, Greenwald och Weiss tappning är att Keynes hade rätt i grunden. I teorin kan statsutgifterna påverka ekonomin i låg-

¹¹ Keynes själv påpekar denna möjlighet i sin *General Theory*: "With the confused psychology which often prevails the government programme may, through its effect on confidence, increase liquidity preference or diminish the marginal efficiency of capital, which, again, may retard other investment unless measures are taken to offset it."

¹² Den monetaristiska synen innebar att en ökning av sedelmängden även kan ha en direkt effekt på efterfrågan. Det finns dock nära substitut till pengar, och för de flesta transaktioner behövs inte pengar, bara kredit. Det gör modeller som innehåller ett cash-in-advance-villkor mindre övertygande.

¹³ Detta överensstämmer med Keynes egen slutsats. Enligt Keynes berodde detta dock på vilgheten hos befolkningen att öka sin penninghållning utan att rantan sänks (liquidity trap).

konjunkturer när penningpolitik har liten effekt.

Erfarenheterna sedan Keynes har gjort oss mindre säkra på regeringens förmåga att intervensera på rätt sätt. Även om marknadens osynliga hand är klumpig så kan regeringens synliga vara värre. Dessa tvivel hindrar oss från en entusiastisk återgång till "fine tuning". Istället drar vi slutsatsen att intelligenta och begränsade regeringsingripanden är att föredra framför "laissez-faire".

Referenser

- Akerlof, G A & Yellen, J (red), [1986], *Efficiency Wage Models of the Labor Market*. Cambridge University Press.
- Blinder, A & Stiglitz, J E , [1983], "Money Credit Constraints and Economic Activity". *American Economic Review*, Vol 73, s 297-302
- Gottfries, N, [1985], *Essays on Price Determination and Expectations*, doktorsavhandling Stockholms universitet.
- Greenwald, B & Stiglitz, J, [1987], "New Keynesian, and New Classical Economics". *Oxford Economic Papers*, Vol 39, s 119-132.
- Greenwald, B, Stiglitz, J & Weiss, A, [1984], "Informational Imperfections in the Capital Markets and Macroeconomic Fluctuations". *American Economic Review*, Vol 74, s 194-199.
- Kazamaki, E, [1988], "Effektiva löne modeller och svensk arbetsmarknad." *Ekonomisk Debatt*, Årg 16, nr 6.
- Krueger, A & Summers, L, [1988], "Efficiency Wages and the Inter-Industry Wage Structure." *Econometrica*, Vol 56, No 2, s 259-293.
- Krueger, A & Summers, L, [1987]. Reflections on the Inter-Industry Wage Structure, ingår i Lang, Koch Leonard, J S, (red), *Unemployment and the Structure of Labour Markets*. Basil Blackwell, Oxford .
- Poterba, J & Summers, L, [1987], "Finite Lifetimes and the Effects of Budget Deficits on National Saving". *Journal of Monetary Economics*, Vol 20, s 369-391.
- Rosen, S, [1985], "Implicit Contracts: A Survey." *Journal of Economic Literature* Vol XXIII, s 1144-1175.
- Shapiro, C & Stiglitz, J E , [1984], "Equilibrium Unemployment as a Worker Disciplinary Device". *American Economic Review*, Vol 74, s 433-44.
- Stiglitz, J E, & Weiss, A, [1981], "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". *American Economic Review*, Vol 71, s 393-410.
- Stiglitz, J E, [1987], "The Causes and Consequences of the Dependence of Quality on Price". *Journal of Economic Literature*, s 1-48.
- Yellen, J, [1984], "Efficiency Wage Models of Unemployment". *American Economic Review Proceedings*, Vol 74, s 200-205.