

Vad säger vår historia om finanskriser?

Som följd av den globala finanskrisen befinner sig nu Sverige i en djup ekonomisk kris – troligen den djupaste sedan 1930-talet. Det dystra läget har skapat ett intresse för kriser i vår historia. Lars Jonung diskuterar i denna artikel vad vi kan lära från tidigare finanskriser, vilken vägledning de ger oss beträffande dagens kris och vad de säger om framtiden.

Syftet med denna artikel är att söka svar på några frågor om finanskriser med utgångspunkt från en nyligen publicerad historik över Riksbanken från 1600-talet fram till i dag, nämligen Gunnar Wetterbergs *Pengarna och makten* (Wetterberg 2009).¹ Kriser är inte huvudtemat för Wetterberg, men de utgör ett återkommande och markant inslag i Riksbankens historia. Gång på gång har banken ställts inför akuta kriser – och tvingats att handla. Den har då som regel haft en central roll – på gott eller ont. I vissa fall har Riksbanken varit den drivande kraften bakom krisen – trots att en av dess huvuduppgifter varit att svara för finansiell stabilitet. Detta är inget unikt för vår centralbank. Mönstret känns igen från alla länder med centralbanks-system.

För att kunna vaska fram lärdomar och slutsatser från den finansiella historien är det lämpligt att först sammanfatta hur nationalekonomer använder historien. Ett mål för ekonomisk forskning är att finna samband som är stabila över tid och rum. Ekonomer lägger därför fokus på det generella mönstret, det allmängiltiga, inte på undantaget.² Stöter vi på undantaget, något som inte är förenligt med vår teori, så kan vi säga att det är en anomali – något som vi just nu inte kan förklara men som vi med bättre teori och/eller data hoppas kunna förklara i framtiden.³ När ekonomen funnit bekräftelse för sina hypoteser i historien är han eller hon sedan redo att använda det förgångna som grund för rekommendationer om dagens politik.

Gunnar Wetterberg har förvisso inte skrivit sin bok på det sätt som en traditionell nationalekonom skulle göra, byggd på kedjan teori-hypotes-empirisk test. Han är historikern/krönikören som flyhänt sammanfattar, populariserar och berättar Riksbankens historia från begynnelsen på 1600-

LARS JONUNG, tidigare professor vid Handelshögskolan i Stockholm, är forskningsrådgivare i makroekonomi vid DG ECFIN, EU-Kommissionen, Bryssel. Hans forskning har under senare år främst handlat om finansiella kriser, valutaunioner och stabiliseringspolitik. Tillsammans med Klas Fregert är han författare av *Makroekonomi. Teori, politik & institutioner*, en lärobok för grundutbildningen i nationalekonomi. Lars@jonung.se

Jag har fått värdefulla kommentarer från Rodney Edvinsson, Emil Ems, Klas Fregert, Thomas Hagberg, Axel Leijonhufvud, Göran Lind, Garry Schinasi och Gunnar Wetterberg.

¹ Frågorna ställdes ursprungligen till mig som deltagare i en paneldiskussion den 13 mars 2009 på Riksbanken i samband med utgivningen av *Pengarna och makten*. Temat var: Vad kan vi lära oss av finanskriser? Jag har modifierat frågebatteriet något.

² Se här diskussionen om nationalekonomers inställning till historia med inlägg av Kenneth Arrow m fl i Parker (1986).

³ Ett exempel är litteraturen inom finansiell ekonomi som studerar fenomen som är svåra att förena med etablerad teori under rubriken ”anomalier” såsom januarieffekten, semestereffekten, veckodagseffekten osv.

talet till inflationsmålet i dag. Under dessa 350 år återspeglas snart sagt hela vår politiska och ekonomiska historia i Riksbankens göranden och låtanden. Även anekdoter om Carl Michael Bellmans och August Strindbergs koppling till finanskriser finns där på ett för läsaren njutbart sätt.⁴

Men *Pengarna och makten* kan med fördel läsas av nationalekonomen för att illustrera ekonomiska teorier och samband. Här finns nämligen en rikedom av observationer över flera sekler som gör det möjligt att identifiera allmängiltiga mönster rörande finanskriser. Det är så jag använder historien – såväl den som finns i *Pengarna och makten* som i övrig litteratur om finansiella kriser i Sverige – för att besvara följande frågor om finanskriser.⁵

1. Vad är en finanskris?

Ordet ”finanskris” eller ”finansiell kris” möter oss nu varje dag i media – ofta utan någon närmare förklaring. En exceptionellt stor och oväntad negativ störning eller förändring inom det finansiella systemet brukar definieras som en finanskris. Vanligtvis återspeglas finanskriser i kraftiga fall i priset på tillgångar som aktier, obligationer och fastigheter. En finanskris kan ta sig former som bankkris, börskris, skuldkris och bolånekris.

Finanskriser är ofta, men inte alltid, förenade med lågkonjunktur eller depression i den reala ekonomin. En finanskris behöver således inte leda till lågkonjunktur och, vice versa, alla lågkonjunkturer ger inte upphov till kris i det finansiella systemet. Men djupa finansiella kriser är som regel associerade med djupa realekonomiska kriser. Här går orsakssambandet åt bägge håll. En kraftig finanskris påverkar den reala ekonomin. Kris i den reala ekonomin, dvs stark nedgång i produktion och sysselsättning, sätter i sin tur det finansiella systemet i gungning.

Dessa slutsatser återspeglas i tabell 1 över de största kriserna i Sverige i modern tid, nämligen kriserna 1877–78, 1907–08, 1921–22, 1932–33 och 1992–93 samt dagens kris (2007 och framåt). De har alla varit kriser i såväl det finansiella systemet som den reala ekonomin. Förutom dessa stora finanskriser har Sverige även varit utsatt för mindre finanskriser utan några märkbara realekonomiska verkningar. Dessa har ofta uppstått utanför Sverige. Krisimpulsen har sedan överförts till vårt land via det finansiella systemet och utrikeshandeln – men den har inte spritt sig vidare. Wetterberg nämner bl a krisen i Holland och England 1772, ett antal bankkriser

⁴ Den nationalekonom som inte följer en teoretisk ram, helst med tillhörande ekonometriska tester, för att studera historien löper risken att anklagas för att ha en anekdotisk världsuppfattning eller – ännu värre – att anklagas för att vara ekonomhistoriker eller historiker. Detta för mig osökt över till den hackordning inom samhällsvetenskapen som Lennart Jörberg, professor i ekonomisk historia vid Lunds universitet, brukade sammanfatta på följande sätt: dåliga matematiker blir nationalekonomer, dåliga nationalekonomer blir ekonomhistoriker, dåliga ekonomhistoriker blir historiker – och dåliga historiker blir präster.

⁵ Se bl a Edvinsson (2005), Hagberg och Jonung (2005), Jonung m fl (2009), Lundberg (1994) och Lybeck (1992) för arbeten om ekonomiska kriser i Sverige. Jag har i denna artikel sökt begränsa mig till den svenska krislitteraturen.

Tabell 1
Större finansiella
kriser i Sverige

År	Kris	Kostnaden för krisen (realinkomstförlusten)
1663–64	Inhemsk lånekris	
1767–69	Inhemsk deflationskris	
1857–58	Internationell bank- och handelskris	
1866–67	Internationell bank- och handelskris	
1877–78	Internationell finanskris	11,3
1907–08	Internationell finanskris	11,2
1921–22	Inhemsk deflationskris	9,6
1932–33	Internationell finanskris	17,7
1992–93	Inhemsk finanskris	13,0
2007–	Global finanskris	

Källa: Hagberg och Jonung (2005), Jonung (1986) och Wetterberg (2009).

Kommentar: Beräkningen av realinkomstförlusten är hämtad från Hagberg och Jonung (2005). Kronologin över svenska kriser är långt ifrån fullständig.

i England under första hälften av 1800-talet samt Baringkrisen 1890.⁶ Till listan kan läggas flera kriser såsom den franska finanskrisen 1883 och Panamakraschen i Paris 1889.⁷

Finansiella kriser har ofta uppstått i samband med krigshändelser. Wetterberg noterar rusningen på Riksbanken när nyheten om katastrofen vid Poltava når Stockholm med nästan två månaders fördröjning. Krigsutbrottet i augusti 1914 medförde en långvarig finansiell förlamning av Stockholms börs. Samtliga krig med svensk inblandning har medfört stora budgetunderskott. Staten har därför sökt få lån i Riksbanken för att finansiera underskotten, vilket skapat problem inom vårt finansiella system.

2. Följer finanskriser ett mönster eller är varje kris unik?

Svaret är både ja och nej. Det finns ett generellt mönster för finansiella kriser i form av *boom and bust*.⁸ Först kommer en period med kraftig kreditexpansion, ökad skuldsättning, stigande optimism om nya affärs- och investeringsmöjligheter och växande aptit på risk. Under denna fas (*boom*) råder stark högkonjunktur med snabbt stigande priser. Priser på tillgångar som aktier och fastigheter växer snabbare än den allmänna prisnivån (tillgångs-

⁶ Wetterberg berör långt ifrån alla kriser som träffat svensk ekonomi under Riksbankens existens. De värsta katastroferna som drabbat vårt land är inte finanskriser utan perioder med pest, hungersnöd och krig.

⁷ En klassisk översikt över finansiella kriser finns i Kindleberger (1978). En kriskatalog som täcker de senaste 800 åren ges i Reinhart och Rogoff (2008).

⁸ Någon bra översättning till svenska av dessa begrepp finns inte – intensiv högkonjunktur eller överhettning är nog det närmaste man kommer termen ”boom”. Snabb och kraftig lågkonjunktur vore en översättning av ”bust”.

prisinflation). Belåningsgraden växer via den hävstångseffekt (*leverage*) som skapas av banksystemets förmåga till kreditgivning. Förväntningar om fortsatt stigande priser driver på uppgången. Denna föder sig själv genom den masspsykologi som frodas under överhettningen. Den ekonomiska tillväxten, sysselsättningen och investeringarna ligger över de långsiktiga trenderna. Sparkvoten är låg, ibland t o m negativ. Konsumtionen kan ligga över den disponibla inkomsten, som under överhettningen i slutet av 1980-talet. Handelsbalansen visar som regel underskott när importen växer raskt medan exporten faller tillbaka. Det råder goda tider.

Den finansiella bubblan kan inte blåsas upp hur mycket och hur länge som helst. Förr eller senare vänds uppgången till nedgång. *Boom* övergår till *bust*. Optimism vänds till pessimism. Risktagandet avtar. Då krymper kreditvolymen, räntorna stiger och tillgångspriserna faller (tillgångsprisdeflation). Låntagare får svårt att betala ränta och amortering på sina banklån. Nedgången föder sig själv genom olika självförstärkande mekanismer. Försäljning av tillgångar pressar ned tillgångspriserna. Betalningsinställelser och konkurser ökar. Hävstångseffekten minskar när lån återbetalas (*deleverage*). Tillväxten, sysselsättningen och investeringarna faller. Det finansiella systemet dras ihop. Bankernas ställning undergrävs. Staten kan tvingas att ingripa med direkt stöd åt nödlidande banker och företag.

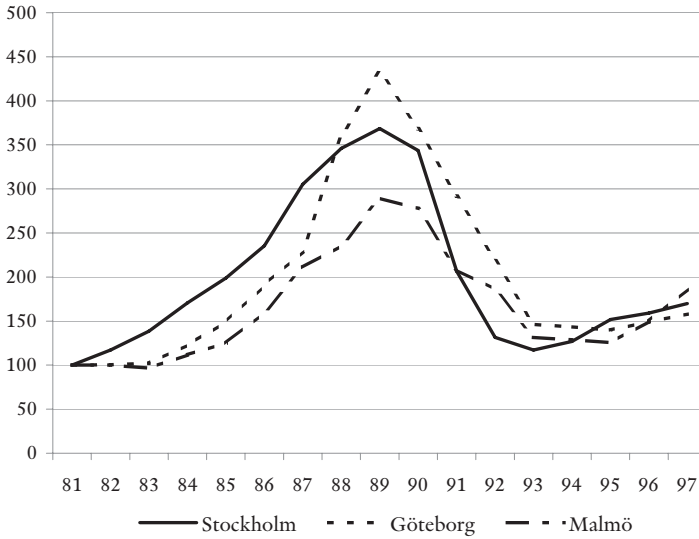
Boom-bust mönstret har en klar återspeglning i balansräkningarna för banksystemet och den privata sektorn. Under uppgången pumpas balansräkningarna upp av de stigande tillgångspriserna och den ökade skuldsättningen. Under nedgången, kraschen, smälter balansräkningarna samman när skuldsaneringsprocessen drivs på. Av detta skäl beskrivs ibland finanskriser som balansräkningskriser (*balance sheet crises*). Teorin för dessa går tillbaka till Irving Fishers arbeten under 1930-talets amerikanska depression.⁹

Detta allmänna mönster av *boom* och *bust* visar sig i de många finanskriser som man möter i Riksbankens historia från den första sedelinflationen på 1660-talet via episoder som kriserna 1857–58, 1866–67, 1877–78, 1907–08, 1921–22, 1932–33 och 1991–93. Figur 1 illustrerar förloppet med hjälp av det reala kontorspriset i centrala lägen i de tre största städerna under 1981–97. Under dessa år steg priset med 200–350 procent från början till slutet av 1980-talet. Efter toppen 1989 följde ett snabbt och kraftigt fall till 1993, nästan tillbaka till den nivå som gällde när bubblan startade.

Samtidigt som *boom-bust* mönstret är allmängiltigt finns skillnader mellan olika kriser. Dessa gäller den impuls som sätter igång den finansiella uppgången samt den störning som får ekonomin att vända nedåt och hamna i kris. Dessa ”stötter” kan vara inhemska eller utländska. De kan ha sitt ursprung inom marknadsekonomin eller skapas i den politiska sektorn.

Riksbankens historia ger exempel på samtliga varianter av krisimpul-

⁹ Se Fisher (1933). Fishers analys har bl a inspirerat Minsky (1982), vars arbeten om finansiell instabilitet fått en renässans genom den globala finanskrisen. En balansräkningsanalys av den svenska 1990-talskrisen i Fishers anda finns hos Söderström (1996). Se även bidragen i Jonung m fl (2009).



Figur 1
Det traditionella boom-bust mönstret illustrerat med det reala priset för kontorslokaler i citylägen i Stockholm, Göteborg och Malmö, 1981-97. Index = 100 för 1981. Deflatering med konsumentpris-index.

Källa: NewSec AB och Riksbanken.

ser. De värsta kriserna i fredstid har skapats av inhemska ekonomisk politik. Mössornas deflationspolitik medförde en djup nedgång på 1760-talet. Föresatsen att återgå till guldmyntfoten till förkrigsparitet efter första världskrigets inflation gav upphov till en repris, nämligen den svåra deflationskrisen i början av 1920-talet. Riksbankens beslut i november 1985 ("novemberrevolutionen"), efter grönt ljus från statsminister Olof Palme, att avreglera den inhemska kreditmarknaden utlöste ett förlopp som gav oss 1990-talskrisen, först överhettningen 1986-90, sedan sammanbrottet 1991-93.¹⁰ Dagens kris med början 2007 är en global kris som skapats av den ekonomiska politiken i utlandet, främst i USA. Samma kan sägas om "the Great Depression", 1930-talets depression med rötter i amerikansk politik.

Finansiella innovationer och nya investerings- och spekulationsobjekt är drivkrafter "inom" det ekonomiska systemet som bidragit till finansiella kriser. Spekulationen i järnvägsrelaterade aktier och obligationer under 1877-78 års kris kan anföras som ett exempel. Finansiella uppfinningar på Wall Street var en stark drivkraft bakom dagens kris.

De finansiella kriserna skiljer sig också åt beträffande längd och djup. I vissa fall har de gått över snabbt som Baringkrisen i början av 1890-talet eller dragit ut under flera år som 1990-talskrisen. Vidare finns skillnader mellan finanskriser när det gäller vilka tillgångar och vilka institut som stått i centrum av krisen. Den kan vara koncentrerad till aktiemarknaden (börs-kris), obligationsmarknaden (skuldkris) eller fastighetsmarknaden (bolånekris eller fastighetskris). Den kan träffa en begränsad del av finanssystemet eller drabba hela finanssektorn.

¹⁰ Se sammanfattningen i Jonung m fl (2009).

Den svåraste typen av finanskris är som regel den som involverar fastighetsmarknaden. Hus och lägenheter utgör lejonparten av hushållens förmögenhet. Fallande fastighetsvärden slår direkt mot hushållens balansräkningar. Förmögenhetsförluster gör att hushåll drar ned på sin konsumtion, minskar sin efterfrågan och ökar sitt sparande. Detta var en viktig mekanism bakom den svenska finanskrisen i början av 1990-talet.¹¹

Riksbankens historia visar också att *efter* en finanskris följer ofta en jakt på syndabockar – en jakt på dem som uppfattas som ansvariga för det olyckliga förloppet. Palmstruch är det första exemplet i vår historia. Han hotades med dödsstraff och hamnade i fängelse efter överexpansion av lån från sin bank i början av 1660-talet.¹²

Till krisernas mönster hör också olika politiska reaktioner. De makt-havandes popularitet undergrävs som regel av en finanskris. Maktskifte är en vanlig följd.¹³ Ibland har finanskriser medfört ändringar i regelverket för den finansiella sektorn. Statliga kommittéer har tillsatts, riksdagen har utrett och debatterat. Som en följd av kriser har det institutionella ramverket förändrats.

3. Vilka mekanismer gör att finanskriser återkommer?

Den grundläggande förklaringen till finanskriser står att finna i kreditväsendets procykliska egenskaper. Kreditsystemets elasticitet är stor.¹⁴ När nya vinstmöjligheter öppnar sig växer efterfrågan på krediter. Banker och andra finansiella institut är snabbt framme och svarar med ett ökat kreditutbud. Mer kredit driver upp värdet på de tillgångar som utgör pant och säkerhet för nya lån. Till en början verkar processen rimlig och ofarlig men den riskerar med tiden att gå över styr när kreditvolymen växer alltför snabbt i förhållande till den reala ekonomin.

Forskare inom finansiell historia brukar också peka på det mänskliga psyket som en förklaring till att finanskriser återkommer. Enligt det allmänna *boom-bust* förloppet föregås varje kris av en period av optimism. När det går bra, när alla kurvor pekar uppåt, vill ingen lyssna på de olyckskorpar som kraxar. Man vill vara med i uppgången. Varje kris skapar sedan förlorare. Men när minnet av och därmed kunskapen om den senaste krisen förbleknat är fältet fritt för nästa våg av finansiell optimism.

¹¹ Se kalkylerna över den privata sektorns förmögenhetsförluster under 1990-talskrisen i Söderström (1996).

¹² Se Wetterberg (2009, s 44-45) för processen mot Palmstruch. Sedan Palmstruchs tid har bankchefer fått betydligt lindrigare straff – i vissa fall t o m bonus – för ansvarslös utlåningsexpansion. Detta gällde bl a bonus till ledningen i Nordbanken, den bank som kanske var mest expansionistisk under överhettningen i slutet av 1980-talet. Kanske togs ansvarsutkrävning mer seriöst i det förgångna än i dag?

¹³ Ett prominent exempel är maktskiftet 1932, vilket lade grunden för det socialdemokratiska partiets politiska hegemoni fram till i dag. Den begynnande finanskrisen bidrog till den socialdemokratiska regeringens förlust 1989. När krisen slagit till med full kraft svepte den i sin tur bort den borgerliga regeringen från makten i valet 1994.

¹⁴ Enligt grundboken i nationalekonomi: kreditmultiplikatorn är högst volatil.

Dessa mekanismer belyses av bl a 1990-talskrisen. Under överhettningen fanns en optimism och ett risktagande som växte med överhettningen. Det fanns knappast någon förståelse för de kommande finansiella svårigheterna hos politiker, bankmän, ekonomer och journalister aktiva under 1980-talet när grunden lades för 1990-talskrisen. De kände inte till eller trodde inte på de destruktiva krafter som kan utlösas via de finansiella marknaderna. Högkonjunkturen och överhettningen gav näring till ett överdrivet risktagande, till överinvesteringar och långtgående skuldsättning.¹⁵

4. Går det att undvika finanskriser?

Något förenklat: finanskriser skapas av kombinationen dålig ekonomisk politik, dålig finansiell reglering och dåliga bankledningar (*bad policy, bad regulation and bad bankers*).¹⁶ Det innebär att risken för framtida kriser kan minimeras genom en återhållsam finans- och penningpolitik, en lämpligt utformad finansiell övervakning och adekvata incitament för beslutsfattarna inom den finansiella sektorn. Det är alltså en uppgift för de ansvariga för stabiliseringspolitiken och för spelreglerna inom finanssektorn att hålla nere risken för finansiella kriser.

Penningpolitiken, och därmed centralbankens beteende, är en central faktor bakom *boom-bust* mönstret. Det behövs nämligen en lätt kreditmarknad och låga räntor för att ge bränsle åt den spekulation som göder *boomen*. En omsvängning till höga räntor och stram kreditmarknad driver sedan fram krisen. Centralbanken kan motverka såväl uppgången som nedgången med kontracyklisk penningpolitik.

Det går också att undvika finansiella kriser – om det finansiella systemet regleras så hårt som under 1950- och 1960-talen. Då var kreditmarknaden i vårt land isolerad från internationella impulser genom valutaregleringen och då styrdes affärsbankernas långgivning med järnhand av Riksbanken i ett kommandosystem där affärsbankerna snarare var offentliga myndigheter än självständiga banker.¹⁷

Å andra sidan bäddade den hårda kontrollen av bankerna för att avregleringen på 1980-talet bidrog till finanskrisen i början av 1990-talet. Hade den finansiella avregleringen kommit tidigare eller kombinerats med stramare penning- och finanspolitik hade de finansiella obalanserna och därmed krisen blivit av mindre omfattning.

Kostnaden för att underkasta det finansiella systemet icke-marknadskonforma regleringar som hindrar dess funktioner är stor i form av minskad omvandling och tillväxt. Förvisso kan det finansiella systemet avskaffas – och därmed också finanskriser – som fallet var i det forna Sovjetväldet, men priset blev för högt. I dagens värld gäller det att finna en lämplig avväg-

¹⁵ Den höga frekvensen av bankkriser i världen sedan början på 1970-talet antyder att de krisskapande mekanismerna är universella.

¹⁶ Ibland görs tillägget att det behövs *bad luck* för att få till stånd en finanskris.

¹⁷ Se beskrivningen i Jonung (1993) av övervakningen och ordregivningen i detta regleringsystem.

ning mellan reglering av handlingsutrymmet och friheten för finansiella innovationer.

I varje finanskris lägger allmänheten skulden på de ansvariga inom banker och finansinstitut. Här finns de sedvanliga syndabockarna. Mönstret möter vi i dag i medias rapportering. I det samhällsekonomiska perspektivet är det dock inte oetiska, kortsiktiga och bonusjagande bankirer som är den främsta drivkraften bakom finanskriser. Deras beteende styrs av den incitamentsstruktur som de ansvariga för penningpolitiken och den finansiella regleringen har skapat. Är denna struktur behäftad med fel och svagheter blir bankernas handlande därefter.

5. Kan slutsatser dras om samspelet mellan finans- och penningpolitik under kriser?

Pengarna och makten demonstrerar klart vilka samband som finns mellan finans- och penningpolitiken. Under krig och kris dominerar finanspolitiken över penningpolitiken. Kronan-staten-regeringen tar då makten över penningpolitiken. Skulle Riksbanken vägra att underordna sig så kan den exekutiva makten välja som Karl XII att ge ut egna pengar (Görtzens gudar, myntsedlar och löningssedlar) eller som Gustav III 1789 att etablera Riksgäldskontoret som en bank, vilken gav ut sedlar (kreditsedlar).¹⁸ Sedelmonopolet blev ett sedelduopol med två valutaenheter, riksdaler banco och riksdaler riksgälds – vilket ställde till oreda i det finansiella systemet under många år.

Vid djupa finansiella kriser har finansministern-finanspolitiken tvingats gripa in för att rädda soliditeten i det finansiella systemet. Finansdepartementet-Riksgälden var aktiva i bl a följande finanskriser: Gripenstedt var den förste finansminister som gav statligt stöd under 1857 års kris. Jernvägshypoteksfonden, stiftad av riksdagen 1879 och ställd under Riksgäldskontorets förvaltning, gav lån till kreditinstitut mot säkerheter i skuldbevis utfärdade av svenska järnvägsföretag. Utländskt statslån togs i samband med krisen 1879–80. Riksgälden gav lån till affärsbankerna under Baringkrisen 1890. Staten var aktiv för att stödja affärsbankerna under 1920-talskrisen. Skandinaviska banken fick stöd av Riksgälden i samband med Kreugerkraschen. Den största finanspolitiska insatsen gjordes under 1990-talskrisen då miljardbelopp skyfflades in i banksystemet. Nu är det dags igen: finansdepartementet i samarbete med Riksgälden är aktiva för att ge stöd åt affärsbankerna.

Den finansiella historien visar att Riksbankens resurser som *lender of last resort* inte är lämpade för att garantera ett solvent banksystem. *Lender of last resort* funktionen handlar om att ge likviditetsstöd åt banker – inte om att rädda insolventa finansiella institutioner. Denna uppgift läggs i stället på finansdepartementet. Skattebetalarna tvingas att axla rollen som den slut-

¹⁸ Wetterberg (2009, s 72, 130). En tredje form av sedlar dök upp i Finland, där krigsmakten 1790 började trycka egna sedlar, fältpolletter, i folkmun döpta till "fahnehielmarna" efter initiativtagaren P G Fahnehielm.

liga garanten för det finansiella systemets överlevnad. Detta mönster möter oss i alla länder med allvarliga finansiella kriser. Dagens globala kris är en utmärkt illustration.

Under normala tider utan krig och kris kan ansvaret för finanspolitiken och penningpolitiken separeras på ett framgångsrikt sätt. Riksbanken kan inrikta sig på att styra en nominell storhet som växelkursen, penningmängden eller som nu prisnivån och i övrigt ignorera finanspolitiken. Det är denna ordning som är rådande för tillfället. Som ett resultat av 1990-talets kris fick Riksbanken till uppgift att självständigt utforma sin politik för att nå det nya inflationsmålet.

6. Går det att förutspå nästa kris?

Här går det att erbjuda en säker spådom. Det kommer en nästa kris. Att döma av historien finns ingen krisfri framtid. Krisen kommer, vi vet bara inte när, var och hur. Om vi med nästa kris menar en finanskris, så kan vi beräkna sannolikheten för den genom att följa ett antal krisindikatorer. När tillväxten i kreditvolymen under en längre tid ligger över den reala tillväxten, så ökar chansen för en kommande finanskris. När ”experter” säger att nya värderingsmodeller behövs, att vi står inför ett ”paradigmskifte” eller att en ny typ av permanent högkonjunktur, en superkonjunktur, har anlant, då brukar krisen stå för dörren.

Tecken på den kommande krisen finns alltid. Det gäller bara att vara redo att tolka dessa signaler i tid. Tyvärr tycks den mänskliga naturen lägga hinder i vägen. Det ligger i krisens beskaffenhet att den kommer som en överraskning för det stora flertalet.

7. När tar krisen slut?

Det positiva svaret är att kriser tar slut. Det gäller även de djupaste kriserna i vår historia vilket framgår av figur 2. Figuren beskriver nivån på BNP först under nedgången och sedan under återhämtningen. Det finns ingen kris då den svenska ekonomin fastnat i något som liknar permanent stagnation.

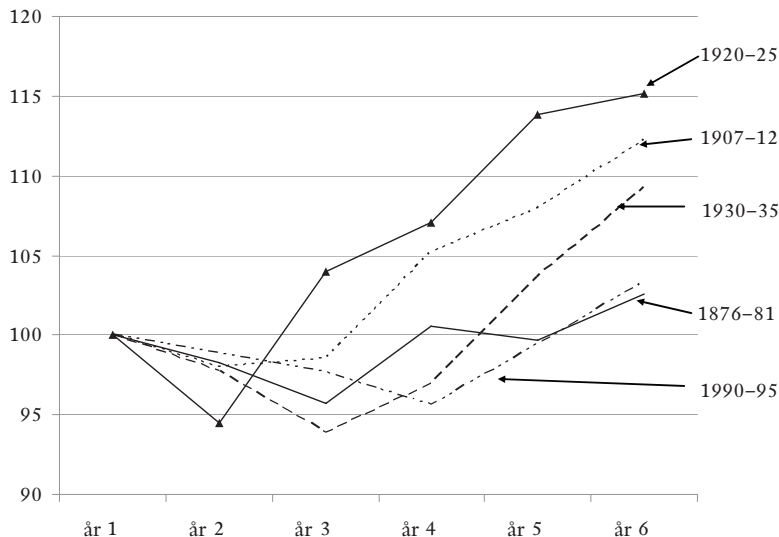
Det negativa svaret är att det tar tid innan kriser är över. Den genomsnittliga längden för en djup kris är omkring 3-4 år enligt figur 2. Detta är den tid det tagit för BNP att åter komma upp till den nivå som gällde när krisen började.

Kriser kan också lämna spår under lång tid efter krisen. Den höga arbetslösheten efter krisen i början på 1920-talet är ett sådant exempel.¹⁹ Samma mönster av bestående arbetslöshet följde efter 1990-talskrisen.²⁰

¹⁹ Se Fregert och Magnusson (1994).

²⁰ Följer högre ekonomisk tillväxt efter en finanskris? Är den ett reningsbad som lägger grunden för en ny expansionsväg? Någon forskning på svenska data kring detta spörsmål finns knappast. Det är värt att notera att efter 1990-talskrisen var tillväxten i Sverige klart högre än i omvärlden. Krisen kan ha bidragit till en tillväxtvänlig omvandling av svensk ekonomi. Se bidragen i Jonung m fl (2009).

Figur 2
Längden och djupet
på de fem svåraste
kriserna i Sverige
i modern tid. BNP
=100 för startåret på
krisen



Kommentar/Källa: Se Hagberg och Jonung (2005) för urvalet och dateringen av kriserna. Startåret för kriserna är satt till 1876, 1907, 1920, 1930 och 1990.

8. Hur påverkar dagens kris synen på ekonomisk teori och Riksbankens ställning och politik?

Djupa ekonomiska kriser påverkar som regel den nationalekonomiska teorbildningen. Här är 1930-talet det främsta exemplet. Den höga arbetslösheten blev då en akut utmaning för den nationalekonomiska vetenskapen. Den tolkades som ett underkännande av etablerad teori. Det gällde att finna en bättre förklaringsmodell och därmed en ekonomisk politik för att komma ut ur stagnationen.

Krisen inspirerade till nya skolbildningar. Bland dessa kom den keynesianska ansatsen att bli dominerande. Den utformades som en teori för arbetslöshetens bekämpning – dvs en teori för depressioner. Ett nytt ämne, makroekonomi, tillkom inom nationalekonomin. Med keynesianismen följde också en förändrad syn på statens uppgifter i samhällsekonomin. Staten fick en mer aktiv roll för att bedriva stabiliseringspolitik. Det innebar bl a att penningpolitiken och därmed centralbanken underordnades regeringen. Centralbanken nationaliserades i en rad länder som Storbritannien. I vårt land blev Riksbanken en underavdelning till finansdepartementet. Statssekreteraren i finansdepartementet blev automatiskt ordförande i riksbanksfullmäktige.

Nästa stora krisepisod på 1970-talet med OPEC I och II och stagflation bidrog till genomslaget för nya makroekonomiska skolbildningar: monetarismen och den rationella förväntningsteorin, vilka sköt keynesianismen åt sidan. Nu gavs en mer prominent plats åt penningpolitiken. Den fick

en renässans grundad bl a på en omtolkning av orsakerna till 1930-talets depression i USA. Rekommendationen blev att penningpolitiken bör inriktas på att skapa prisstabilitet bortom den kortfristiga sikten. Riksbankens politik bör följa en norm – en i förväg fastställd regel. En normbaserad politik underlättas genom att centralbanken får en mer självständig ställning och dess ledning frikopplas från den dagspolitiska striden. Detta synsätt blev med tiden allmänt accepterat. Riksbanken tilldelades under 1980- och 1990-talet en mer självständig ställning samt ett uttalat inflationsmål.

Dagens makroteori består av element från såväl monetarismen, främst teorin om rationella förväntningar, som keynesianismen. Andra teoribildningar ingår också i begreppet ”modern makro”, som regel baserade på antaganden om rationalitet och optimering. Ämnet har dessutom påverkats starkt av framsteg med ekonometriska modeller och databehandling.

Vad kommer nu att hända med den förhärskande synen på stabiliseringspolitiken och på finansiella marknader som en följd av den globala finanskrisen? Står vi inför en ny revision liknande fallet vid tidigare kriser? Ekonomer har redan börjat kritisera det förhärskande paradigmet och t o m hävdats att det bidragit till krisen.

Det är ett tecken i tiden att erkända forskare som Akerlof och Shiller (2009), Buiter (2009) och Leijonhufvud (2007, 2009) förespråkar ett ny- eller omtänkande, både när det gäller teori och politik. Skälet är enkelt. Den gängse etablerade makroteorin har svårt att förklara uppkomsten av dagens finanskris och ange vägar tillbaka till en ekonomi i balans. Den är en jämviktsteori och den är därför mindre lämpad för att analysera icke-jämviktsfenomen såsom finanskriser eller kriser överhuvudtaget.

Samma kan sägas om ämnet finansiell ekonomi (*finance*) såsom det utvecklats under de senaste decennierna. Mycket av det vilar på modeller över s k effektiva marknader. Om något kan sägas om finansiella marknader under finansiell kris är det att de *inte* är effektiva i den bemärkelse som teorin utgår ifrån. Marknader krymper, försvinner eller blir ytterst volatila. Förtroendet för att motparten uppfyller sin del av finansiella kontrakt försvagas eller elimineras helt i en värld utmärkt av konkurser, svindel och betalningsinställelser.

Slagkraftig kritik har riktats mot användningen av normalfördelningen i såväl finansiell teori som finansiell praktik. Normalfördelningen har visat sig underskatta frekvensen av stora förändringar i tillgångspriser. ”Osannolika” händelser inträffar således oftare än vad som förväntas av teorier baserade på antagandet om normalfördelning.²¹

Men var finns alternativet? Studiet av finanskriser har hittills betraktats som en verksamhet vid sidan av huvudfåran inom ämnet nationalekonomi, ett reservat för forskare med inriktning på ekonomisk och finansiell historia. Se här tabell 2 som på ett schematiskt och förenklat sätt jämför modern

²¹ Den svarta svanen som metafor för det som inte kan inträffa hos Taleb (2007) har blivit snubben för denna kritik. Se även bl a Cooper (2008) för en praktikers fördömande av teorin för effektiva marknader.

Tabell 2
En schematisk jämförelse mellan modern makroteori och den traditionella litteraturen om finansiella kriser

Synen på:	Modern makro och finansiell ekonomi	Traditionell litteratur om finansiella kriser
Teori	Stark teoribildning	Svag eller ingen teori
Historia	Ahistorisk uppfattning	Historisk eller deskriptiv ansats
Jämvikt – stabilitet	Systemet rör sig mot jämvikt. Systemet är stabilt	Systemet rör sig inte mot jämvikt. Systemet är instabilt
Marknadens egenskaper	”Effektiva” marknader	”Ineffektiva” marknader
Rationalitet	Rationella beslutsfattare påverkade av enbart ekonomiska motiv	Irrationella beslutsfattare påverkade av såväl ekonomiska som icke-ekonomiska motiv
Förväntningarnas egenskaper	Förväntningarna är rationella	Förväntningarna uppfyller inte kraven på rationalitet
Användningen av psykologi	Ingen användning av psykologi	Psykologiska faktorer (<i>animal spirits</i>) är centrala. Masspsykologi, vågor av pessimism och optimism, påverkar beteendet
Osäkerhet	Kvantifierbar (känd sannolikhetsfördelning)	Genuin osäkerhet som inte kan kvantifieras (okänd sannolikhetsfördelning)

Källor: Akerlof och Shiller (2009), Cooper (2008), Buitert (2009), Kindleberger (1978), Leijonhufvud (2009) och Minsky (1982) m fls arbeten.

Kommentar: Under senare år har forskare som Allen och Gale (2007) sökt analysera finanskriser med utgångspunkt från modern finansiell teori och dess antaganden om optimeringsbeteende. Det återstår att se hur framgångsrika dessa försök blir.

makroteori och finansiell ekonomi med den historiskt orienterade litteraturen om finansiella kriser av typen Kindleberger (1978) och Minsky (1982). Denna kan betraktas som ett alternativ – men ett ofärdigt sådant.

Här föreligger två skilda – ofta diametralt olika – perspektiv eller paradigmer. Där det ena bygger på rationella beslutsfattare, aktiva på effektiva och väl fungerande finansiella marknader inom ramen för ett stabilt finansiellt system som rör sig mot jämvikt, så målar det andra perspektivet upp irrationella beslutsfattare, drivna av flockmentalitet, kortsiktiga och snabbt skiftande psykologiska och icke-ekonomiska motiv, verksamma på instabila och dåligt fungerande finansmarknader vilka har en tendens att regelbundet krascha och hamna i kris. Det är en kollision mellan två olika världar.

Kanske är det så att den ena modellen har ett rimligt förklaringsvärde när samhällsekonomin befinner sig inom korridoren för ”normala” svängningar där marknadens självreglerande mekanismer fungerar väl och den andra modellen behövs för att förstå hur ekonomin beter sig i kris, i ”onormala” tillstånd utanför denna korridor då marknadens funktions sätt förstärker, inte dämpar, de störningar som driver det ekonomiska och finansiella systemet?²²

²² För en presentation av korridorbegreppet, se Leijonhufvud (1981).

Den globala finanskrisen ger starka incitament för ny teoribildning som mer framgångsrikt än dagens kan ge svar kring finansiella kriser och penningpolitikens roll. Ny teori kan ändra vår syn på målen för penningpolitiken och därmed på Riksbankens ställning, som fallet blev efter 1930-talets, 1970-talets och 1990-talets kris. Det återstår att se om dagens kris får en sådan effekt.

Akerlof, G och R Shiller (2009), *Animal Spirits*, Princeton University Press, Princeton.

Allen, F och D Gale (2007), *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press, Oxford.

Buiter, W (2009), "The Unfortunate Uselessness of Most 'State of the Art' Academic Monetary Economics", Vox, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3210> (2009-03-06).

Cooper, G (2008), *The Origin of Financial Crises. Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Vintage Books, New York.

Edvinsson, R (2005), *Growth, Accumulation, Crisis. With New Macroeconomic Data for Sweden 1800-2000*, Stockholm Studies in Economic History, Almqvist & Wiksell International, Stockholm.

Fisher, I (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol 1, s 337-357.

Fregert, K och S Magnusson (1994), "Den höga arbetslösheten under 1920-talet: Kan det hända igen?", *Ekonomisk Debatt*, årg 22, nr 8, s 783-798.

Hagberg, T och L Jonung (2005), "1990-talskrisen – hur svår var den?", *Ekonomisk Debatt*, årg 33, nr 8, s 30-45.

Jonung, L (1986), "International Financial Crisis and the Swedish Economy 1857-1933", i Capie, F och G Wood (red), *Financial Crises and the World Banking System*, MacMillan, London.

Jonung, L (1993), "Riksbanken i regleringsökonomi. Mötena mellan Riksbanken och affärsbankerna 1956-1973", i Werin, L (red), *Från väntereglering till inflationsnorm. Det finansiella systemet och Riksbankens politik 1945-1990*, SNS, Kristianstad.

Jonung, L, J Kiander och P Vartia (red) (2009), *The Great Financial Crisis of the 1990s*

in Finland and Sweden. The Nordic Experience of Financial Liberalization, under utgivning, Edward Elgar, Cheltenham.

Kindleberger, C (1978), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, Basic Books, New York.

Leijonhufvud, A (1981), "Effective Demand Failures", i Leijonhufvud, A, *Information and Coordination*, Oxford University Press, Oxford.

Leijonhufvud, A (2007), "The Perils of Inflation Targeting", Vox, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/322> (2007-06-25).

Leijonhufvud, A (2009), "Out of the Corridor: Keynes and the Crisis", under utgivning i *Cambridge Journal of Economics*.

Lundberg, E (1994), *Ekonomiska kriser förr och nu*, SNS Förlag, Stockholm.

Lybeck, J (1992), *Finansiella kriser förr och nu*, SNS Förlag, Stockholm.

Minsky, H P (1982), *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M E Sharpe, New York.

Parker, W (red) (1986), *Economic History and the Modern Economist*, Basil Blackwell, Oxford och New York.

Reinhart, C och K Rogoff (2008), "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises", NBER Working Paper 13882.

Söderström, H Tson (1996), "Den svenska depressionens orsaker och förlopp", i Söderström, H Tson, *Normer och ekonomisk politik*, SNS Förlag, Kristianstad.

Taleb, N (2007), *The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable*, Penguin Books, London.

Wetterberg, G (2009), *Pengarna och makten. Riksbankens historia*, Atlantis, Malmö.

REFERENSER