

HANS TSON SÖDERSTRÖM

## Krislösning utan skuldsanering? Svar till Henrekson och Jakobsson

I en artikel i *Ekonomisk Debatt* nr 3 i år – "Realräntechock, skuldsanering och budgetunderskott" (Söderström [1995a]) – utmanade jag den konventionella klokheten beträffande konsekvenserna av de stora budgetunderskotten under 1990-talets första hälft. Huvudteserna i min artikel kan sammanfattas i följande sju punkter:

1. Sverige drabbades i början av 1990-talet av en "realräntechock" till följd av stigande europeiska räntor, bristande trovärdighet för kronans växelkurs, inflationsbekämpningen och skatteomläggningen.
2. Realräntechocken innebar en *förmögenhetsförlust* för den privata sektorn (hushåll och företag) på omkring 1 000 miljarder kronor, och därmed en privat "överskuldsättning" i denna storleksordning.
3. 1989–90 hade den privata sektorn *nettolånat* i storleksordningen 100 miljarder kronor per år. För att sanera sina balansräkningar såg sig hushåll och företag nu istället föranledda att bedriva ett *finansiellt sparande* på mellan 150 och 200 miljarder kronor per år under åtminstone en fyraårsperiod (1993–96).
4. På kort sikt kan inte en ökad nettoexport ersätta det *efterfrågebortfall* som blir följderna av en så stor ökning av det

privata finansiella sparandet. Endast en kraftig ökning av den offentliga sektorns nettoefterfrågan (= stora budgetunderskott) kunde förhindra en dramatisk minskning av aktivitetsnivån i ekonomin.

5. De faktiska offentliga underskotten var i allt väsentligt en *passiv återspeglning* av den kraftiga förändringen i det privata finansiella sparandet. Om finanspolitiken hade stramats åt i detta läge skulle produktion och sysselsättning i Sverige ha utvecklats svagare än vad som nu blev fallet.
6. Den kraftiga ökningen av statsskulden innebar ingen ökad skuldsättning för samhällsekonomin som helhet utan enbart en *överflyttning* av en given skuldbörda från privat till offentlig sektor.
7. Även efter det att den svenska offentliga sektorn har övertagit privata skulder på 1 000 miljarder kronor är dess *finansiella ställning* inte svagare än genomsnittligt bland OECD-länderna.

I *Ekonomisk Debatt* nr 5 i år framförde Agneta Kruse [1995] kritiska invändningar mot punkterna 5 och 7 ovan, och jag besvarade invändningarna i samma nummer (Söderström [1995b]). I detta nummer har Magnus Henrekson och Ulf Jakobsson (H–J) [1995] i en bredare upplagd kommentar kommit till den konventionella klokhetens försvar. Deras inlägg leder fram till den traditionella slutsatsen "...att vi kunde fått en betydligt bättre utveckling om politiken i större utsträckning inriktats på att begränsa statsskulds-

Professor HANS TSON  
SÖDERSTRÖM är chef för SNS.

ökningen". Med "bättre utveckling" utgår jag då ifrån att de menar produktion och sysselsättning i ett flerårigt perspektiv.

Såvitt jag kan förstå vill de inte ifrågasätta mina två första och två sista punkter ovan. Istället skjuter de in sig på punkterna 3, 4 och 5. De menar att budgetunderskottet inte bara uppkom som en passiv reflexion av nedgången i den privata sektorn, utan i ungefär lika hög grad till följd av en aktiv finanspolitisk expansion. De hävdar med stöd av teorin för ricardiansk ekvivalens och empiriska resultat baserade på denna att det privata sparandet skulle ha varit lägre och de privata investeringarna högre om finanspolitiken hade varit stramare och en mer expansiv penningpolitik hade hållit räntorna nere. De hävdar också att den faktiska utvecklingen av den privata sektorns finansiella ställning gått i en annan riktning än vad som följer av mitt resonemang. Det är tänkbara synpunkter, men jag kan inte se att H-J:s argumentation ger mig anledning att i något väsentligt avseende revidera mina slutsatser, och skall här försöka motivera varför.

### Den ricardianska ekvivalensen

H-J gör ett stort nummer av teorin för ricardiansk ekvivalens, som jag mycket riktigt viftade bort i ett par meningar i min artikel. Deras inlägg innehåller dock inget som kan påverka min uppfattning att teorin saknar relevans för den svenska utvecklingen. Teorin säger att om skatteinkomsterna plötsligt och oväntat minskas vid en given offentlig utgiftsnivå, så kommer den privata sektorn att anpassa sig till denna förändring genom att öka sitt sparande i förväntan om en högre framtida skattebörda. Kausaliteten går alltså från en diskretionär förändring i de offentliga finanserna till en endogen anpassning i det privata sparandet. Empiriska test har mycket riktigt visat att denna hypotes inte säkert kan förkastas.

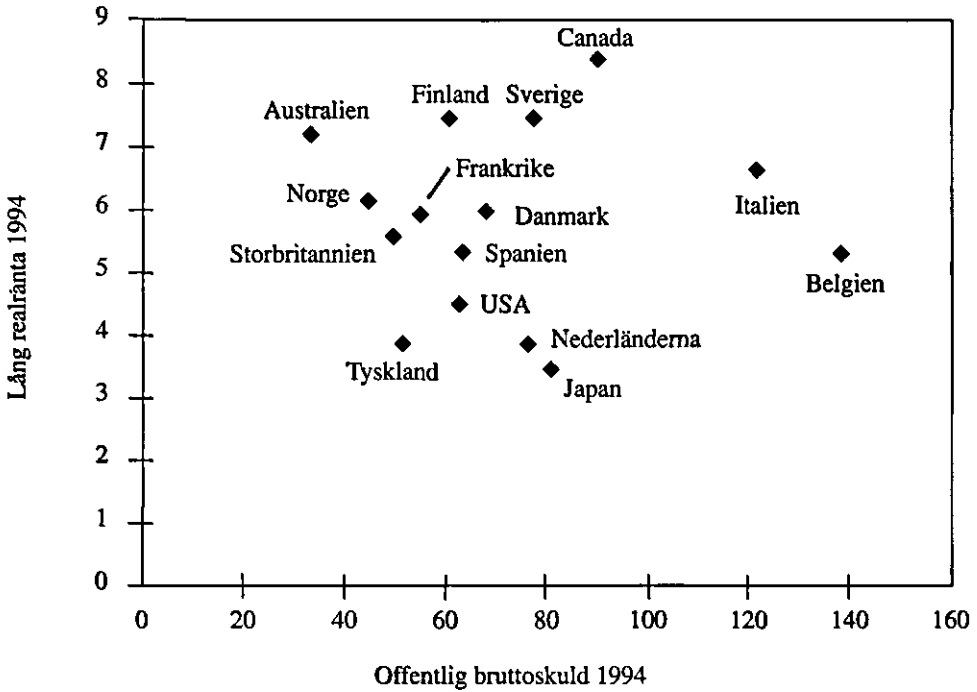
Det förefaller ha gått H-J förbi att hela

argumentationen i min artikel bygger på att kausaliteten i det svenska fallet är omvänd. Jag hävdar först att de faktorer som nämndes ovan utgör en *tillräcklig* förklaring till realräntechocken, och att den svenska realräntans nivå på det stora hela har varit oberoende av statsskuldens utveckling. Av realräntechocken följer sedan en förmögenhetsförlust i den privata sektorn, som utgör en *tillräcklig* förklaring till den kraftiga ökningen av det privata finansiella sparandet. Detta i sin tur utgör en *tillräcklig* förklaring för uppkomsten av ett endogent budgetunderskott av motsvarande storleksordning, vilket stabiliserar den reala utvecklingen.

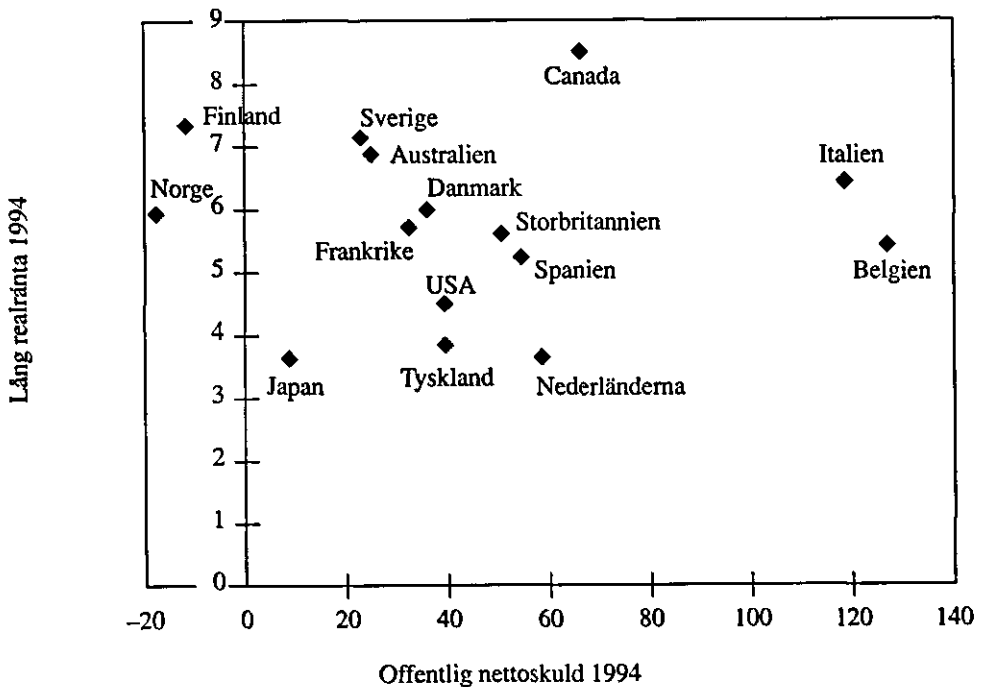
Vad realräntan beträffar har jag försökt mig på några enkla tvärsnittsanalyser av dess bestämningsfaktorer i OECD-länderna. Det förefaller därvid hart när omöjligt att få något förklaringsvärde för den offentliga skuldens storlek (i förhållande till BNP), oavsett vilket skuldbegrepp som används. (Se *Figur 1A* och *1B*! Den enkla korrelationskoefficienten för variablerna i *Figur 1A* är 0,06 och för variablerna i *Figur 1B* svårslagbara 0,00!.) Det finns länder med stor offentlig skuld och relativt låg realränta, som Belgien, och länder med liten offentlig skuld och hög realränta, som Australien och Finland. Till saken hör att Sverige alltså har en offentlig nettoskuld (enligt OECD:s definition) som ligger under genomsnittet för OECD-länderna. Till saken hör också att svenska staten i sin upplåning på den internationella kapitalmarknaden möter en hög upplåningskostnad enbart på den del av statskuldens som är denominerad i svenska kronor.

Allt detta tyder på att den höga svenska realräntan näppeligen kan förklaras med den offentliga skuldens storlek. I en tvärsnittsanalys är det två faktorer som ger klart signifikant förklaringsvärde: saldot i kapitalbalansen och de senaste tio årens inflationshistoria (se *Figur 2A* och *2B*!). I en skattning av OECD-ländernas realräntor 1992-94 med dessa två förklaringsva-

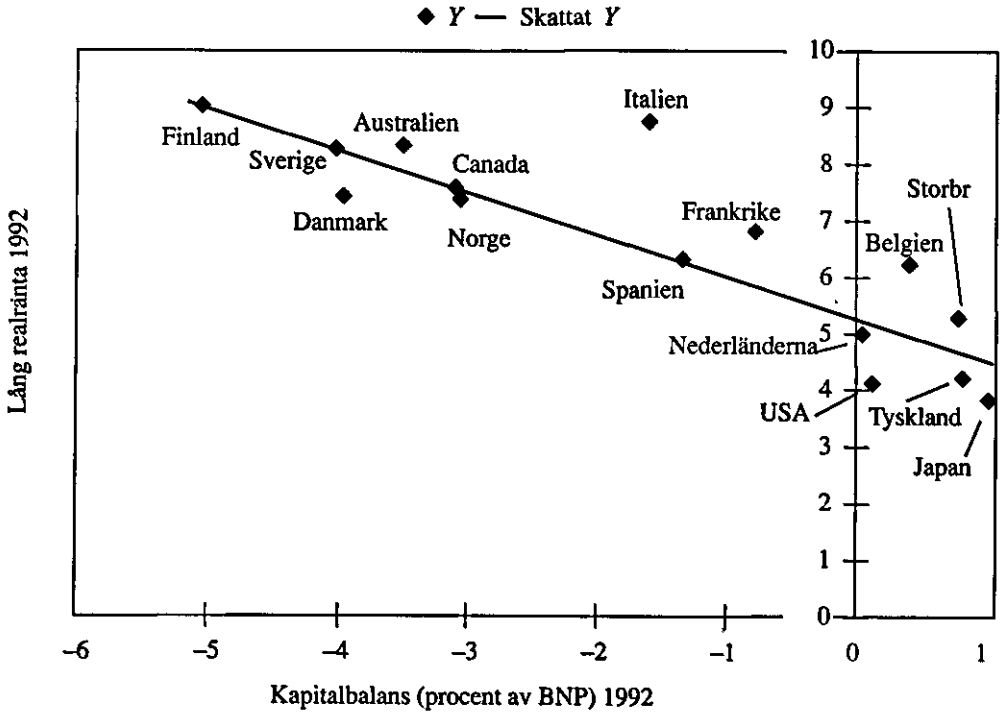
Figur 1 A Lång realränta och offentlig bruttoskuld.



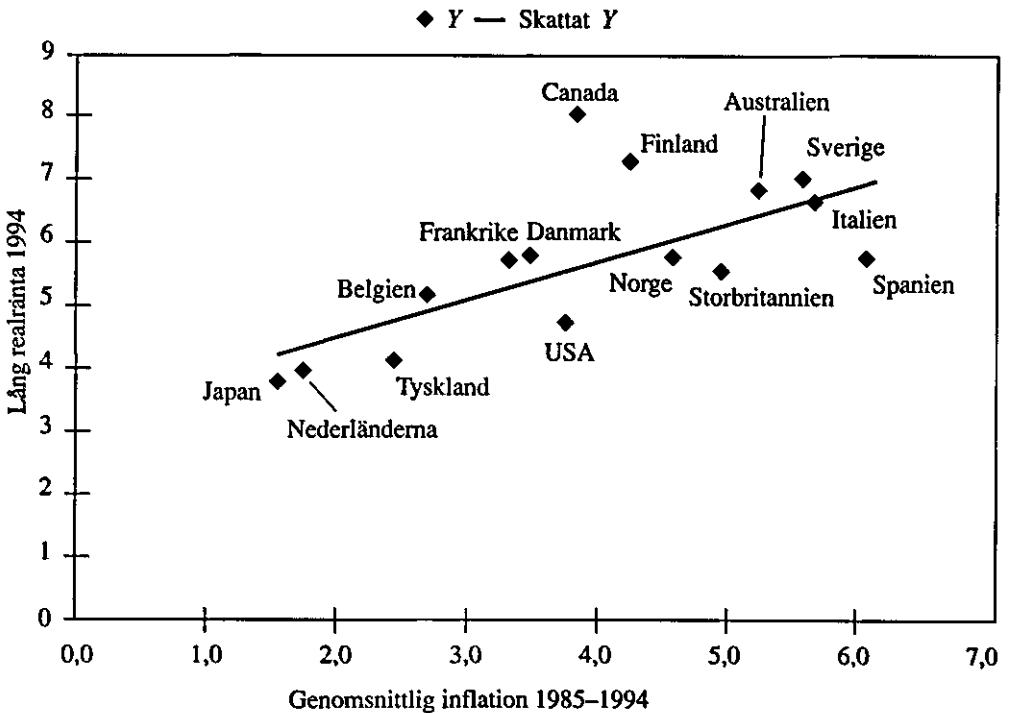
Figur 1 B Lång realränta och offentlig nettoskuld.



Figur 2 A Lång realränta och kapitalbalans.



Figur 2 B Lång realränta och inflation.



riabler ( $\bar{R}^2 = 0,67$ ) blir den skattade realräntan för Sverige nästan en hel procentenhet *högre* än den faktiska. Inget utrymme för ytterligare negativa förklaringsfaktorer, alltså. Utöver skattereformen förefaller m a o dessa två faktorer vara avgörande för vår höga realränta: en lång period med underskott i bytesbalansen (d v s en stor nettoskuld till utlandet) och bristande tilltro till långsiktigheten i den svenska inflationsbekämpningen.

Mot den bakgrunden framstår H-J:s krisrecept – en ännu mer expansiv penningpolitik än vad den flytande växelkursen redan givit – som tvivelaktigt och åtminstone synnerligen riskfyllt. Med tanke på att penningpolitiken når sina huvudsakliga effekter efter ca 18 månader är det också tveksamt om en ytterligare likvidisering av marknaden hade kunnat stödja den reala utvecklingen när den inhemska efterfrågan föll med nästan 7 procent under första halvåret 1993. Att en åtstramande finanspolitik i detta dramatiska läge genom en ”positiv förtroendechock” skulle ha fått företagen att sätta fart på investeringarna framstår för mig som utomordentligt osannolikt.

Jag kvarstår alltså vid min ståndpunkt att den höga svenska realräntan – när man väl bestämt sig för finansiell avreglering, skatteomläggning och inflationsbekämpning – utgjorde en exogen variabel som inte kunde rubbas genom en mindre expansiv finanspolitik eller en mer expansiv penningpolitik. Därmed måste också hålet i den privata sektorns balansräkning på omkring 1 000 miljarder kronor tas som en utgångspunkt för analysen.

Hur har då den privata sektorn efter det att detta hål uppkom försökt att rätta till sin balansräkning? Finansräkenskaper visar (oavsett om stock- eller flödesdata används) att den finansiella nettoskulden minskats med omkring 500 miljarder kronor mellan 1990 och 1994. Denna utveckling är i högsta grad konsistent med min analys. Det är ju just minskningen av nettoskulden som skapar det

samhällsekonomiska efterfrågeproblemet. Att jag i mitt räkneexempel i förenklande syfte räknade med oförändrad total balansomslutning spelar självklart i detta sammanhang ingen roll. Det viktiga för analysen är ju att den privata sektorn inte försökt rätta till sin balansräkning genom en samtidig *minskning* av finansiella tillgångar och skulder. På den punkten förde jag i min artikel en argumentation som gick ut på att det i det rådande läget var föga sannolikt att privata aktörer skulle vilja dra ned på sina finansiella tillgångar. Utvecklingen har bekräftat att detta var ett riktigt antagande.

Var då den kraftiga budgetförsvagningen i allt väsentligt en återspeglning av nedgången i den privata efterfrågan, som jag hävdar? Eller var den till uppemot hälften att tillskriva en diskretionärt expansiv finanspolitik, som H-J hävdar? Återigen är riktningen på orsakssambandet av vital betydelse för tolkningen av krisförloppet. Dessbättre har OECD:s senaste Sverige-rapport (OECD [1995]) försökt att ge ett svar på frågan. Där konstateras att saldot i de offentliga finanserna svängde från ett överskott på 4,1 procent av BNP 1990 till ett underskott på 13,3 procent av BNP 1993. En försvagning alltså på hela 17,4 procent av BNP. Av detta hänför OECD 3 procentenheter till diskretionära åtgärder, som underfinansiering av skattereformen och upphävandet av tillfälliga skatter. Den helt dominerande delen av budgetförsvagningen – över 14 procent av BNP – hänförs till nedgången i ekonomin, inklusive kostnaden för bankstödet. (Inte ens H-J vill väl hävda att regeringen *först* bestämde sig för att betala ut bankstöd, och att detta i sin tur ledde till budgetunderskott som drev upp räntorna så att låntagarna inte kunde betala tillbaka sina skulder?)

Vad är då poängen för enskilda hushåll och företag att flytta sina skulder från den egna balansräkningen till den gemensamma balansräkningen i den offentliga

sektorn? Som H-J påpekar, och som jag också underströk i min artikel, blir självklart den privata sektorn som helhet varken rikare eller fattigare av denna operation, eftersom den förr eller senare måste betala för den offentliga sektorns skulder. Det kan dock ändå finnas goda skäl för en kollektivisering av skulderna.

Med en mycket svag balansräkning är det inte möjligt att genomföra ens de mest lönsamma projekt. En egenföretagare kan därför behöva skjuta till kapital till sitt företag (dvs överta en del av företagets skulder) för att det skall kunna genomföra en nysatsning. Likaså kan en högt belånad egenföretagare med ett välkonsoliderat företag behöva skifta en del av sina skulder till företaget (genom tex en stor utdelning) om han vill öka sin konsumtion. I ingendera fallet blir givetvis ägare och företag tillsammans vare sig rikare eller fattigare. Ändå kan de genom sådana operationer öka sin sammanlagda ekonomiska handlingsfrihet.

I ett system med många svaga balansräkningar avstannar den ekonomiska aktiviteten därför att osäkerheten blir stor om aktörernas möjligheter att uppfylla sina betalningsförpliktelser. När en bricka faller kan domino-effekterna bli mycket stora, vilket vi ju såg i bl a Nyckeln-fallet. Jag vill påstå att det under 1990-talets första hälft varit betydligt mindre riskfyllt att låna ut pengar till svenska staten än till genomsnittliga enskilda privata låntagare. Genom att ikläda sig en väsentligt ökad andel av samhällets totala skuldförbindelser har staten sålunda kunnat hålla den ekonomiska aktivitetsnivån uppe. Det är den balansräkningsmässiga - "fisherianska" - tolkningen av varför en "keynesiansk" politik i vissa lägen kan ha positiva effekter.

### Slutkommentar

Det är tacknämligt att H-J har tagit sig an uppgiften att kritiskt granska min artikel och komma till den konventionella

klokhetens försvar. De har därigenom tvingat mig till preciseringar på dessa punkter. Än är väl inte sista ordet sagt om ändamålsenligheten i en expansiv finanspolitik i samband med en skuldeflationskris av det slag som Sverige just genomlevt, bl a därför att forskningen på området är stadd i snabb utveckling. Men tills vidare ser jag som sagt ingen anledning att frångå min uppfattning att en stramare finanspolitik under krisen skulle ha lett till en svagare utveckling av produktion och sysselsättning med bestående negativa konsekvenser för den svenska ekonomin. Låt mig bara avslutningsvis peka på några punkter där jag anser att H-J gått alltför långt i sitt kritiska nit.

Det har aldrig varit min uppfattning att finanspolitiken under 1990-talets första hälft varit alltigenom välavvägd. Vad jag hävdar är att storleken på den offentliga sektorns finansiella underskott sannolikt varit oundviklig för att förhindra en ännu kraftigare nedgång av produktion och sysselsättning. Men som jag ofta påpekat skulle jag ha föredragit att dessa underskott kommit till stånd genom skattesänkningar än genom de utgiftsökningar som nu kom att äga rum. Med en större andel faktorinkomster och lägre andel transferreringar i de disponibla inkomsterna skulle bl a omställningen av produktionen till varaktigt högre realränta ha blivit snabbare och mer effektiv.

Jag har heller aldrig hävdar att "skuld-socialisering" skulle ha varit ett *tillräckligt* villkor för att klara krisen i den svenska ekonomin. När H-J avslutningsvis antyder detta har de valt att läsa min artikel som en viss potentat läser Bibeln. Tvärtom har ju min ståndpunkt varit att fokuseringen på statsskuldproblematiken varit alltför stark, och att de viktiga strukturella frågorna därigenom kommit alltför mycket i skymundan.

Slutligen har jag ingalunda dragit slutsatsen att en keynesiansk stimulanspolitik skulle vara önskvärd vid "nästa nedgång i konjunkturen". Jag har under 15 års tid

drivit det normpolitiska budskapet i stabiliseringspolitiken, och jag fortsätter att göra det. Som jag utförligt försökt att motivera – ursprungligen i min finska analys (Söderström [1993]) och senast i den nu diskuterade *Ekonomisk Debatt*-artikeln – är emellertid en skuldeflationskris av det slag vi bevittnat i Norden i början av 1990-talet av en helt annan karaktär och omfattning än en vanlig konjunkturedgång. Det var 60 år sen sist. Förhoppningsvis dröjer det minst 60 år tills det är dags igen. Fram till dess gäller för min del normpolitiken som stabiliseringspolitisk vardagsmedicin. Den kraftiga försvagningen av den offentliga sektorns finansiella ställning som uppkommit under 1990-talets första hälft lär ge ökad trovärdighet åt det normpolitiska budskapet under många år framöver. Det kan ju också vara en fördel med den finanspolitik som bedrivits.

## Referenser

- Henrekson M & Jakobsson, U, [1995], "Skuldsocialisering som krisrecept", *Ekonomisk Debatt*, årg 23, nr 6, s 485–494.
- Kruse, A, [1995], "Statsskuldsökningar och budgetunderskott – farliga eller god ekonomisk politik? Några kommentarer till Söderström", *Ekonomisk Debatt*, årg 23, nr 5, s 424–426.
- OECD, [1995], *OECD Economic Surveys – Sweden*.
- 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.
- Söderström, H T, [1995a], "Realräntechock, skuldsanering och budgetunderskott – en balansräkningsanalys av den svenska depressionen", *Ekonomisk Debatt*, årg 23, nr 3, s 189–202.
- Söderström, H T, [1995b], "Svar till Kruse", *Ekonomisk Debatt*, årg 23, nr 5, s 427–430.