

***Martin Feldstein (red):***

## **The Risk of Economic Crisis**

Om stat och marknad är två poler i en avancerad ekonomi, är frågan hur de påverkar varandra nyckelproblematiken i politisk ekonomi. Inom detta problemområde är frågan om sk ekonomiska kriser central. Om ekonomiska kriser är typiska för marknader, så måste vi fråga oss vilken roll staten faktiskt spelar eller kan bör spela.

### *Problemkomplexiteten*

Begreppet ekonomisk kris är inte entydigt. Man måste skilja på olika slags kriser på skilda marknader – valutakris, finansiella kriser och realekonomiska kriser – liksom mellan temporära störningar och långvariga depressioner. Att vi inte vet hur dessa ekonomiska kriser hänger samman är utgångspunkten för *The Risk of Economic Crisis* (Chicago University Press, Chicago, 1991) som innehåller flera intresanta uppsatser samt en del diskussionsmaterial.

Kan staten göra något för att *bota* ekonomiska kriser? Bör staten agera? För några år sedan tycktes dessa frågor om statens förmåga och vilja att handla gentemot marknadens kriser vara av underordnad betydelse, men de återkommande kriserna efter den stora börskraschen 1987 gör att de är högaktuella för samhällsforskningen.

Kan staten *förhindra* finansiella kriser? Eller förhåller det sig måhända så att staten betingar ekonomiska kriser, dvs utlöser dessa eller späder på den negativa spiralen i en valuta-, finansiell eller realekonomisk kris? Bör staten verkligen förhindra ekonomiska kriser? Inte om man ansluter sig till Schumpeters klassiska position om innovation, entreprenörskap och depression (Schumpeter [1989]).

Komplexa frågor, där svaren beror av en rad antaganden.

### *Policyrelevansen*

Vad som gör boken relevant för en bredare krets av intresserade i ekonomisk teori är policy-inriktningen. Här bjuds inte konventionell makroteori eller konjunkturteori med långa Kondratjevcykler. Utan vad man diskuterar är högst aktuella frågor för ekonomisk politik: Skall staten garantera banker? Kan staten agera så att det som börjar som en finansiell kris inte slår över i en realekonomisk depression? Eller kan det vara så att det är staten som åstadkommer eller till och med förstärker kriser?

Kanske är Feldsteins eget bidrag till volymen det mest konventionella. Han går igenom en rad ekonomiska kriser i den amerikanska ekonomin, speciellt under 1980-talet, och lanserar en nyckelhypotes om kausalsamband. Enligt Feldstein skulle 1987 års börskrasch, vissa bankkonkurser och svårigheterna för hypoteksinstitutet bero av dålig federal politik, som resulterat i en exceptionellt hög inflationsnivå.

Detta resultat är paradoxalt, när Feldstein samtidigt medger att de olika finansiella kriserna aldrig resulterade i en verklig depression, delvis till följd av lyckade ingrepp av Federal Reserve. Det verkar också förhastat att driva tesen: federala budgetunderskott = hög inflation = kreditexpansion. Den allt större underbalanseringen av den federala budgeten hänger samman med det tveksamma valet av utbudspolitikens skattesänkningar i början av 1980-talet och inte med oansvarig utgiftspolitik. I alla övriga bidrag finner man en mera positiv syn på vad staten kan göra och bör göra vid ekonomiska kriser.

### *Krisbegreppet*

Den mest instruktiva uppsatsen i volymen står Benjamin Friedman för. Han fram-

håller sambandet mellan finansiell kris<sup>1</sup> och realekonomiska problem: flera svåra depressioner i amerikansk ekonomi har initierats av bankkriser som 1873, 1893, 1907 och 1929. Det börjar med att investerare tar för stora finansiella risker. När sedan förlusterna kommer i takt med att värdena på papperen faller, drabbas i nästa steg den reala ekonomin av fallande priser och arbetslöshet.

Friedman ser 1987 års börskrasch som det mest spektakulära exemplet på en finansiell kris. Men där finns också under 1980-talet en trendmässig ökning av risken för finansiell kris, i det att antalet konkurser och fallisemang ökade markant jämfört med tidigare decennier under efterkrigstiden. Trots en långvarig högkonjunktur under 1980-talet ökade antalet företagskonkurser, vilket gjorde stora mängder sk *junk bonds* värdelösa. Låntagarens fallisemang är den *ena* sidan av finansiell kris.

Den *andra* sidan är långgivarens fallisemang. Visst har banker gått i konkurs till följd av att principen om *lender-of-last-resort* används selektivt i USA. Men störst bekymmer har ändå genererats av sparbanks- och hypoteksinstitutionerna. Relationen mellan utlåning och eget kapital är numera oroväckande inom bankväsendet, enligt Friedman.

Just utlåningsexplosionen under 1980-talet betonas av Friedman som grunden för den ökade instabiliteten i det finansiella systemet. Av central betydelse i detta sammanhang har varit omstrukturen av ägandeförhållandena inom den amerikanska industrin. Företagens externa belåning har ökat kraftigt i takt med olika övertaganden, vilket lett till att ränteutgifterna blivit betydande. Utlåningsexplosionen gick i mindre utsträckning till att starta nya företag.

Friedmans policyimplikation är den omvända till Feldsteins: den ökade finansiella instabiliteten ställer allt större krav på precisionen och tyngden i statliga ingripanden. Hur kan man öka marknadsdisci-

plin i det finansiella systemet samtidigt som staten kvarstår som *lender-of-last-resort*?

Paul Krugmans bidrag om internationella finanskriser är tungt vägande. Han slår fast att en starkt ökande volatilitet på de finansiella marknaderna än så länge konfronteras mot en realekonomisk stabilitet. Men för hur länge? Enligt Charles Kindlebergers kända analys spelade kollapsen i det internationella finansiella systemet stor roll för att utlösa eller stärka den stora depressionen på 1930-talet. Finns det liknande risker i dag för den reala ekonomin genom de våldsamma fluktuationerna på aktie- och valutamarknaderna eller på grund av tredje världens ohållbara skuldbörda?

Krugman skiljer mellan två slags kriser: *valutakris* och *smittokris*. Medan den förra är begränsad till ett eller några länder, vilka drabbas av hyperinflation, så sprider sig smittokrisen snabbt över världens börser med kursfall på papper och åtföljande deflation.

Hans överraskande slutsats är att valutakriser i större länder är mera hotande än smittokriser. Så skulle riskerna med skuldbördan i Latinamerika vara större för världsekonomin än en genomklappning på Tokyobörsen. Medan en omfattande valutakris kunde sätta dollarn i gungning med världsinflation som konsekvens, kan de andra större industriländerna skydda sig mot plötsliga kursfall i ett större industriland. Men varför då använda begreppet "smittokris" för finansiell turbulens?

<sup>1</sup> Det kan vara motiverat att återge två kända definitioner på "finansiell kris": (1) "Omfattande konkurser hos både finansiella och icke-finansiella företag, såväl som skarpt fallande inkomster och priser"; (2) "En skarp, kort, ultracyklisk försämring av flera finansiella indikatorer: korta räntor, värdet på tillgångar (aktier, fastigheter, mark), priser, kommersiella konkurser och fallisemang hos finansiella institutioner".

*Den finansiella instabilitetshypotesen*

Den sista tyngre artikeln står Lawrence Summers för. Man kan skilja mellan två slag av politik: preventiv kontra kurerande. Det finns tre behandlingsstrategier: laissez-faire, monetarism och pragmatism. Medan den första förlitar sig på att den privata sektorn självt kan klara upp finansiella kriser, förespråkar de andra två statliga ingrepp. Monetarismen betonar att staten skall öka penningmängden när värdena på finansiella tillgångar faller och räntorna skjuter i höjden. Den pragmatiska teorin slår fast *lender-of-last-resort* principen för att skydda det finansiella systemet i sin helhet, men medger att vissa institutioner bör man låta gå omkull.

Summers redovisar några scenarier för hur en ny omfattande ekonomisk kris typ 1929 skulle kunna ta fart. Slutsatsen är att den pragmatiska teorins policyinstrument är mycket viktiga för att minska beroendet mellan den finansiella och den reala ekonomin. Sannolikheten för att detta inte lyckas är ej försumbar, eftersom även strategin med en *lender-of-last-resort* vid börskrascher kan slå över i en allmän valutakris med kapitalflykt och åtföljande realekonomisk kris.

Boken har en struktur där det mellan dessa instruktiva analyser redovisas mindre kommentarer och diskussionsinlägg från en rad ekonomer och praktiker. Bara Hyman Minskys bidrag innehåller mer djupsinniga reflexioner, som försöker förklara den sk finansiella instabilitetstesen om hur en snabb finansiell kollaps slår över i realekonomisk depression. Om företagets vinster är lika med investeringar och statens budgetunderskott, kan en stor offentlig sektor lätt motverka effekterna av en finanskris. Men vad händer när det ackumulerade budgetunderskottet blir gigantiskt stort eller när frihetsgraderna för att agera reduceras drastiskt i en öppen ekonomi med stora handelsunderskott?

*Principal-agentrelationer*

Statens roll i finansiella kriser rymmer ett olösligt policydilemma på grund av *moral hazard*-problematiken. Å ena sidan pressas staten att ingripa, ty om den finansiella krisen slår över i en realekonomisk kris så blir svårigheterna bara ännu större. Å andra sidan ligger i *lender-of-last-resort* en *principal-agent*-relation, där det är omöjligt för staten att ta fram kontrollmekanismer för att styra stödet så att det inte kan manipuleras av agenten, banken. Statens egenintressen driver i samma riktning. Kostnaderna för att refinansiera banker och kreditinstitut är numera ofta enorma, men ändå försumbara i förhållande till vad en djup depression skulle kosta.

Opportunistiskt beteende spelar stor roll både vid utlösningen och bekämpandet av finansiella kriser. Finansiella bubbler bottenar i aktörernas egenintressen, men likväl faller uppgiften på staten att ta ansvar för konsekvenserna när bubblan spricker. Det finns ännu ingen institutionell mekanism för att lösa upp denna asymmetri i strategi mellan marknadens aktörer och staten.

JAN-ERIK LANE

*Professor i statsvetenskap och administration i Oslo*

## Referens

Schumpeter, J A, [1989], *Essays on Entrepreneurs, Innovations, Business Cycles and the Evolution of Capitalism*. Transaction, New Brunswick.