

# Finansiella kriser och depressioner

*I denna artikel frågar Oscar Swartz vad vi idag kan lära av forskningen runt 1930-talets stora depression. Han tar också mera allmänt upp sambandet mellan finanskriser och efterföljande depressioner. Spekulative bubblor på finans- och fastighetsmarknaderna med uppbyggande av stora skulder kan åstadkomma depression om de brister samtidigt som en deflationär politik förs. De resulterande höga realräntorna verkar kontraktivt via flera olika kanaler.*

"Med varje rimlig måttstock befinner sig Sverige i dag i en svår depression", skriver Hans Tson Söderström [1993] den 12 augusti 1993. Vägen dit var anmärkningsvärt snabb. Så sent som 1990 låg arbetslösheten på 1,5 procent. Ytterligare 3 procent var föremål för AMS-åtgärder. Nu förutspår AMS att 15–16 procent kommer att stå utanför den ordinarie arbetsmarknaden de närmaste två åren. BNP faller och statens budgetunderskott ökar snabbt.

Vi hade svårt att föreställa oss dagens allvarliga situation för bara något drygt år sedan. Själv såg jag mig som något spekulativ när jag vid tiden för Riksbankens berömda marginalräntechock i september 1992 varnade för att vi kunde gå till mötes en värre kontraktion än USA under 1930-talets stora depression (Swartz [1992a]). Vi har inte behövt fundera på mekanismerna runt ekonomiska depressioner eftersom vi kanske trott att vi inte skulle komma att konfronteras med någon. Det är dags att titta efter i litteraturen vad vi kan lära av historien. Det är då naturligt att lägga tonvikten på forskningen runt 1930-talets stora depression.

*OSCAR SWARTZ är doktorand vid Handelshögskolan i Stockholm med intressen inom bl a finansiell ekonomi, filosofi och vetenskapsteori.*

## Den stora depressionen

Depressionen var värst i USA. Vad den innebar i siffror finns dokumenterat i tex Chandler [1970]. I reala termer sjönk BNP med nästan en tredjedel från 1929 till 1933. Privata investeringar och byggnation låg under 1932 och 1933 90 procent under 1929 års nivå. Arbetslösheten var 25 procent och många anställda arbetade ofrivillig deltid. Från toppen 1929 till botten 1932 föll aktieindex med över 80 procent och bilförsäljningen sjönk med 75 procent. Under samma period gick 5100 banker omkull. Våren 1933 stängdes betalningssystemet och ekonomin stod i princip stilla under ett par veckor. Hur kunde ett system som byggde på privata initiativ bli fullkomligt paralyserat?

Den monetaristiska teorin om den stora depressionen i USA presenterades ursprungligen i ett kapitel av Friedman & Schwartz [1963]. De pekar på de många bankkrascherna i början av 1930-talet och menar att Federal Reserve, riksbanken, gjorde ett misstag genom att inte hålla likviditeten i systemet uppe. Underlåtenheten att förse marknaden med pengar ledde till att den reala aktiviteten stannade av. Hela ekonomin krympte för att anpassa sig till den lägre penningmängden. Lärdomen var att staten måste vara den yttersta garanten av banksystemet.

Temin [1976] polemiserar i keynesiansk anda mot monetaristerna och framhåller

att *the spending hypothesis*, utebliven efterfrågan hos konsumenter och investerare, ger en bättre förklaring till den dramatiska nedgången. Produktionen av bilar och kapitalvaror hade ökat så fort under den föregående högkonjunkturen att utbudet kom att vida överstiga efterfrågan. Ett överutbud av bostäder fanns också efter en byggboom. De fallande priserna på de finansiella marknaderna bidrog också till efterfrågefallet. Ett konsumtions- och investeringsunderskott ledde alltså till att ekonomin stannade.

Debatten mellan monetarister och keynesianer kulminerade i Brunner [1981] och förefaller nu överdrivet prestigeladdad. En depression är en dynamisk process under vilken ekonomin succesivt stannar av. Därför kan man inte tala om någon enskild orsak. I stället har vi att göra med en mängd faktorer som påverkar och förstärker varandra inbördes i en depressiv spiral. För att förstå de konkreta mekanismer som gör att aktiviteten avtar kan vi lara mycket från olika teori-bildningar.

Vi har haft en svår bankkrasch som vi inte sett slutet på ännu. Samtidigt har vi en extrem lågkonjunktur. Man har länge miss-tänkt att realekonomiska nedgångar kan ha med finansiella kriser att göra. Den tongivande finansforskningen har dock länge hävdat att finansmarknaderna bara "avspeglar" den reala ekonomin. Priser på olika tillgångar antas bestämmas på ett rationellt sätt genom att investerarna diskonterar de framtida kontantströmmar som tillgången ger rätt till. En akties pris är helt enkelt nuvärdet av framtida aktieutdelningar. Likaså är en fastighets pris nuvärdet av framtida överskott från hyresintäkterna. När börser kraschade hösten 1929 innebar det bara att finansmarknaden förutsåg att problem skulle uppstå i den reala ekonomin. Bierman [1991] argumenterar utförligt för den ståndpunkten. Det rationella kapitalmarknadsparadigmet har förvisso genererat en mängd ny kunskap om finansiella marknader.

Samtidigt kan det dock ha hämmat en kritisk och kanske mer realistisk syn på finansvärlden.

En annan uppfattning, mest målande återgiven i Galbraith [1955], är att börser 1929 kraschade på grund av de finansiella marknadernas interna dynamik. Priserna drevs upp orimligt högt när spekulanter köpte aktier med enda syfte att inom kort kunna sälja dem igen med god vinst. När spekulationspsykologin upphörde föll aktiepriserna. Romer [1990] ser detta som en viktig utlösande faktor till den efterföljande depressionen. Har går alltså orsaks-sambandet åt andra hållet. Finansmarknaderna speglar inte den reala ekonomin. De bestämmer i stället dess utveckling. I det som följer redogör jag för delar av denna litteratur.

### Finansiell fragilitet

Hyman P Minsky har konsekvent drivit en tes sedan 1960-talet. I Minsky [1982] finns åtskilliga av hans artiklar samlade och i Minsky [1986] framställer han sin tes i monografins form. Han hävdar att det i marknadsekonomin över tiden byggs upp allt fragilare, skörare, finansiella strukturer. Så småningom rasar dessa och riskerar dra ned ekonomin i en depression. Teorin brukar i litteraturen kallas *financial instability hypothesis*, hypotesen om finansiell instabilitet.

I en ekonomi finns en mängd tillgångar och skulder. Ekonomiska aktörer har ingått finansiella kontrakt. De har lovat att vid vissa datum betala bestämda penningssummor till andra aktörer. Minsky skiljer på olika former av finansiering. Den försiktigaste kallar han "garderad finansiering" (*hedge financing*). De förväntade kassainflödena är här större än de kontrakterade utflödena i varje enskild tidsperiod. Vid "spekulativ finansiering" understiger kassainflödena under vissa perioder utflödena, t ex när ett lån förfaller till betalning. Man "spekulerar" då i att kunna refinansiera lånet. Detta är na-

turligtvis inte särskilt ovanligt. En normal villaägare kan ägna sig åt det. Minsky ger namnet "Ponzi-finansiering" åt den mest vågade formen. Här måste man låna för att klara räntebetalningarna på lånen (eller ha tillräckliga kassainflöden från andra verksamheter). Detta kan dock givetvis inte pågå i all oändlighet. Nuvärdet av framtida kassainflöden måste alltid vara större än nuvärdet av utflödena för att någon skall vilja finansiera investeringen. Om man lånar pengar till att köpa en tavla i hopp om att dess värde skall stiga ägnar man sig åt Ponzi-finansiering.

De utbetalningar man måste göra nu och i framtiden är ett resultat av de förbindelser man ingick i det förflutna, under andra omvärldsbetingelser än de som råder idag. De kontrakt som skrevs under en recession verkar i efterhand försiktiga. Inflödena överstiger vida de kontrakterade utflödena. Därför blir de nya kontrakten som ingås mer riskfyllda. Om en högkonjunktur har rått under längre tid kommer andelen Ponzi-finansiering att växa i och med att den varit framgångsrik och alltså förefaller icke-riskabel.

När en stor andel av kontrakten utgörs av de mer vågade formerna av finansiering kommer hela systemet att bli känsligt för störningar. Om ekonomin efter en lång period av uppåtående sjunker ned i en recession och kassainflödena faller får många aktörer svårt att möta sina kontrakterade utbetalningar. De måste sälja av olika tillgångar eller försöka refinansiera. När många tvingas till detta kan prisfallen på fastigheter och finansiella instrument bli stora. Systemet blir på samma sätt känsligt för räntesvängningar. En ränteuppgång kan få ekonomin på fall genom att många högbelånade agenter kommer på obestånd.

Minsky brukar påpeka att hypotesen om finansiell instabilitet är en ren makroteori. Den vanligaste kritiken har att gora med dess rationalisering på mikroplanet. Minsky tycks förutsätta att aktörernas beteende styrs mest av deras erfarenheter.

Deras förväntningar förefaller inte vara rationella eftersom de är närsynta vad gäller annalkande svårigheter och prisfall. Idag kan dock hans teori mana till eftertanke. Mullineux [1990] sammanfattar lärdomarna på följande vis: "Policyimplikationen av hypotesen om finansiell instabilitet för finansiellt utvecklade kapitalistiska ekonomier är att det finns ett behov av att stävja tendensen hos företag och banker att ägna sig åt spekulativ eller Ponzi-finansiering när ekonomin blomstrar och vinsterna verkar validera låntagarnas och långgivarnas beslut".

## Spekulativa bubblor

Den moderna finansteorin har nu givit mer mikroekonomiskt formell substans åt Minskys tänkande, även om de två skolorna forskningsmassigt inte har något direkt samband. Blanchard & Watson [1982] visade att modellen för rationell prissättning av finansiella instrument inte nödvändigtvis innebar att priserna bara reflekterar fundamentala ekonomiska faktorer. I stället kan sk spekulativa bubblor förekomma där självuppfyllande profetior om prisuppgångar sker.

En annan kritik av den rationella prissättningsmodellen formulerades av Shiller [1984] sedan han tidigare observerat att aktiekurserna svänger upp och ned betydligt mer än vad aktieutdelningarna gör. Han frågade därför om investerarna verkligen bestämmer aktiepriset genom att bara diskontera framtida utdelningar. Shiller ansåg att socialpsykologiska faktorer kan spela stor roll i aktieprissättning. Detta skulle då kunna betecknas som irrationella spekulativa bubblor.

Låt säga att vi accepterar att det kan finnas rationella eller irrationella spekulativa bubblor i prissättningen på finansiella marknader. Antag nu att finansiella kontrakt i ekonomin är uppbyggda i lager på lager. En fastighet belånas för att köpa en annan fastighet. Dessa fastigheter kan ligga till grund för värdering av bankak-

tier. Aktierna kan i sin tur belånas för att investera i fastigheter och så vidare. En ekonomi kan vara ett komplext system av sådana finansiella kontrakt. Om varje led innehåller en spekulationsberoende övervärdering kan systemet bli mycket känsligt. När bubblan brister kan fallet bli stort. Att 1980-talets fastighetsmarknad präglades av spekulation håller nog de flesta med om idag. Men samma situation föregick 1930-talets depression i USA. I en artikel med namnet "Credit Expansion, 1920–1929 and Its Lessons" frågade Persons [1930] vad man kunde lära av 1920-talets fastighetsmarknad. Han hypotetiserade att priserna bestämdes av tillgången på krediter snarare än tvärtom.

Det finns alltså skäl att tro att finansiella marknader inte behöver "spegla" den reala ekonomin på ett rationellt sätt, utan kan innehålla sin egen dynamik. Riktigt intressant blir det först om de finansiella marknaderna kommer att bestämma den reala ekonomins utveckling. Nya teorier om asymmetrisk information och agentteori argumenterar för att en sådan länk finns.

### Asymmetrisk information

Temin [1976] var i sin depressionsstudie förbryllad över att riskpremien på obligationer (räntan på riskfyllda minus räntan på riskfria) steg från 0,99 procent till 3,00 procent mellan december 1928 och juni 1931. I en annan operationalisering ökade den från 1,40 till 6,99 procent. I skenet av den teori som Mishkin [1991] redogör för framstår dessa observationer som viktiga.

På finansiella marknader har låntagare ett informationsövertag över långgivarna. Låntagarna vet vad de tänker använda pengarna till och hur skötsamma de är. Det kan uppstå problem med *moral hazard*. Låntagaren kan investera pengarna i en mycket riskfylldare verksamhet än han påstår (eller till och med göra av med dem på sin egen konsumtion snarare än investera dem i produktiv verksamhet

alls). Långgivarna måste kräva en ränta som ger kompensation för den genomsnittliga risken bland sina låntagare. Om de inte kan sälla mellan oansvariga och skötsamma låntagare kan urvalet bli omvänt (*adverse selection*). Detta är en följd av att den genomsnittliga räntan är för låg för de oansvariga och för hög för de skötsamma. De dåliga riskerna kommer att vilja låna, medan de goda riskerna avstår. En exogen ränteuppgång kan förvärra problemen genom att än mer oansvariga låntagare attraheras. Detta kan leda till att bankerna blir restriktiva med kreditgivning. Långgivare försöker gardera sig genom att kräva säkerheter. Om priserna på dessa faller kan de beskrivna problemen också öka.

Det finns en hel del subtiliteter i teorin om asymmetrisk information. Men slutsatsen är att den kan fungera som en utväxlingsmekanism. Ränthöjningar, fallande priser på tillgångar och ökad osäkerhet om olika låntagares betalningsförmåga eller betalningsvilja kan leda till kraftigt minskad utlåning och därmed real investeringsvolym. Det finns till och med teoretiska scenarier under vilka en liten ökning av den riskfria räntan kan åstadkomma ett totalt sammanbrott av kreditmarknaden och alltså stoppa alla externt finansierade nyinvesteringar.

Mishkin hävdar att den viktigaste manifestationen av problem med asymmetrisk information är att räntedifferensen mellan låntagare av hög och låg kvalitet, mellan riskfria och riskfyllda lån, stiger. Han studerar sedan åtta perioder av finansiell kris före andra världskriget. Han finner följande typiska mönster: En recession börjar. Aktiepriserna faller, ofta i samband med en börskrasch. Räntorna går upp och räntedifferensen ökar. En finansiell institution går omkull, ofta till följd av att ett icke-finansiellt företag kommit på obestånd. En finansiell panik bryter ut. Denna reds upp genom olika konkursprocedurer och kanske med hjälp från staten. Ofta krymper räntemarginalen

och ekonomin kommer på fötter. Detta sista steg riskerar dock att kortslutas om deflation sätter in och ökar de problem som tagits upp. Då riskerar man depression. Efter de största finansiella krascherna (1857, 1873, 1893, 1907, 1930–33) följde mycket riktigt de allvarigaste ekonomiska kontraktionerna historien känner (1857–58, 1873–79, 1893–94, 1907–08, 1929–33).

Gertler, Hubbard & Kashyap [1991] tar fasta på samma teorier som Mishkin och frågar sig om det mer generellt finns ett finansiellt inlag i konjunkturcykeln, alltså inte bara i krissituationer. De tolkar räntedifferensen mellan riskfria och riskfyllda obligationer som obeståndsrisk i vid mening och menar att förändringar i differensens storlek skulle föregå förändringar i reala investeringar i ekonomin. De testar det hela på aggregerade data och drar slutsatsen att höga riskpremier leder till låga investeringsnivåer. Baserat på sina resultat anser de att en restriktiv penningpolitik via asymmetrisk information och agent-kostnader kan förstora rörelserna i investeringsnivåer.

Det finns alltså logiskt konsistenta teorier om hur en hög ränta kan påverka den reala aktiviteten kraftigt via de utväxlingsmekanismer som beskrivits. Om förhållanden på marknaden, som under en finanskris, gör att långivarna har svårt att skilja mellan bra och dåliga låntagare blir dessa mekanismer extra betydelsefulla. Om sedan värdet på de underliggande säkerheterna sjunker kan utväxlingen bli än större och investeringsvolymen falla kraftigt.

### Konsumtionsnedgången

Även konsumenternas efterfrågan kan påverkas negativt av finanskriser. Mishkin [1978] menar att man kan förstå den stora kontraktionen 1929–1933 på följande vis: Hushållen hade byggt upp en stor skuldsättning 1929. Deras "balansräkningar" försämrades sedan mycket

kraftigt under depressionen. I reala termer ökade hushållens aggregerade skuldsättning med 24 procent mellan 1929 och 1932. Detta trots att sparandet egentligen gick upp. Värdet av deras finansiella tillgångar föll samtidigt med 16 procent. Förklaringen ligger i deflation som ökade den reala skuldsättningen, höga realräntor som pressade ned priserna på tillgångarna, samt förmodligen en sprickande spekulationsbubbla. Aktiemarknaden kraschade i oktober 1929 och föll sedan i tre år. Hushållens förmögenheter gröptes ur, vilket underminerade efterfrågan.

Franco Modiglianis livscykelhypotes innebär att hushållens konsumtion påverkas av deras nettoförmögenheter. I det ursprungliga testet av teorin kom han fram till att en ökning av nettoförmögenheten med 1 dollar leder till en ökning av konsumtionen med 5,3 cent. Siffran behöver vi inte ta så allvarligt och den är ju inte avsedd att egentligen tillämpas på ett enskilt hushåll. Kanske kan den ändå ge oss en uppfattning om storleksordningar. Om en bostad minskar i värde med 100 000 kronor skulle detta innebära att hushållet drar ned konsumtionen med 5 300 kronor även om dess inkomst förblev oförändrad.

Mishkin menar att även förmögenhetens sammansättning påverkar konsumtionen. Antag att hushållen har hög finansiell skuldsättning men att deras tillgångar är illikvida, t ex bostäder. Även om nettoförmögenheten är stor försätts de då i svårigheter vid en nedgång i ekonomin. De har stora kassautflöden för att serva sina skulder. Mishkin hävdar ett den höga skuldsättningen gjorde att konsumtionsfallet blev större än vad bara fallet i nettoförmögenhet skulle indikera. Folk vill dessutom ha mer likvida tillgångar i dåliga tider och undviker att låsa dem i kapitalvaror och bostäder. Genom att studera hushållens balansräkningar i större detalj förklarar Mishkin varför konsumenterna under inledningsåret av depressionen drog ned på kapitalvaruköp med 20 pro-

cent och husköp med 40 procent.

Christina Romer [1990] anser att det fortfarande finns en bit kvar av efterfrågefallet till förklara. Hon menar att själva osäkerheten (inte nödvändigtvis pessimismen) om framtida inkomster fick folk att senarelägga sina inköp av kapitalvaror. Som en indikator på denna osäkerhet använde hon aktiemarknaden. Priserna svängde upp och ned ovanligt mycket långt efter kraschen 1929. Romer finner att aktiemarknadens variabilitet kan användas för att förutspå nedgångar i produktionen av kapitalvaror.

Slutsatsen av Mishkins och Romers studier är att efterfrågan är en viktig faktor i en depressiv spiral. De visar att fallet i efterfrågan måste analyseras i andra termer än bara en minskning av inkomster. I stället kan effekten gå via höga räntor och deflation (eller desinflation) som sänker förmögenheterna, speciellt om skuldsättningen är omfattande. När osäkerheten om framtida inkomster samtidigt är hög kan efterfrågefallet bli stort, speciellt vad gäller kapitalvaror och bostäder. Eftersom dessa industrier använder mycket in-satsvaror och många underleverantörer inser man lätt att den kontraktiva effekten på hela ekonomin kan bli betydande.

## Policy

I slutet av sin bok med den keynesianska tolkningen av depressionen berör Temin [1976] helt kort en faktor han anser förbisedd i tidigare analyser: deflation.<sup>1</sup> I början av 1930-talet föll priserna med en takt av 10 procent per år. Detta har implikationer för realräntans storlek. Om agenter var medvetna om priset blev den förväntade realräntan mycket hög, trots att den nominella räntan på statsobligationer tidvis var i stort sett noll. Det har varit omtvistat huruvida deflationen var förväntad eller ej. Färsk forskning (Ceccchetti [1992], Hamilton [1992]) kommer till något olika slutsatser, men är överens om att människor åtminstone en bit in i

nedgången insåg att priserna skulle falla. De förväntade realräntorna var därför höga och bidrog till kontraktionen. En del av deflationen var dock oförväntad. Calomiris [1993] argumenterar för att oförväntad deflation är än mer depressiv eftersom den förvärrar problemen med asymmetrisk information på de finansiella marknaderna.

Temin [1989] koncentrerar sin analys till just deflation. Han hävdar nu att ett policymisstag är en viktig förklaring till 1930-talets stora depression: försvaret av de fasta växelkurserna i förhållande till guld, dvs guldmyntfoten. Eichengreen [1992] kommer med liknande slutsatser. De menar att politiker och ekonomer inte hade förmågan att tänka utanför det rådande systemet. Guldmyntfoten tolkades som en garant för ordning och välstånd, när sanningen kanske var den motsatta. Man tvingade hela ekonomier att deflatera, att krympa ihop, för att anpassa sig till en fastlagd växelkurs.

Under loppet av några år med början hösten 1931 övergav dock land efter land guldmyntfoten. Det har gjorts ett par studier över depressionens utveckling i olika länder (Eichengreen & Sachs [1985], Bernanke & James [1991]). De kommer båda till slutsatsen att depressionen blev värre i länder som höll kvar vid doktrinen om fast växelkurs.

De sistnämnda försöker också titta på exakt vad i den deflationistiska politiken som ledde till depression. De finner att lönerna anpassade sig långsammare nedåt än priserna och minskade efterfrågan på arbetskraft. De höga realräntorna var också betydelsefulla i sig. Viktigast var dock att försvaret av valutakurserna genom de höjda räntorna förvärrade bankkriserna. I USA klarade sig de stora före-

<sup>1</sup> Irving Fisher kom dock redan under 1930-talets depression med en teori som byggde på att låntagarnas position församrades kraftigt på grund av deflation, (Fisher [1933]).

tagen ganska bra i den finansiella krisen. Däremot var ungefär hälften av alla mindre låntagare på obestånd: småföretag, jordbrukare, bostadsägare och enskilda städer, vilket stärker Mishkins [1978] balansräkningsteori.

Förändringarna av hushållens balansräkningar bör enligt Mishkin själv betraktas som en strukturell överföringsmekanism genom vilken en deflationistisk politik och andra händelser kom att påverka utvecklingen av depressionen. Han ser sin teori som en länk mellan keynesianska och monetaristiska tolkningar. En stram penningpolitik kan bidra till försämring av hushållens balansräkningar vilket påverkar efterfrågan kraftigt. Christina Romer [1993] tecknar en liknande bild av 1930-talets depression som en interaktion av monetära och efterfrågebaserade faktorer.

Temin [1989] analyserar vändpunkterna i depressionen. Trots att ganska olika ekonomisk politik användes i skilda länder sammanfattar han dem som "moderat socialistiska". Regimen under nedgången i USA hade varit deflationär. Temin kallar president Hoover en *strong deflationist*, som försvarade dollarns guldvärde och förde en strikt penningpolitik. President Roosevelt ändrade regim. Efter Banking Holiday, då banksystemet slog igen helt, släppte han dollarn fri i april 1933. Efter tre månader hade den sjunkit med mellan 30 och 45 procent gentemot pundet. Federal Reserve Board fick en mer expansionsinriktad ordförande som genast sänkte diskontot från 3,5 procent till 2,5 procent. Reaktionen på den nya regimen var positiv. Under andra kvartalet 1933 fördubblades aktiepriserna. Likaså indexet för tunga industriinvesteringar. Konsumtionsindex var ganska konstant och uppgången leddes av investeringsviljan. Temin menar att även Tysklands vändpunkt kom genom ett regimskifte, nämligen nazisternas rustningsdrivna ekonomi. Romer [1992] undersöker också vad som ledde till vänd-

punkten i USA. Hon hävdar att orsaken var en ändring av penningpolitiken, inte finanspolitiken. Penningmängden ökades och räntorna sjönk, vilket ledde till att investeringar och kapitalvaruköp gick upp.

## Sverige idag

En tolkning av Sveriges situation mot bakgrund av ovanstående forskning och en del grundläggande data skulle kunna låta som följande<sup>2</sup>:

Totala utestående skulder låg i Sverige på ungefär 150 procent av BNP under hela 1970-talet. Under 1980-talet växte de successivt till 220 procent. Det var främst företag och hushåll som lånade. En ovanligt stor andel av framtida inkomster var därför intecknade för kommande räntebetalningar och amorteringar. Den finansiella strukturen blev med Minskys terminologi fragilare, eller känsligare.

Från 31 december 1985 till samma datum 1990 ökade de svenska hushållens skulder från 469 miljarder till 860 miljarder kronor. Deras finansiella nettoformögenhet ökade dock endast från 252 till 294 miljarder. Stora lånebelopp måste alltså ha använts till konsumtion och inlåsnings i reala tillgångar, såsom bostäder, bilar och andra kapitalvaror.<sup>3</sup> Kontrakten mellan långgivare och låntagare validerades av snabbt stigande priser på fastigheter. I reala termer ökade SCBs prisindex för egna hem med 37,5 procent från 1986 till toppåret 1990.

Det förefaller troligt att kulturen ska-

<sup>2</sup> Samtliga siffror kommer från olika haften av Statistiska meddelanden från SCB, utom dem som gäller livsmedels- och hemutrustningshandeln, vilka härrör sig från Handels Utredningsinstitut.

<sup>3</sup> Om man bortser från möjligheten att hushållen lånade till att investera i finansiella tillgångar som sedan har fallit kraftigt i pris. Detta är dock inte troligt. Vardet av deras aktieportföljer ökade hela tiden, utom under det sista året.

pade en spekulationsbubbla i hela världen. Varför konjunkturen vände kan man diskutera. Kanske insåg många att konst- och fastighetspriserna var irrationella och att utbudet av nybyggda kontorsytor hade kommit att överstiga efterfrågan. Marknaden för kapitalvaror var sannolikt också mattad. Den svenska bilförsäljningen nådde sin topp redan 1988 då 349 635 nyregistreringar gjordes.

Sverige övergick 1990 till en desinflationregim med stram penningpolitik och växelkurs som utlovades ligga fast under alla omständigheter ("normpolitiken"). Eftersom vi tidigare hade devalverat oss ur kostnadskriser upprepade gånger var vi tvungna att erbjuda en rejäl premie över den tyska räntan. Denna hade legat så lågt som ca 3 procent i början av 1988. Bundesbank forde sedan en restriktiv penningpolitik samtidigt som tyska staten hade stora upplåningsbehov till följd av återföreningen med öst. Den korta räntan i Tyskland gick därför upp för att ligga mellan 8 och 10 procent från 1990 och framåt. SCB gör undersökningar av hushållens inflationsförväntningar. Om vi använder dessa till att grovt rakna fram svenska realräntor (3-månaders statskuldsväxlar) finner vi att de låg på 3-4 procent under 1988 och 1989. Under 1990 ökade realräntan något för att sedan dramatiskt gå upp mot 8-9 procent under 1991 och 1992.

Kombinationen av en sprickande spekulationsbubbla, en hög realränta och en känslig finansiell struktur var förödande. Fastighetspriserna föll och den redan vikande konjunkturen tog fart nedåt genom de effekter på konsumtionen som hushållens försämrade balansräkningar innebar. I ljuset av Mishkins balansräkningsstudie är den stora kuldsättningen viktig. När tillgångsvärdena föll blev nedgången i efterfrågan större än vad minskningen i nettoförmögenhet skulle indikera. Samma mönster i efterfrågefallet kan utläsas idag när människor försöker reallokera sin förmögenhet mot högre likviditet. Även idag

leds efterfrågefallet av en nedgång i kapitalvarukopen. Volymen i livsmedelshandeln ökade med 2 procent under 1992. Först i år minskar den (med ungefär lika mycket). Hemtrustningshandelns volymminskning var dock 6 procent under 1992 och väntas i år minska med ytterligare nästan 10 procent. Hushållens finansiella sparande har ökat kraftigt.

Bilmarknaden hade börjat vika tidigare och illustrerar väl 1980-talets överhettning och den efterföljande nedgången. 1989 hade nyregistreringen av bilar sjunkit till 314 126. Därefter var de årliga siffrorna 235 192, 191 755 och 157 295. I år pekar statistiken mot 110 000 bilar. I tillverkningsindustrin var antalet anställda tämligen konstant under hela 1980-talet. 1989 var de 961 800. Sedan började fallet och i mars 1993 var antalet endast 687 600.

Minskad efterfrågan ledde till minskad produktion och ökad arbetslöshet. Fastighetspriserna föll än mer och många kom på obestånd. Finanskrisen var ett faktum och bankerna fick svårt att bedöma vilka som skulle klara krisen. Under hösten 1992 cirkulerade många historier i pressen om hur företag fick krediter uppsagda eller kraftigt försämrade villkor, fullt i enlighet med teorin om asymmetrisk information. Den depressiva spiralen var nu igång. Arbetslöshet, fallande fastighetspriser, finanskris och minskad efterfrågan förstärkte varandra på vägen nedåt.

I efterhand ter sig normpolitiken som en parallell till försvaret av guldmyntfoten på 1930-talet. Regimen var naturligtvis ämnad att bryta tidigare mönster av hög inflation med löneökningar som snabbt urholkade vår konkurrenskraft. Ändå måste det betraktas som ett policy-misstag att byta regim vid en tidpunkt när mycket tydde på att en finanskris skulle nå Sverige. Fastighetsmarknaden vek överallt, i Sverige dock betydligt senare än i USA. Där uppstod tidigt problem i avreglerade sparbanker (Savings & Loans). Fallet i Sverige borde inte ha varit



oväntat, även om detta naturligtvis är enkelt att påstå i efterhand. USA har successivt lättat på penningpolitiken för att lindra krisen. Den korta dollarräntan låg på 10 procent 1989. I mars 1993 hade den pressats ned till 3 procent. USA har klarat sig undan med en recession. Hans Tson Söderström, en av arkitekterna till normpolitiken, skriver nu också att "priset för omställningen blev extremt högt på grund av de våldsamma kreditfinansierade excesserna under överhettningen i slutet av 80-talet", (Söderström [1993]).

Min tolkning är att vi till följd av en bristande finansiell spekulationsbubbla skulle ha gått en ganska djup recession till mötes i vilket fall som helst. Men samtidigt verkar ett ekonomisk-politiskt missstag förklara varför dagens situation är så katastrofal. När kronan försvarades som envisast hösten 1992 började krav på löne- och prissäskningar framföras i medierna. Det obehagliga deflationsscenario från 1930-talet hade då kunnat återupprepas. Släppandet av kronan borde ha gjort det möjligt att undvika en så djup depression. Av ovanstående genomgång av depressionsforskningen framgår att höga räntor i samband med en finanskris verkar kontraktivt via flera kanaler än man normalt tänker sig. Analysen indikerar att en rejäl räntesänkning behövs. Ett huvudargument mot detta har varit att kronan skall sjunka i värde och en importdriven inflation skjuta fart. Så länge man har en flytande valuta är dock inte inflation i sig det största problemet. Konkurrenskraften urholkas inte, eftersom värdet på valutan försvagas i motsvarande mån.

Vårt budgetunderskott försätter oss dock i en svår situation. Riksbanken kan styra de korta räntorna. Frågan är dock hur de långa räntorna reagerar om inte staten får kontroll på ökningen av statskulden och här kommer vi in på en helt ny problematik.

## Skillnader mot 1930-talet

Det som har hant hittills i Sverige verkar kunna förklaras med hjälp av ovanstående teorier. Det finns dock en viktig punkt där dagens situation skiljer sig från 1930-talets: välfärdsstaten. Den har varit en viktig faktor i dagens svenska debatt. Ändå har jag inte nämnt den hittills. Vi står helt klart inför en historiskt ny situation. En välfärdsstat som har "lovat" sina medborgare en viss levnadsstandard oavsett deras egen produktion har hamnat i depression, (se Swartz [1992b]). Man kan komma med några reflektioner kring välfärdsstatens problem.

Våra trygghetssystem är utformade så att vi med automatik driver upp stora budgetunderskott, dels genom arbetslöshetsförsäkringens underfinansiering, dels genom att antalet jobb inom privat verksamhet sjunker medan offentliga sektorn till en början är oberörd. Budgetunderskott brukar betecknas som en expansiv åtgärd. Men är de det idag? Statsskulden växer som en rent passiv konsekvens av det existerande systemet. Det borde vara en stor psykologisk skillnad på detta och att genomföra ett regimskifte som går ut på att motverka produktionsfallet i privata sektorn genom att skuldfinansiera tillfällig sysselsättning via staten. Genom de stora automatiska budgetunderskotten återstår inte mycket utrymme för sådana offensiva ekonomisk-politiska åtgärder. Osakerheten runt välfärdsstatens uthållighet i en depression kan också hämma konsumtionen och öka det finansiella sparatet.

Under slutet av 1980-talet fanns en brist på arbetskraft och lönerna steg snabbt. Denna utveckling kan ha underblåsts av ett socialförsäkringssystem som minskade arbetsutbudet. Kontanta bidrag till barnfamiljer ökade med ungefär 75 procent i reala termer från 1984 till 1991. Trots att det var brist på arbetskraft fick många kvalificerade människor betalt för att gå hemma och ta hand om sina egna barn ge-

nom den sk föräldraförsäkringen. Karensdagen i sjukförsäkringen togs bort 1987. Många företag var tvungna att hålla sig med en avsevärd överanställning. Andra arbetstagare försvann genom arbetsskador och förtidspensioner. Åtminstone delvis tros detta bero på att normerna för att bevilja bidrag försköts. "Ohälsotalet" i socialförsäkringen mäter det genomsnittliga antalet frånvarodagar per försäkrad som ersatts med sjukpenning, arbetsskadepening och förtidspension. Ohälsotalet steg från 37,3 dagar år 1983 till 46,6 dagar 1989, (RFV [1992]).

Inkomstbortfallsprincipen i socialförsäkringarna, eller "standardtryggheten", kan också ha lockat temporärt attraktiva och höglönlade grupper, såsom byggnadsarbetare, att skuldsätta sig extra mycket vid sina husköp. Inkomstbortfallsprincipen gjorde förmodligen att många inte hade några buffertar för svårare tider. En smula förenklat kan man säga att stat och kommun får träda in för att folk skall kunna bo kvar i de för stora och dyra bostäder de införskaffade i högkonjunkturen. Frågan är hur länge man artificiellt kan hålla upp levnadsstandarden hos en hel nation.

Ovanstående spekulationer indikerar att vi bör fundera på om vår välfärdsstat i sin nuvarande form kan vara destabiliserande. Den kan ha underblåst överhettningen samtidigt som den kan vara ett hinder för återhämtning. Möjligen kommer välfärdsstaten i depression att generera ny kunskap som inte kommer att hälsas med glädje av alla.

## Referenser

- Bernanke, B & James, H, [1991], "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison". I Hubbard, R G (red), *Financial Markets and Financial Crises*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Bierman, Harold, Jr, [1991], *The Great Myths of 1929 and the Lessons to Be Learned*. Greenwood Press, New York, NY.

- Blanchard, O J & Watson, M W, [1982], "Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets". I Wachtel, P (red), *Crises in the Economic and Financial Structure*. Lexington Books, Lexington.
- Brunner, K (red), [1981], *The Great Depression Revisited*. Martinus Nijhoff Publishing, Boston.
- Calomiris, C W, [1993], "Financial Factors in the Great Depression". *Journal of Economic Perspectives*, vol 7, s 61–85.
- Cecchetti, S G, [1992], "Prices During the Great Depression: Was the Deflation 1930–1932 Really Unanticipated". *American Economic Review*, vol 82, s 141–156.
- Chandler, L V, [1970], *America's Greatest Depression, 1929–1941*. Harper & Row, New York.
- Eichengreen, B, [1992], *Gold Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*. Oxford University Press, New York.
- Eichengreen, B & Sachs, J, [1985], "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s". *Journal of Economic History*, vol 45, s 925–946.
- Fisher, I, [1933], "The Debt-Deflation Theory of the Great Depression". *Econometrica*, vol 1, s 337–357.
- Friedman, M & Schwartz A J, [1963]. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton University Press, Princeton.
- Galbraith, J K, [1955], *The Great Crash*. Houghton Mifflin, New York.
- Gertler, M, Hubbard, R G & Kashyap A, [1991], "Interest Rate Spreads, Credit Constraints, and Investment Fluctuations: An Empirical Investigation". I Hubbard, R G (red), *Financial Markets and Financial Crises*, s 11–31. The University of Chicago Press, Chicago.
- Hamilton, J D, [1992], "Was the Deflation During the Great Depression Anticipated? Evidence from the Commodity Futures Market". *American Economic Review*, vol 82, s 157–178.
- Minsky, H P, [1982], *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. M E Sharpe, Armonk.
- Minsky, H P, [1986], *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press, New Haven.

- Mishkin, F S, [1978], "The Household Balance Sheet and the Great Depression". *Journal of Economic History*, vol 38, s918-937.
- Mishkin, F S, [1991], "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective", I Hubbard, R G (red), *Financial Markets and Financial Crises*, s 69-108. The University of Chicago Press, Chicago.
- Mullineux, A W, [1990], *Business Cycles and Financial Crises*. Harvester Wheatsheaf, Hemel Hempstead.
- Persons, C E, [1930], "Credit Expansion, 1920-1929 and Its Lessons". *Quarterly Journal of Economics*, vol 45, s 104-130.
- RFV, [1992], *Årsedovisning 1991/92, Socialforsakringen*. Riksforsäkringsverket, Stockholm.
- Romer, C, [1990], "The Great Crash and the Onset of the Great Depression". *Quarterly Journal of Economics*, vol 105, s 597-624.
- Romer, C D, [1992], "What Ended the Great Depression?". *Journal of Economic History*, vol 52, s 757-784.
- Romer, C D, [1993], "The Nation in Depression". *Journal of Economic Perspectives*, vol 7, s 19-39.
- Shiller, R J, [1984], "Stock Prices and Social Dynamics". *Brookings Papers on Economic Activity*, s 457-498.
- Swartz, O, [1992a], "Slående likhet med 30-talskraschen". *Dagens Nyheter*, 27 september 1992, s A4.
- Swartz, O, [1992b], "Dags för självransakan". *Dagens Nyheter*, 14 december 1992, s A4.
- Söderström, H T, [1993], "Katastrofal misstolkning". *Dagens Nyheter*, 12 augusti 1993, s A4.
- Temin, P, [1976], *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* W W Norton & Company, New York.
- Temin, P, [1989], *Lessons from the Great Depression*. The MIT Press, Cambridge.